

ERFOLGSFAKTOREN BEI MERGERS & ACQUISITIONS
EINE EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG EXTERNER
EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN TRANSAKTIONSERFOLG
AUS KÄUFERSICHT

Inauguraldissertation
zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft
(doctor rerum oeconomicarum)
am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft
-Schumpeter School of Business and Economics-
der Bergischen Universität Wuppertal

vorgelegt von
Dipl.-Kffr. Marie Luise Meyer
aus Essen

Wuppertal, im Dezember 2011

Die Dissertation kann wie folgt zitiert werden:

urn:nbn:de:hbz:468-20121011-123400-3

[<http://nbn-resolving.de/urn/resolver.pl?urn=urn%3Anbn%3Ade%3Ahbz%3A468-20121011-123400-3>]

MEINEN ELTERN

Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist während meiner Zeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Finanz- und Bankwirtschaft an der Schumpeter School of Business and Economics der Bergischen Universität Wuppertal entstanden. An dieser Stelle möchte ich mich bei all denen bedanken, die mich während dieser spannenden und herausfordernden Zeit begleitet und damit einen Beitrag zum Gelingen dieser Arbeit geleistet haben.

An erster Stelle gilt mein ganz besonderer Dank meinem Doktorvater Herrn PD Dr. Martin Užík für die Begleitung während des gesamten Prozesses, in dem er mir stets mit Ratschlägen unterstützend zur Seite gestanden hat.

Bei Herrn Prof. Dr. Gerhard Armingier bedanke ich mich ganz herzlich für seine ständige Bereitschaft, Hilfestellung zu leisten und für die schnelle und unkomplizierte Übernahme des Zweitgutachtens nach dem unerwarteten Tod von Herrn Prof. Dr. Winfried Matthes.

Bei meinen Kollegen möchte ich mich für den Zusammenhalt wie die produktive Arbeitsatmosphäre bedanken. Das gute Klima und die gegenseitige Unterstützung haben in erheblichem Maße zum Gelingen der Arbeit beigetragen. Dabei gilt mein Dank besonders Herrn David Pfleger für seine unermüdliche Hilfe bei der Beschaffung und Aufbereitung der Datengrundlage.

Den Mitarbeitern des Lehrstuhls für Wirtschaftsstatistik, im Besonderen Herrn Torben Engelmeyer, danke ich für ihre unerschöpfliche Geduld mit mir.

Ein herzlicher Dank gilt Herrn Markus Wies, der mich jeden Tag aufs Neue ermutigte und mir die nötige Energie gab, die Arbeit zu Ende zu bringen.

Zuletzt möchte ich mich bei meinen Eltern für ihre langjährige Unterstützung und Ermunterung bedanken, die mir stets den Weg geebnet haben und damit meinen bisherigen Werdegang überhaupt erst ermöglicht haben. Ihnen möchte ich diese Arbeit widmen.

Marie Luise Meyer

Inhaltsübersicht

Widmung	I
Vorwort	II
Inhaltsübersicht	III
Inhaltsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	X
Tabellenverzeichnis	XIV
Formelverzeichnis	XVI
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1. Einleitung.....	1
2. Begriffsabgrenzungen	6
3. Potentielle Erfolgsfaktoren von Mergers & Acquisitions	47
4. Erfolgsmessung.....	74
5. Empirische Analyse.....	105
6. Kombination externer Erfolgsfaktoren	193
7. Zusammenfassung und Ausblick.....	210
Anhang	212
Literaturverzeichnis	374

Inhaltsverzeichnis

Widmung	I
Vorwort	II
Inhaltsübersicht	III
Inhaltsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	X
Tabellenverzeichnis	XIV
Formelverzeichnis	XVI
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1. Einleitung.....	1
1.1. Problemstellung der Arbeit.....	1
1.2. Zielsetzung der Arbeit.....	2
1.3. Aufbau der Arbeit.....	3
2. Begriffsabgrenzungen	6
2.1. Mergers & Acquisitions	6
2.1.1. Der Begriff Mergers & Acquisitions.....	6
2.1.2. Der Markt für Mergers & Acquisitions	10
2.1.2.1. Historische Entwicklung des M&A-Marktes.....	11
2.1.2.1.1. Erste Welle: Industrielle Revolution.....	12
2.1.2.1.2. Zweite Welle: Vertikale Integration	13
2.1.2.1.3. Dritte Welle: Konglomerate Diversifikation	13
2.1.2.1.4. Vierte Welle: Liberalisierung und Deregulierung.....	14
2.1.2.1.5. Fünfte Welle: New Economy Boom.....	15
2.1.2.1.6. Die sechste Welle: Industriekonsolidierung	15
2.1.2.1.7. Zusammenfassende Betrachtung.....	16

2.1.2.2. Aktuelle Entwicklung des M&A-Marktes.....	19
2.1.3. Der Transaktionsaktionsprozess	21
2.1.3.1. Die Planungsphase	22
2.1.3.2. Die Durchführungsphase	24
2.1.3.3. Die Integrationsphase	27
2.1.4. Motive für Mergers & Acquisitions	29
2.1.4.1. Strategische Motive.....	31
2.1.4.1.1. Synergie-Hypothese	31
2.1.4.1.2. Marktmacht-Hypothese	34
2.1.4.2. Finanzielle Motive	35
2.1.4.2.1. Unterbewertung.....	35
2.1.4.2.2. Steuer-Hypothese.....	36
2.1.4.3. Persönliche Motive.....	36
2.1.4.3.1. Die Hybris-Hypothese.....	37
2.1.4.3.2. Die Managerialismus-Hypothese.....	37
2.1.4.3.3. Die Absicherungs-Hypothese	38
2.1.4.3.4. Die Free Cash Flow-Hypothese.....	38
2.1.4.4. Zusammenfassung der Ergebnisse	39
2.2. Erfolg von Mergers & Acquisitions	40
2.2.1. Erfolgskriterien.....	41
2.2.2. Abgrenzung der Erfolgsperspektive.....	44
2.2.3. Arbeitsdefinition von Erfolg	45
2.3. Zusammenfassende Darstellung	45
3. Potentielle Erfolgsfaktoren von Mergers & Acquisitions	47
3.1. Darstellung möglicher Erfolgsfaktoren	47
3.1.1. Umweltspezifische Faktoren.....	48

3.1.1.1. Zeitlicher Fokus.....	48
3.1.1.2. Geografischer Fokus.....	50
3.1.1.3. Wirtschaftlicher Fokus.....	54
3.1.2. Transaktionsspezifische Faktoren	57
3.1.2.1. Bindungsrichtung	57
3.1.2.2. Transaktionsart	61
3.1.2.3. Art der Bezahlung	63
3.1.2.4. Transaktionsvolumen.....	64
3.1.2.5. Übernahmeangebot	66
3.1.2.6. Übernahmeprämie	67
3.1.2.7. Käufertyp.....	68
3.2. Ableitung des Forschungsziels	71
3.3. Auswahl potentieller Erfolgsfaktoren.....	72
4. Erfolgsmessung.....	74
4.1. Methoden der Erfolgsmessung	74
4.1.1. Jahresabschlussorientierte Erfolgsanalyse.....	75
4.1.2. Kapitalmarktorientierte Erfolgsanalyse	77
4.1.3. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie	78
4.2. Modellbeschreibung der Event Study	79
4.2.1. Kapitalmarkteffizienz als Voraussetzung der Event Study.....	80
4.2.2. Abnormale Rendite als Grundformel der Event Study.....	82
4.2.2.1. Ermittlung der tatsächlichen Rendite.....	83
4.2.2.1.1. Die diskrete Rendite	84
4.2.2.1.2. Die stetige Rendite	84
4.2.2.1.3. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie.....	84
4.2.2.2. Ermittlung der erwarteten Rendite	86

4.2.2.2.1. Marktmodell.....	86
4.2.2.2.2. Capital Asset Pricing Model.....	87
4.2.2.2.3. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie.....	88
4.2.3. Determinanten für die Anwendung der Event Study.....	89
4.2.3.1. Ereignisdefinition.....	89
4.2.3.2. Datenfrequenz	90
4.2.3.3. Festlegung der Ereignis- und Schätzperiode	91
4.2.3.4. Marktadjustierung	93
4.2.3.5. Der Umgang mit den Transaktionskosten.....	94
4.2.4. Berechnung der kumulierten abnormalen Rendite	95
4.2.5. Testverfahren zur Prüfung der Modellvoraussetzungen	98
4.2.5.1. Parametrische Testverfahren.....	99
4.2.5.2. Nicht-Parametrische Testverfahren	102
4.2.5.2. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie	103
4.3. Zusammenfassende Darstellung der Erfolgsmessung.....	104
5. Empirische Analyse.....	105
5.1. Datensichtung und Aufbereitung.....	105
5.1.1. Ausreißer.....	105
5.1.2. Fehlende Werte.....	106
5.2. Datenbasis und Selektionskriterien.....	108
5.3. Beschreibung der Analytestichprobe.....	109
5.3.1. Zeitlicher Fokus	110
5.3.1.1. Jahre.....	110
5.3.1.2. Monate.....	113
5.3.2. Geografischer Fokus	117
5.3.2.1. Kontinente.....	117

5.3.2.2. Continental M&A vs. Crosscontinental M&A	118
5.3.2.3. Länder.....	120
5.3.2.4. National M&A vs. Crossborder M&A	122
5.3.3. Wirtschaftlicher Fokus	127
5.3.3.1. Sektoren.....	128
5.3.3.2. Branchen.....	130
5.3.3.3. Bindungsrichtung	133
5.3.4. Transaktionsvolumen	134
5.4. Ergebnisse der Event Study	148
5.4.1. Gesamtanalyse.....	148
5.4.2. Einzelanalysen	154
5.4.2.1. Transaktionsvolumen.....	154
5.4.2.2. Zeitlicher Fokus.....	157
5.4.2.2.1. Jahre	157
5.4.2.2.2. Monate	161
5.4.2.3. Geografischer Fokus.....	164
5.4.2.3.1. Kontinente	164
5.4.2.3.2. Continental M&A vs. Crosscontinental M&A.....	169
5.4.2.3.3. Länder	171
5.4.2.3.4. National M&A vs. Crossborder M&A.....	174
5.4.2.4. Wirtschaftlicher Fokus.....	176
5.4.2.4.1. Sektoren	176
5.4.2.4.2. Sektorale M&A vs. Transsektorale M&A.....	178
5.4.2.4.3. Branchen	181
5.4.2.4.4. Fokussierende M&A vs. Diversifizierende M&A	185
5.5. Zusammenfassung der Ergebnisse	189

6. Kombination externer Erfolgsfaktoren	193
6.1. Kombinationsvarianten	193
6.2. Identifizierung der optimalen Kombination	200
7. Zusammenfassung und Ausblick.....	210
Anhang	212
Literaturverzeichnis	374

Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: Historische Fusionswellen in den USA	11
ABBILDUNG 2: Transaktionsentwicklung in Deutschland	19
ABBILDUNG 3: Ablauf der Planungsphase.....	23
ABBILDUNG 4: Ablauf der Durchführungsphase	25
ABBILDUNG 5: Ablauf der Integrationsphase	28
ABBILDUNG 6: Kriterien der Erfolgsmessung.....	42
ABBILDUNG 7: Aktienkursveränderung als Folge eines Ereignisses.....	77
ABBILDUNG 8: Darstellung der Schätz- und Ereignisperiode.....	92
ABBILDUNG 9: Spezifizierte Darstellung der Schätz- und Ereignisperiode	93
ABBILDUNG 10: Entwicklung der M&A-Transaktionen der Analysestichprobe.....	110
ABBILDUNG 11: Veränderung der M&A-Transaktionen zum Vorjahr	111
ABBILDUNG 12: Vergleich der M&A-Volumina mit dem MSCI World Index	112
ABBILDUNG 13: Anzahl der M&A-Transaktionen pro Monat (gesamt)	113
ABBILDUNG 14: Anzahl der M&A pro Monat differenziert nach Jahren.....	114
ABBILDUNG 15: Verteilung der M&A-Transaktionen auf die Monate im Jahr 2000...	115
ABBILDUNG 16: Verteilung der M&A-Transaktionen ohne das Jahr 2000	116
ABBILDUNG 17: Herkunftskontinente der Käuferunternehmen	117
ABBILDUNG 18: Herkunftskontinente der Zielunternehmen	118
ABBILDUNG 19: Continental M&A vs. Crosscontinental M&A pro Kontinent.....	119
ABBILDUNG 20: Herkunftsländer der Käuferunternehmen	121
ABBILDUNG 21: Herkunftsländer der Zielunternehmen.....	122
ABBILDUNG 22: Zielländer der M&A-Transaktionen	124
ABBILDUNG 23: Anteile National M&A und Crossborder M&A.....	125
ABBILDUNG 24: Darstellung National M&A und Crossborder M&A pro Kontinent	125
ABBILDUNG 25: National M&A und Crossborder M&A je Staatenverbund.....	126

ABBILDUNG 26: National M&A und Crossborder M&A je Staatengruppe	127
ABBILDUNG 27: Sektorenzugehörigkeit der Käuferunternehmen.....	128
ABBILDUNG 28: Sektorenzugehörigkeit der Zielunternehmen	129
ABBILDUNG 29: Zielsektoren der M&A-Transaktionen.....	130
ABBILDUNG 30: Branchenzugehörigkeit der Käuferunternehmen.....	131
ABBILDUNG 31: Branchenzugehörigkeit der Zielunternehmen	132
ABBILDUNG 32: Zielbranchen der M&A-Transaktionen	133
ABBILDUNG 33: Boxplot des Transaktionsvolumens	135
ABBILDUNG 34: Quantilsplit	136
ABBILDUNG 35: Verteilung der Transaktionsvolumina.....	137
ABBILDUNG 36: Entwicklung des Transaktionsvolumens im Zeitablauf.....	138
ABBILDUNG 37: Entwicklung des Transaktionsvolumens im Jahresverlauf.....	139
ABBILDUNG 38: Transaktionsvolumina je Erwerberkontinent	140
ABBILDUNG 39: Transaktionsvolumina je Zielkontinent.....	141
ABBILDUNG 40: Transaktionsvolumina je Erwerberland	141
ABBILDUNG 41: Transaktionsvolumina je Zielland.....	142
ABBILDUNG 42: Transaktionsvolumina je Erwerbersektor	143
ABBILDUNG 43: Transaktionsvolumina je Zielsektor.....	144
ABBILDUNG 44: Transaktionsvolumina je Erwerberbranche.....	144
ABBILDUNG 45: Transaktionsvolumina je Zielbranche.....	145
ABBILDUNG 46: Transaktionsvolumina ausgewählter Branchen auf Erwerberseite..	146
ABBILDUNG 47: Transaktionsvolumina ausgewählter Branchen auf Zielseite	147
ABBILDUNG 48: AAR der Gesamtanalysestichprobe	149
ABBILDUNG 49: CAAR der Gesamtanalysestichprobe	151
ABBILDUNG 50: Vergleich der AAR	152
ABBILDUNG 51: Vergleich der CAAR.....	153

ABBILDUNG 52: AAR der M&A mit gemeldetem Transaktionsvolumen	154
ABBILDUNG 53: AAR innerhalb der einzelnen Quartile	155
ABBILDUNG 54: Vergleich AAR bei unterschiedlichen Transaktionsvolumina	156
ABBILDUNG 55: AAR im Jahr 2007	158
ABBILDUNG 56: Gesamtdarstellung Faktor Jahre	160
ABBILDUNG 57: AAR zum Ankündigungszeitpunkt	161
ABBILDUNG 58: AAR zum Ankündigungszeitpunkt (ohne 2000)	162
ABBILDUNG 59: AAR in Asien	165
ABBILDUNG 60: CAAR in Australien	166
ABBILDUNG 61: Transaktionsvolumen und AAR / CAAR	167
ABBILDUNG 62: CAAR in Australien (Ziel)	168
ABBILDUNG 63: Darstellung Zielkontinente	168
ABBILDUNG 64: AAR in Irland	172
ABBILDUNG 65: AAR in Südkorea	172
ABBILDUNG 66: Sektor-Ergebnisse der Erwerberseite	176
ABBILDUNG 67: Sektor-Ergebnisse der Zielseite	178
ABBILDUNG 68: Vergleich AAR am Ankündigungstag	179
ABBILDUNG 69: Vergleich CAAR im Ereignisfenster [-20;+20]	180
ABBILDUNG 70: AAR in der Branche Banks	182
ABBILDUNG 71: Gesamtdarstellung Branchen auf Erwerberseite	182
ABBILDUNG 72: AAR der Branche Electric (Erwerber)	184
ABBILDUNG 73: AAR in der Branche Oil&Gas	187
ABBILDUNG 74: CAAR in der Branche Oil&Gas	187
ABBILDUNG 75: AAR in der Branche Diversified Financial Services	188
ABBILDUNG 76: CAAR in der Branche Diversified Financial Services	189
ABBILDUNG 77: CAAR in den Monaten Februar bis Oktober	194

ABBILDUNG 78: CAAR in den Monaten November bis Januar	195
ABBILDUNG 79: CAAR in ausgewählten Branchen.....	198
ABBILDUNG 80: CAAR bei Monatsbeschränkung auf dem Kontinent AU	201
ABBILDUNG 81: CAAR bei Monatsbeschränkung, Continental M&A in AU	202
ABBILDUNG 82: CAAR bei Monatsbeschränkung, Land AU	204
ABBILDUNG 83: CAAR bei Monatsbeschr., Crossborder M&A, Land AU	205
ABBILDUNG 84: CAAR Land AU bei Monatsbeschr., ohne Sektor Financial	206
ABBILDUNG 85: CAAR Land AU, Nov.-Jan., ohne Financial, ≤ 100 Mio. USD	207
ABBILDUNG 86: Zusammenfassung	209

Tabellenverzeichnis

TABELLE 1: Ausprägungen von Mergers & Acquisitions	9
TABELLE 2: Übersicht M&A-Wellen	12
TABELLE 3: Phasenmodelle des M&A-Prozesses	21
TABELLE 4: Mögliche Ziele von Mergers & Acquisitions	30
TABELLE 5: Übersicht Synergiedefinitionen	33
TABELLE 6: Motivhäufigkeiten für M&A-Transaktionen	39
TABELLE 7: Kapitelzusammenfassung	46
TABELLE 8: Einflussfaktoren	48
TABELLE 9: Länderspezifische Aspekte	51
TABELLE 10: Auswahl an Event Studies mit nationalem Fokus	52
TABELLE 11: Auswahl an Event Studies mit nationalem vs. internationalem Fokus ..	53
TABELLE 12: Auswahl an branchenspezifischen Event Studies	57
TABELLE 13: Auswahl an Event Studies mit strategischer Bindungsrichtung	60
TABELLE 14: Vorstellung der potentiellen Erfolgsfaktoren	73
TABELLE 15: Jahresabschlussorientierte M&A-Untersuchungen	76
TABELLE 16: Untersuchungsparameter der Erfolgsmessung	104
TABELLE 17: Zufälligkeitsgrade	107
TABELLE 18: Aufteilung der M&A-Transaktionen auf die Kontinente	119
TABELLE 19: Auszug aus der Verteilung der M&A-Transaktionen über die Länder .	123
TABELLE 20: Transaktionsvolumina der Branchen Electric, Gas und Water	146
TABELLE 21: Abnormale Rendite der Gesamtanalysestichprobe	151
TABELLE 22: Abnormale Rendite bei positiver und negativer AAR	153
TABELLE 23: Abnormale Rendite der M&A mit gemeldetem Transaktionsvolumen .	155
TABELLE 24: Abnormale Rendite der Käuferunternehmen des Jahres 2007	159
TABELLE 25: Veränderung zum Vormonat	163

TABELLE 26: Wertveränderung zum Ankündigungstag.....	169
TABELLE 27: Wertveränderung der Crosscontinental M&A.....	170
TABELLE 28: Gegenüberstellung Abnormale Rendite zum Ankündigungstag.....	174
TABELLE 29: Abnormale Rendite der Branche Electric (Erwerber)	184
TABELLE 30: Gegenüberstellung Abnormale Rendite in den Branchen	186
TABELLE 31: Werte CAAR bei Monatsbeschränkung auf dem Kontinent AU	201
TABELLE 32: Werte CAAR bei Monatsbeschränkung, Continental M&A in AU.....	202
TABELLE 33: Werte CAAR bei Monatsbeschränkung, Land AU	203
TABELLE 34: Werte CAAR bei Monatsbeschr., Crossborder M&A, Land AU.....	204
TABELLE 35: Werte CAAR Land AU bei Monatsbeschr., ohne Sektor Financial.....	206
TABELLE 36: Werte CAAR Land AU, Nov.-Jan., ohne Financial, ≤ 100 Mio. USD...	208

Formelverzeichnis

FORMEL 4-1: Kapitalmarkteffizienz	81
FORMEL 4-2: Halb-strenge Informationseffizienz	82
FORMEL 4-3: Abnormale Rendite.....	82
FORMEL 4-4: Grundformel der abnormalen Rendite	83
FORMEL 4-5: Diskrete Rendite	84
FORMEL 4-6: Stetige Rendite	84
FORMEL 4-7: Marktmodell.....	86
FORMEL 4-8: CAPM	87
FORMEL 4-9: Durchschnittliche abnormale Rendite	96
FORMEL 4-10: Kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite (additiv).....	97
FORMEL 4-11: Kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite (multiplikativ).....	97
FORMEL 4-12: Buy-and-hold-Überrenditen	98
FORMEL 4-13: standardized cross-sectional Teststatistik nach E. BOEHMER ET AL....	100
FORMEL 4-14: Standardisierung AAR.....	101
FORMEL 4-15: Standardisierung CAAR	101
FORMEL 4-16: Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest	102
FORMEL 4-17: Prüfgröße für Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest	103
FORMEL 4-18: Erwartungswert der Prüfgröße	103
FORMEL 4-19: Varianz der Prüfgröße	103

Abkürzungsverzeichnis

AAR	durchschnittliche abnormale Rendite(n)
abzgl.	abzüglich
AG	Aktiengesellschaft
API	Abnormal-Performance-Index
AR	abnormale Rendite(n)
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
bspw.	beispielsweise
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAAR	kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite(n)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
ebd.	ebenda
ed.	Edition, Editor
et al.	et alii
etc.	et cetera
EVA	Economic Value Added
EU	Europäische Union
evtl.	eventuell
f.	folgend

ff.	fortfolgend
Fn.	Fußnote
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
grds.	grundsätzlich
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
H.	Heft
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IPO	Initial Public Offering
Jg.	Jahrgang
k.A.	keine Angaben
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buy Out
LoI	Letter of Intent
M&A	Mergers & Acquisitions
MBI	Management Buy In
MBO	Management Buy Out
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MSCI	Morgan Stanley Capital International
No.	Number

n.s.	nicht signifikant
OLS	Ordinary Least Squares
pp.	Pages
p.a.	per anno
PMI	Post Merger Integration
s.	siehe
S.	Seite
sog.	so genannt
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
u.a.	unter anderem
UK	United Kingdom
USA	United States of America
u.U.	unter Umständen
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
vs.	versus
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

1. Einleitung

Unternehmen müssen sich in einem Umfeld behaupten, das ständigen Veränderungen und Entwicklungen ausgesetzt ist. Angesichts deregulierter Märkte, internationaler Gütertransfers, verkürzter Produktlebenszyklen, wie auch gesteigener Qualitätsstandards¹ unterliegen sie einem zunehmendem Innovations-, Effizienz- und somit auch Preisdruck. Um sich den ständig wandelnden Ansprüchen anzupassen und ihre Ziele trotz sich verändernder Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen erreichen zu können, stehen den Unternehmen diverse Mittel zur Verfügung. Eines dieser Mittel stellen Mergers & Acquisitions (M&A) dar. Vor dem Hintergrund dieser dynamischen und komplexer werdenden Umwelt haben M&A-Transaktionen in den vergangenen Jahrzehnten einen regelrechten Boom erfahren. Deal-Statistiken hinsichtlich der Anzahl von Transaktionsaktivitäten sowie deren Volumina im Zeitablauf bestätigen die gestiegene Bedeutung. Bewirkt die Finanzkrise derzeit Vorsicht und Zurückhaltung bei den Marktakteuren, ist der Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen ein im Wirtschaftssystem fest etabliertes und auch zukünftig bedeutendes Instrument der strategischen Unternehmensführung.²

1.1. Problemstellung der Arbeit

Kaum ein anderes Instrumentarium als Mergers & Acquisitions verspricht höhere Erfolge in kurzer Zeit. Diesen hohen Erfolgspotentialen stehen auf der anderen Seite

¹ Kurz auch unter dem Begriff der Globalisierung zusammenzufassen. Allen voran gilt heute die Globalisierung als Ursache für steigende M&A-Transaktionen. Dieser Begriff umschreibt eine Fülle von Veränderungen; sei es die Öffnung der asiatischen Märkte, die Deregulierung und Liberalisierung wichtiger Infrastrukturmärkte oder der Abbau von Handelsbeschränkungen. Folge der Globalisierung ist jedenfalls eine stark steigende Wettbewerbsintensität auf nahezu allen Märkten, die sich vor allem im Preiswettbewerb äußert. Aber auch der technologische Fortschritt trägt zum verschärften Wettbewerb bei. Der Faktor „Zeit“ ist in forschungsintensiven Branchen zum Wettbewerbsfaktor geworden und verschlingt Unmengen von Ressourcen und Kapital. Die Etablierung des Internets darf in diesem Zusammenhang nicht vernachlässigt werden. Telekommunikation und Datenübermittlung können in Sekunden durchgeführt werden. Alle diese Komponenten führen zu kürzeren Produktlebenszyklen. Bedingt durch den kürzer werdenden Produktlebenszyklus wird der schnelle Markteintritt für Unternehmen immer wichtiger um konkurrenzfähig zu bleiben. Vgl. LUCKS, K. / MECKL, R. (2002), S. 5 ff.

² Vgl. HINNE, C. (2008), S. 89.

ebenso hohe Risiken gegenüber.³ Zahlreiche Beispiele aus der Praxis zeigen und die Literatur zu diesem Thema bestätigt, dass nicht alle M&A-Deals erfolgreich verlaufen.⁴ Dies bedeutet, dass die jeweiligen, mit M&A verfolgten Ziele nicht erreicht wurden⁵, die Transaktionen zu keinem Mehrwert führten⁶ oder sogar Werte vernichteten⁷. So belegen zahlreiche Studien in mehr als 50 % der Fälle eine Senkung des Shareholder Values auf Erwerberseite.⁸ Insgesamt betrachtet, stellt sich nur etwa die Hälfte aller M&A-Transaktionen als nachhaltig erfolgreich heraus⁹, was bedeutet, dass es in mindestens jeder zweiten Transaktion misslingt, die definierten Zieleffekte herbeizuführen.¹⁰ Dennoch, trotz der hohen Misserfolgsquote, wird in Wissenschaft und Praxis überwiegend die Meinung vertreten, dass die Strategie des externen Wachstums durch M&A für Unternehmen vieler Branchen überlebensnotwendig ist¹¹, was es gerechtfertigt erscheinen lässt, den Ursachen der Diskrepanz zwischen Anspruch und Wirklichkeit auf den Grund zu gehen.

1.2. Zielsetzung der Arbeit

Wenngleich die jüngste Finanzkrise, die im Subprime-Segment des amerikanischen Hypothekenmarktes ihren Ursprung nahm, in ihrer Folge die M&A-Aktivitäten ab 2007 weltweit dramatisch abstürzen und dann auf niedrigem Niveau verharren ließ, so zeigt die mittlerweile wieder zunehmende Zahl an Unternehmenstransaktionen, dass M&A nichts an Aktualität und Bedeutung eingebüßt haben und unverändert für viele Unternehmen ein bedeutendes Element der Unternehmensentwicklung

³ Vgl. BÖHLKE, R. / WALLEYO, S. (2007), S. 261.

⁴ Vgl. KAUFMANN, T. (1990), S. 4.

⁵ Vgl. CARLETON, J. R. / LINEBERRY, C. S. (2004), S. 1; GERDES, J. / SCHEWE, G. (2004), S. 4.

⁶ Durchschnittlich führen 65 % bis 85 % der Transaktionen zu keinem Mehrwert. Vgl. LUKAC, E. G. (2006).

⁷ Einer Studie der Boston Consulting Group zufolge, wurden in dem Zeitraum von 1992 bis 2006 bei ca. 55 % der abgeschlossenen Transaktionen Wert vernichtet. Vgl. BOSTON CONSULTING GROUP (2007), S. 14 f. Vgl. zudem WÖHLER, C. / CUMPELIK, C. (2006), S. 453; WIRTZ, B.W. / SCHILKE, O. (2006), S. 320-321 und die dort angegebenen Quellen.

⁸ Vgl. EL-ARIDI, M. (2007), S. 173; HINNE, C. (2008), S. 89; KLOPFER, K. (2008), S. 1; STEGMANN, R. (2002), S. 2.

⁹ Vgl. KITCHING, J. (1973); MÖLLER, W.-P. (1983); PORTER, M. E. (1987); HOFFMANN, J. (1989); VISCIO ET AL. (1999); JANSEN, S. A. (2001), S. 244; LUCKS, K. / MECKL, R. (2002), S. 11; GERPOTT, T. J. (1993), S. 399 ff.; COLEY, S. C. / REINTON, S. E. (1988), S. 29 f.; OLEOWNIK, S. / BUßMANN M. (2002), S. 244.

¹⁰ Vgl. ACHENBACH, S. H. (2003), S. 11; SPILL, J. (2007), S. 1-6.

¹¹ Vgl. z.B. TÖPFER, A. (2000).

darstellen.¹² Dies spiegelt sich u.a. auch in der Vielzahl der Studien zu M&A wider. Bei der Betrachtung bisheriger Untersuchungen zum Transaktionserfolg von Mergers & Acquisitions fällt aber auf, dass sich die Studien zum einen auf die Betrachtung bestimmter Aspekte, wie z.B. zeitliche und geografische Bezogenheit beschränken. Zum anderen, dass die überwiegende Zahl der Studien hauptsächlich Analysen der Werteffekte der Zielunternehmen und des Combined Entities zum Inhalt haben und nur vergleichsweise selten die Auswirkungen auf die Erwerberunternehmen Gegenstand der Untersuchungen sind. In erster Linie sind es aber die Käuferunternehmen, die bei dem Versuch mit M&A-Transaktionen ihr Unternehmen an die sich verändernden Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen anzupassen, um ihre Wirtschaftskraft zu erhalten bzw. zu stärken, Misserfolge in Form einer Verringerung ihres Shareholder Values generieren. Vor diesem Hintergrund ist es das Ziel dieser Arbeit, durch die Identifizierung von externen Erfolgsfaktoren einen Beitrag zur Verbesserung der Erfolgsquote von Mergers & Acquisitions auf der Erwerberseite zu leisten.

1.3. Aufbau der Arbeit

In ihrem konzeptionellen Aufbau setzt sich die Arbeit aus sieben Kapiteln zusammen, die Reihenfolge der Kapitel ist hierarchisch mit zunehmender Gewichtung strukturiert. Kapitel zwei bis vier bilden dabei das theoretische Fundament der Arbeit, während das Schwergewicht der Ausarbeitung auf dem fünften und sechsten Kapitel liegt. Dabei bleiben steuerrechtliche Aspekte weitgehend unberücksichtigt.

Kapitel zwei dient der definitorischen Abgrenzung. Zunächst gilt es, den theoretischen Hintergrund des Phänomens „Mergers & Acquisitions“ zu betrachten. Dafür werden Begriffsdefinitionen und Erläuterungen gegeben. Des Weiteren erfolgt eine Auseinandersetzung mit dem Erfolgsbegriff, da sich für diesen bislang in der Literatur zu M&A keine einheitliche Definition finden lässt. Ziel ist es, eine Arbeitsdefinition für Erfolg abzuleiten.

¹² Vgl. HOYNINGEN-HUENE, J. VON (2004), S. 3.

Neben komplexen Dealstrukturen und individuellen Zielsetzungen der beteiligten Unternehmen sind M&A-Transaktionen während des gesamten Transaktionsprozesses einer Vielzahl von Einflussfaktoren ausgesetzt. Die Evaluierung potentieller Erfolgsfaktoren zur Durchführung der eigenen empirischen Untersuchung ist Gegenstand des dritten Kapitels. Dazu werden zunächst die wesentlichen Einflussfaktoren auf Unternehmenstransaktionen anhand bisheriger Kapitalmarktstudien erfasst. In einem zweiten Schritt werden für diese Einflussfaktoren erfolgskritische Aspekte, Risiken, Gefahrenpotenziale, Erfolgsdeterminanten und Korrelationen ergebnisorientiert zusammengetragen, analysiert und interpretiert. Es ist beabsichtigt, die Defizite in der M&A-Forschung darzulegen und die große Diskrepanz zwischen der Erwartungshaltung und dem tatsächlichen Ergebnis aufzuzeigen, um die Relevanz dieser Arbeit zu verdeutlichen. Letztlich sollen das Forschungsziel abgeleitet und potentielle Erfolgsfaktoren ausgewählt werden.

Das vierte Kapitel hat die theoretische Darstellung der Erfolgsmessung zum Gegenstand. Dafür werden zunächst die verschiedenen Methoden zur Erfolgsmessung von Unternehmenstransaktionen und die jeweiligen Erfolgsmaßstäbe gegenübergestellt. Es wird gezeigt, dass für die Zielsetzung dieser Arbeit die kapitalmarktorientierte Methode am besten geeignet erscheint. Daran anschließend erfolgt die Ableitung des Untersuchungsaufbaus entsprechend der Event Study-Methodik. Nach Darstellung der Kapitalmarkteffizienz werden die Verfahren zur Berechnung von tatsächlicher und erwarteter Rendite beschrieben. Anschließend werden die weiteren Determinanten der empirischen Untersuchung spezifiziert und entsprechende Testverfahren zur Signifikanzprüfung vorgestellt.

In Kapitel fünf erfolgt die empirische Analyse dieser Arbeit, in der der Erfolg von M&A anhand ereignisinduzierter Renditen bestimmt wird. Zunächst erfolgt jedoch die Bestimmung und Abgrenzung der Datengrundlage. Eine Beschreibung der Analysestichprobe anhand der in Kapitel drei abgeleiteten möglichen Erfolgsfaktoren schließt sich an. Um die Misserfolgsquote zukünftiger Unternehmenstransaktionen senken zu können, gilt es, die Faktoren, die den Erfolg von M&A beeinflussen, aufzudecken und ihren Einfluss auf den Erfolg zu messen.

Davon ausgehend werden in Kapitel sechs die identifizierten Erfolgsfaktoren miteinander kombiniert, um die Einflussnahme anderer Faktoren möglichst zu eliminieren und Handlungsempfehlungen zur Realisierung der gewünschten Ergebnisse bei M&A-Transaktionen für die Unternehmenspraxis formulieren zu können.

Im siebten Kapitel werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst und Anregungen für die weitere Forschung auf dem Gebiet von Mergers & Acquisitions gegeben.

2. Begriffsabgrenzungen

In diesem Kapitel erfolgen für die Begriffe „Mergers & Acquisitions“ und „Erfolg“ die nötigen definitorischen Abgrenzungen und Konkretisierungen.

2.1. Mergers & Acquisitions

Mergers & Acquisitions werden als „Königsdziplin“ oder auch als „Big Business“ bezeichnet¹³, was schon erahnen lässt, dass es sich um ein sehr komplexes und vielschichtiges Instrumentarium handelt, das so umfang- und facettenreich ist, wie die Literatur, die dazu verfasst worden ist. Daher gilt es, zunächst den Terminus der „Mergers & Acquisitions“ inhaltlich zu erschließen und ihre Erscheinungsformen voneinander abzugrenzen. Darauf folgend werden die historische Entwicklung, der idealtypische Transaktionsverlauf und die verschiedenen Motive für Unternehmenstransaktionen dargestellt.

2.1.1. Der Begriff Mergers & Acquisitions

Während der Begriff Mergers & Acquisitions in den USA hinreichend bestimmt ist und viele landesspezifische Publikationen, Leitfäden und Lehrbücher vorliegen, wurde dieses Phänomen in Deutschland erst zu Beginn der 1980er-Jahre wissenschaftlich intensiver aufgearbeitet.¹⁴ Das Begriffspaar „Mergers & Acquisitions“ hat sich zwar inzwischen im Bereich Wirtschaft im deutschen Sprachgebrauch etabliert¹⁵, eine einheitliche Übersetzung im deutschsprachigen Raum ist dennoch nicht vorhanden.¹⁶ Häufig benutzte Termini sind z.B. Unternehmenszusammenschluss, Unternehmensübertragung, Unternehmensfusion, Akquisition oder Unternehmensübernahme.¹⁷ Eine mögliche Begründung hierfür könnte in einer fehlenden Definition des Unternehmensbegriffs nach deutschem Recht liegen.¹⁸ In diesem Zusammen-

¹³ Vgl. JANSEN, S.A. (2008), S. 1.

¹⁴ Vgl. JANSEN, S.A. (2001), S. 43.

¹⁵ Vgl. PICOT, G. (2005A), S. 20.

¹⁶ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 11; ACHLEITNER, A.-K. ET AL. (2004), S. 478; PICOT, G. (2002), S. 19.

¹⁷ Vgl. JANSEN S.A. (2004), S. 44.

¹⁸ Vgl. PICOT, G. (2002), S. 15.

hang definiert das deutsche Umsatzsteuergesetz in § 2 Absatz 1 diesen Begriff wie folgt: „Das Unternehmen umfasst die gesamte gewerbliche oder berufliche Tätigkeit des Unternehmers.“ E. PAUSENBERGER wie auch N. TRÖGER sehen die Ursache eher darin begründet, dass die jeweilige Definition im Kontext des entsprechenden Untersuchungsziels erfolgen soll.¹⁹ Aus diesem Grund wurde, wie bereits erwähnt, der angloamerikanische Terminus analog in den deutschen Sprachgebrauch übernommen. In Deutschland wird zum besseren Verständnis oft das Entscheidungskriterium der rechtlichen Selbstständigkeit herangezogen um zwischen Merger (Fusion) und Acquisition (Übernahme) zu unterscheiden. Bleibt die rechtliche Selbstständigkeit der beteiligten Unternehmen bestehen, wird von einer Übernahme gesprochen.²⁰ Bei einer Fusion dagegen erfolgt neben einer wirtschaftlichen auch eine rechtliche Vereinigung der beteiligten Unternehmen.²¹ Das bedeutet, dass bei mindestens einem der beteiligten Unternehmen neben dem Verlust der wirtschaftlichen Selbstständigkeit auch die Rechtspersönlichkeit zugunsten einer rechtlichen Einheit aufgegeben wird.²² In der Literatur wird je nach Sichtweise zwischen einer eng gefassten und einer weit gefassten Definition des M&A-Begriffs unterschieden:

H. CLEVER ist ein Verfechter des eng gefassten M&A-Begriffs. Seiner Meinung nach ist ausschließlich der ganze oder teilweise Erwerb (mehr als 50 % des Eigenkapitals) von Unternehmen durch andere Unternehmen unter diesem Begriff zu verstehen.²³

Für K. LUCKS / R. MECKL zählen diesbezüglich Transaktionen, bei denen das Renditemotiv im Vordergrund steht und die keine strategische Ausrichtung besitzen, nicht zu den M&A-Aktivitäten.²⁴

A.-K. ACHLEITNER schließt sich in der Hinsicht K. LUCKS / R. MECKL an; ihrer Meinung nach umfasst der M&A-Begriff keine Transaktionen, die nicht strategisch induziert sind, sondern nur als Finanzanlage dienen. Des Weiteren unterscheidet sie selbst zwischen M&A im engeren und weiteren Sinn. Nur Fusionen (Mergers) und

¹⁹ Vgl. PAUSENBERGER, E. (1989), S. 624; TRÖGER, N. (2003), S. 11.

²⁰ Vgl. STEGMANN, R. (2002), S. 3 f.

²¹ Vgl. WÖHE, G. / DÖRING, U. (2008), S. 255.

²² Vgl. WIRTZ, B. (2003), S. 16.

²³ Vgl. CLEVER, H. (1993), S. 8.

²⁴ Vgl. LUCKS, K. / MECKL, R. (2002), S. 24.

Akquisitionen (Acquisitions) werden von der engeren Ausrichtung umfasst. Die weiter gefasste Form schließt die Bildung Strategischer Allianzen²⁵ mit ein.²⁶

Nach G. PICOT lässt sich die M&A-Definition am besten mit den deutschen Begriffen der „Unternehmenszusammenschlüsse und Unternehmensübernahmen“ charakterisieren.²⁷ G. PICOT verwendet den Begriff der Mergers & Acquisitions ähnlich wie T. E. COPELAND²⁸ und P. A. GAUGHAN²⁹ in einer weit gefassten angloamerikanischen Sichtweise, die u.a. die in TABELLE 1 aufgeführten Ausprägungen beinhaltet. Auffällig daran und typisch für den angloamerikanischen Gebrauch des Begriffspaares „Merges & Acquisitions“ ist die umfassende Einbeziehung mehrerer Bedeutungen.³⁰

Für die Untersuchungen dieser Arbeit sind die Kapitalmarktreaktionen in Form von Wertpapierrenditen von großer Bedeutung. Der eng gefasste M&A-Begriff würde diesem nicht genügend Rechnung tragen, da davon auszugehen ist, dass gerade die durch Finanzinvestoren induzierten M&A-Transaktionen einen erheblichen Effekt auf die Höhe des M&A-Volumens gehabt haben. Dieses gilt besonders für die letzten Jahre. Aufgrund der Beschränkung auf den Renditeaspekt ist auch die Definition von K. LUCKS / R. MECKL als Grundlage für diese Arbeit ungeeignet.

²⁵ Vgl. FN. 34.

²⁶ Vgl. ACHLEITNER A.-K. (2001), S. 141 f.

²⁷ Vgl. PICOT, G. (2002), S. 19.

²⁸ Vgl. COPELAND, T. E. ET AL. (2002), S. 419 f.

²⁹ Vgl. GAUGHAN, P. A. (1999), S. 3 f.

³⁰ Vgl. SCHMIDT, K. (2003), S. 154.

Ausprägungen von Mergers & Acquisitions ³¹	
Begriff	Kurzerläuterung
Unternehmenskauf/-verkauf	Erwerb bzw. Veräußerung von Unternehmen oder Unternehmensteilen, so dass das erworbene Unternehmen seine wirtschaftliche und rechtliche Selbstständigkeit zum Teil oder vollkommen aufgibt. ³²
Fusion	Verschmelzung von zwei oder mehr Unternehmen unter Aufgabe ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Selbstständigkeit zu einer neuen Gesellschaft. ³³
Kooperation	Zusammenarbeit zwischen min. zwei meist rechtlich und wirtschaftlich selbstständigen Unternehmen zur Steigerung der gemeinsamen Wettbewerbsfähigkeit. Dabei werden verschiedene Formen ³⁴ unterschieden. ³⁵
Tender Offer	Ein direkt an die Aktionäre gerichtetes monetäres Angebot mit oder ohne Zustimmung des Vorstands. ³⁶
Unternehmenssicherung/-nachfolge	Klassische Nachfolgeregelung, vor allem in Familienunternehmen, bei der die Unternehmensführung von dem Altinhaber/-gesellschafter an die nächste Generation weiter gereicht wird. ³⁷
Private Equity Beteiligung	Beteiligung einer Private Equity Gesellschaft an einem Unternehmen durch die Bereitstellung von durch Fonds gewährtes Kapital. ³⁸
Management Buy-Out (MBO) und Management Buy-In (MBI)	Die Übernahme des Unternehmens durch das eigene Management (MBO) ³⁹ oder eines externes Management (MBI). ⁴⁰
Leveraged Buy Out (LBO)	Eine besondere Finanzierungsstruktur bei einer Übernahme, bei der sich der neue Eigentümer erheblich durch Fremdkapital finanziert. ⁴¹
Spinoffs	Eine für Aktionäre wertneutrale Ausgliederung von Unternehmensbereichen, die rechtliche selbstständig werden, aber im Besitz des Mutterunternehmens bleiben. ⁴²
Börsengang/ Initial Public Offering (IPO)	Neuemission von Aktien bislang nicht börsennotierter Unternehmen. ⁴³

TABELLE 1: Ausprägungen von Mergers & Acquisitions

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG

³¹ Auf die ausführliche Erläuterung der aufgeführten Arten von M&A wird verzichtet und stattdessen auf die vorhandene Literatur verwiesen. Vgl. z.B. SCHUBERT, W. / KÜTING, K. (1981), S. 92-331.

³² Vgl. LUCKS, K. / MECKL, R. (2002), S. 24.

³³ Vgl. BEYER, H.-T. / BESTMANN, U. (1989), S. 114.

³⁴ Z.B. Strategische Allianz oder Joint Venture. Die Strategische Allianz ist eine Kooperationsform, bei der rechtlich und wirtschaftlich selbstständige Unternehmen aus meist unterschiedlichen Wertschöpfungsketten in bestimmten Geschäftsfeldern durch gemeinsam getroffene Entscheidungen koordiniert agieren und dadurch langfristig Wettbewerbsvorteile anstreben. Vgl. VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002), S. 14-15. Bei einem Joint Venture gründen min. zwei voneinander unabhängige Unternehmen, ein Gemeinschaftsunternehmen, mit dem Ziel, die gemeinsamen Aufgaben im Interesse der beteiligten Unternehmen durchzuführen. Vgl. HÜNERBERG, R. (1994), S. 130.

³⁵ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 23.

³⁶ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 93.

³⁷ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 10-11.

³⁸ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 11.

³⁹ Vgl. BÜSCHGEN, H. (2001), S. 982.

⁴⁰ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 11.

⁴¹ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 13-14.

⁴² Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 93.

⁴³ Vgl. BÜSCHGEN, H. (2001), S. 769; LINDER, H. / TIETZ, V. (2008), S. 146.

2.1.2. Der Markt für Mergers & Acquisitions

Mergers & Acquisitions sind nicht erst ein Phänomen des späten 20. Jahrhunderts. Die Entwicklung des M&A-Marktes lässt sich bereits seit dem Ende des 19. Jahrhunderts verfolgen und unterliegt starken zyklischen Schwankungen, die sich vor dem Hintergrund der verschiedenen Motive, die mit der Durchführung einer M&A-Transaktion verbunden werden, und mit sich ständig ändernden mikro- und makro-ökonomischen Rahmenbedingungen erklären lassen. Daneben sind auch die Entwicklungen des rechtlichen Umfeldes ein entscheidender Einflussfaktor.⁴⁴ In Deutschland, wie auch generell in Europa, beschäftigt sich die betriebswirtschaftliche und empirische Forschung erst seit Anfang der 1980er Jahre intensiver mit dem Phänomen der Mergers & Acquisitions.⁴⁵ Um einen historischen Blick auf das Thema M&A werfen zu können, muss der amerikanische Markt analysiert werden, „der die Wiege von M&A darstellt“⁴⁶ und eine klare Vorläuferfunktion für die Entwicklung in Europa besitzt.⁴⁷ Aus diesem Grund und mangels quantitativer Daten über den M&A-Markt in Deutschland und Europa wird daher i.d.R. standardmäßig die historische Entwicklung des M&A-Marktes am Beispiel der USA verdeutlicht.⁴⁸ Dabei lässt sich das zyklische Verhalten besonders gut anhand sog. M&A-Wellen (*Merger Waves*)⁴⁹ aufzeigen. Bis heute lassen sich, wie in der nachstehenden ABBILDUNG 1 dargestellt, sechs M&A-Wellen identifizieren.⁵⁰ Jede der dort dargestellten Wellen, ist aufgrund der sich ständig ändernden ökonomischen und rechtlichen Faktoren durch eine eigene strategische Zielsetzung bedingt.

⁴⁴ Vgl. ACHLEITNER, A.-K. (2002), S. 146.

⁴⁵ Vgl. UNTERREITMEIER, A. (2004), S. 3.

⁴⁶ MÜLLER-STEWENS, G. (2000), S. 12.

⁴⁷ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. (2000), S. 12.

⁴⁸ Erst seit dem Inkrafttreten der Meldepflicht für Unternehmenszusammenschlüsse in Deutschland im Jahr 1973 und der Einführung der Meldepflicht für Unternehmenszusammenschlüsse der EU im Jahr 1989 werden Zeitreihen zur Entwicklung der M&A-Aktivitäten für Deutschland bzw. Europa erstellt. Vgl. BUBIK, M. (2005), S. 21.

⁴⁹ Für Arbeiten, in denen versucht wurde, die Akquisitionswellen voneinander abzugrenzen, vgl. bspw. STEINER, P. O. (1977); SALTER, M. S. / WEINHOLD, W. A. (1979); DAVIDSON, K. M. (1985); COOKE, T. E. (1986).

⁵⁰ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 60.

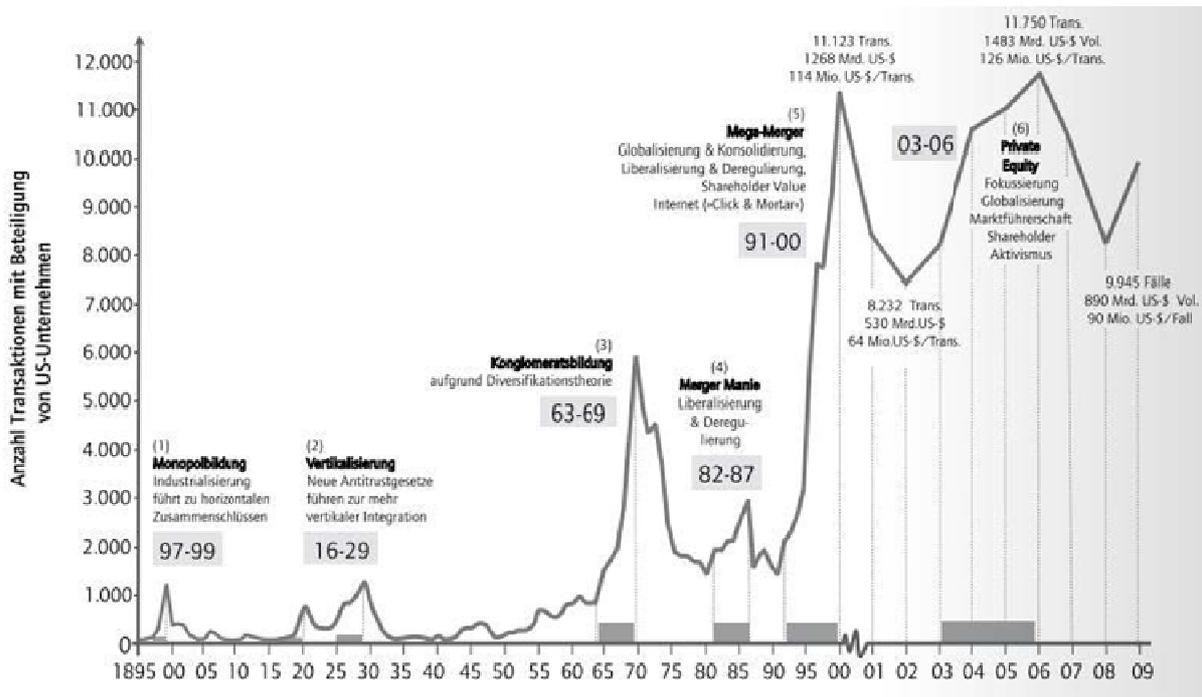


ABBILDUNG 1: Historische Fusionswellen in den USA

Quelle: MÜLLER-STEWENS, G. (2010), S. 16.

2.1.2.1. Historische Entwicklung des M&A-Marktes

Einen inhaltlichen Überblick über die einzelnen M&A-Wellen gibt die nachstehende TABELLE 2. Die jeweiligen Voraussetzungen für jede der Wellen sind differenzierbar, aufgrund dessen jede von ihnen ihre ganz individuelle Charakteristik aufweist.⁵¹

⁵¹ Vgl. KUMMER, C. (2005), S. 135.

M&A-Wellen			
Welle	Zeitraum	Strategische Zielsetzung	Endereignis
1. Welle	1897-1904	Vermeidung von Überkapazitäten und Preisverfall durch horizontale Zusammenschlüsse ⁵² ; Aufbau von Trusts	Börsencrash des Jahres 1904
2. Welle	1916-1929	Vertikale Integration; Streben nach marktbeherrschender Position und Kontrolle des gesamten Produktzyklus	„Black Thursday“ ⁵³
3. Welle	1965-1969	Entstehung großer Konglomerate aufgrund der populär gewordenen Diversifikationstheorie ⁵⁴	Einführung des Tax Reform Act, Einbruch der Aktienmärkte
4. Welle	1984-1989	„Merger Mania“ - Strategische M&A-Transaktionen: Konzentration auf das Kerngeschäft, Erschließung neuer Synergien	Starke Kurseinbrüche an der Börse
5. Welle	1993-2000	Globale Mega-Deals: Fortschreitende digitale Globalisierung, Schaffung des europäischen Binnenmarkts, zunehmend wertorientierte Unternehmensführung	Platzen der New Economy Blase
6. Welle	2003-2009	Unabhängig von der Unternehmensgröße; Wachstumsmotive, wie die Erhaltung von Marktanteilen, die Erschließung neuer Märkte sowie der Erwerb von Kompetenzen	Subprimekrise

TABELLE 2: Übersicht M&A-Wellen⁵⁵

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG mit Ergänzungen nach JANSEN, S. A. / MÜLLER-STEWENS, G. (2000), S. 49; PICOT, G. (2008) S. 8.

2.1.2.1.1. Erste Welle: Industrielle Revolution

Die erste M&A-Welle ist auf die Industrielle Revolution zurückzuführen und fand von 1897 bis 1904 statt. Mit der Einführung neuer Produktionstechniken und Materialien und der sich verbreitenden Nutzung von Dampfkraft und Elektrizität, durch die höhere Skalenerträge generiert wurden, kam es zu Überkapazitäten und einem intensiven Preiswettbewerb zwischen den Unternehmen.⁵⁶ Auch der Ausbau des Verkehrswesens führte zu einer Verschärfung des Wettbewerbs und damit zu einem

⁵² Vgl. KAPITEL 3.1.2.1.

⁵³ Der 24.10.1929 wird wegen des folgenreichsten Börsencrashes in der Geschichte Amerikas im Allgemeinen als Black Thursday bezeichnet und gilt als Auslöser der Weltwirtschaftskrise. In Europa wird dieses Ereignis als Schwarzer Freitag bezeichnet, begründet durch die Zeitverschiebung.

⁵⁴ Die Diversifikationstheorie ist auf die von H. M. MARKOWITZ in den 1950iger Jahren entwickelte Portfoliotheorie zurückzuführen. Die Portfoliotheorie besagt, dass die größten Marktchancen bei den Unternehmen liegen, die ein diversifiziertes Portfolio aufweisen. Das Risiko kann dadurch minimiert und ein konstanter Cash Flow erzielt werden. Vgl. ELTON, E. J. / GRUBER, M. J. (1995), S. 128 ff.

⁵⁵ Über den europäischen Markt gibt es erst seit den 1980er Jahren vergleichsweise verlässliche Daten. Die Darstellung erfolgt daher im Wesentlichen auf Basis amerikanischer Forschung.

⁵⁶ Vgl. KLEINERT, J. / KLODT, H. (2002), S. 28.

Anstieg der M&A-Transaktionen.⁵⁷ Ein weiterer Treiber der ersten M&A-Welle ist in dem Sherman Antitrust Act⁵⁸ von 1890 zu sehen. Während der ersten Fusionswelle, die mit dem Börsencrash des Jahres 1904 endete⁵⁹, schlossen sich in den USA ca. 1.800 Unternehmen zu 157 Unternehmen zusammen⁶⁰, wobei ungefähr 2.700 M&A-Transaktionen durchgeführt wurden.⁶¹ Dabei kam es hauptsächlich zu horizontalen Zusammenschlüssen⁶² in den Bereichen Stahl, Telekommunikation, Erdöl und Eisenbahn.⁶³

2.1.2.1.2. Zweite Welle: Vertikale Integration

Auf die Optimierung der Wertschöpfungskette⁶⁴ und die Entstehung neuer Organisationsformen ist die zweite Welle von 1916-1929 zurückzuführen.⁶⁵ Zukäufe von vor- und nachgelagerten Unternehmen führten zu einer vertikalen Integration der Wirtschaft.⁶⁶ Die zweite Welle endete mit dem „Black Thursday“⁶⁷ und der sich daran anschließenden Weltwirtschaftskrise.⁶⁸

2.1.2.1.3. Dritte Welle: Konglomerate Diversifikation

Die dritte M&A-Welle begann 1965 und endete 1969. Diese Welle war vor allem durch die in den sechziger Jahren populär gewordene Diversifikationstheorie⁶⁹ geprägt. Dies führte zu riesigen Konglomeraten; Unternehmen aus unterschiedlichen Industrien und Branchen mit heterogenen bzw. antizyklischen konjunkturellen

⁵⁷ Vgl. CHANDLER, A. D. (1990), S. 132.

⁵⁸ Der Sherman Antitrust Act untersagte Absprachen zwischen Unternehmen. Er ermöglichte jedoch die Zusammenführung von Quasi-Monopolen mit Marktanteilen von 50 % bis 90 %. Durch die Emission von Aktien entstanden große Unternehmen wie die U.S. Steel Corporation, American Tobacco und Eastman Kodak. Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 63.

⁵⁹ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 8.

⁶⁰ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

⁶¹ Vgl. KUMMER, C. (2005), S. 136.

⁶² Vgl. KAPITEL 3.1.2.1.

⁶³ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

⁶⁴ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 288.

⁶⁵ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

⁶⁶ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. (2000), S. 13.

⁶⁷ Vgl. zu Black Thursday FN. 53.

⁶⁸ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 63.

⁶⁹ Vgl. zur Diversifikationstheorie FN. 54.

Abhängigkeiten fusionierten.⁷⁰ Infolge des Börsencrashes und der Erdölkrise endete diese Transaktionswelle.⁷¹

2.1.2.1.4. Vierte Welle: Liberalisierung und Deregulierung

Die vierte M&A-Welle erreichte ihren Höhepunkt zwischen 1984 und 1989. Bei dieser Welle trieben erstmals auch finanzwirtschaftliche Überlegungen die Transaktionsaktivität.⁷² Eine wichtige Rolle in den USA spielte hierbei die steuerliche Begünstigung von Fremdkapital- gegenüber Eigenkapitalfinanzierung.⁷³ Aufgrund dieser Begünstigung wurden die M&A-Transaktionen durch den Einsatz von Fremdkapital finanziert und der Leverage-Effekt⁷⁴ vermehrt ausgenutzt.⁷⁵ Zudem wurde die Diversifikationstheorie⁷⁶ zunehmend kritisch betrachtet. Weitere Gründe für den M&A-Boom waren die ersten Anzeichen einer Internationalisierung von amerikanischen Unternehmen, die mit ausländischen Unternehmen fusionierten und die Liberalisierung der Staatsunternehmen.⁷⁷ Ihr Ende fand die vierte Welle, die auch unter dem Begriff „Merger Mania“ ins Bewusstsein der Öffentlichkeit gelangt war⁷⁸, mit dem Kollaps des High Yield Bonds-Marktes.⁷⁹

⁷⁰ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 8.

⁷¹ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

⁷² Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

⁷³ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 63.

⁷⁴ Der Leverage-Effekt ist für die vorliegende Arbeit nur von geringer Relevanz. Daher wird auf eine umfassende Darstellung dieses Themenbereiches verzichtet und stattdessen auf die vorhandene Literatur verwiesen. Vgl. bspw. MODIGLIANI, F. / MILLER, M. H. (1958).

⁷⁵ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

⁷⁶ Die durch die Diversifikationstheorie geschaffenen Konglomerate waren an der Börse unterbewertet. Dementsprechend war der Wert der einzelnen Unternehmensteile höher als der des Gesamtunternehmens. Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509. Aus diesem Grund wurde eine Fokussierung auf das Kerngeschäft angestrebt, indem Nischenbereiche abgestoßen und die Erträge in das jeweilige Kerngeschäft investiert wurden. Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 63. Dieses machten sich auch Investoren zu Nutze, die Unternehmen, die als unterbewertet betrachtet wurden, erwarben, nach der Übernahme in verschiedene attraktive Geschäftsbereiche aufgeteilt und mit einem Mehrwert veräußerten (sog. Arbitrageure oder Corporate Raider). Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 288.

⁷⁷ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 63.

⁷⁸ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. (2000), S. 13.

⁷⁹ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 510.

2.1.2.1.5. Fünfte Welle: New Economy Boom

Der Treiber für den rasanten Anstieg des weltweiten Transaktionsvolumens⁸⁰ der fünften Welle um die Jahrtausendwende (1993-2000) kann speziell in dem Aufschwung neuer Technologien und Märkte („New Economy“) gesehen werden. Charakteristika dieser M&A-Welle waren eindrucksvolle Börsengänge⁸¹, wie z.B. der Infineon Technologies AG (Technologiebranche) im März 2000 oder der AT&T Wireless Services Inc. (Telekommunikationsbranche) im April 2000 und Megatransaktionen, wie bspw. die Übernahme von Time Warner durch AOL für 165 Mrd. US-Dollar im Jahr 2000. Dabei war der Aktientausch⁸² die dominierende Transaktionsart.⁸³ Weitere Treiber waren zum einen die fortschreitende Globalisierung mit ihren grenzüberschreitenden Transaktionen und zum anderen die Fokussierung auf den Shareholder Value⁸⁴.⁸⁵ Das Platzen der Internetblase im Jahr 2000, welches zu einem Crash der Aktienmärkte führte⁸⁶ und die Anschläge des 11. September 2001⁸⁷ beendeten die fünfte M&A-Welle.⁸⁸

2.1.2.1.6. Die sechste Welle: Industriekonsolidierung

Die sechste M&A-Welle, die von 2003 bis 2009 zu beobachten war, erreichte mit einem weltweiten Transaktionsvolumen in Höhe von 4.509 Mrd. US-Dollar⁸⁹ im

⁸⁰ Weltweit wurden im Jahr 2000 ca. 36.700 Fusionen im Wert von über drei Mrd. US-Dollar registriert. Vgl. JANSEN, S. A. (2001A), S. 4.

⁸¹ Vgl. HINNE, C. (2008), S. 28.

⁸² Mehr als 60 % der Transaktionen wurden als reine Aktientransaktionen durchgeführt. Vgl. ECKER, M. (2008), S. 511.

⁸³ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 510.

⁸⁴ Der Shareholder Value-Ansatz kann als ein Ansatz zur Unternehmenssteuerung gesehen werden, der sich auf die Interessen der Eigentümer eines Unternehmens fokussiert. Unternehmen werden nach dem Shareholder Value-Ansatz danach beurteilt, inwieweit es ihnen gelingt, den Unternehmenswert für ihre Anteilseigner zu steigern. Vgl. für weiteres RAPPAPORT, A. / KLIEN, W. (1999). Dem strategischen Ziel der Maximierung des Shareholder Values folgend kam es zu einer verstärkten Konzentration auf die Kernkompetenzen der Unternehmen und das besiegelte letztendlich das Scheitern der Diversifikationstheorie. Vgl. BUBIK, M. (2005), S. 242 f.

⁸⁵ Vgl. JANSEN, S. A. (2001), S. 4.

⁸⁶ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 288-289.

⁸⁷ Vgl. VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002), S. 29; ECKER, M. (2008), S. 510.

⁸⁸ Vgl. KUMMER, C. (2005), S. 145.

⁸⁹ Laut Financial Times Deutschland hat Europa im Jahr 2007 die USA im Geschäft mit M&A zum ersten Mal übertroffen. Vgl. BARTZ, T. (2008), S. 17.

Rekord-Jahr 2007 ihren Höhepunkt.⁹⁰ Das treibende Thema war zumeist Industriekonsolidierung.⁹¹, aber auch das deutliche vermehrte Auftreten von Finanzinvestoren⁹² war ein Charakteristikum dieser Welle.⁹³ Auffällig war, dass erstmalig nicht nur Unternehmen aus Industrienationen am M&A-Geschäft teilnahmen, sondern auch Unternehmen aus Entwicklungsländern, wie Mexiko und Indien, beteiligt waren. Zudem wurden, im Vergleich zur fünften Welle, mehr als 80 % aller Transaktionen bar bezahlt und nur ein geringer Teil wurde als Aktientausch durchgeführt.⁹⁴ Das Ende dieser Welle vollzog sich in zwei Schritten: Mit dem Platzen der Kreditblase im Sommer 2007 sank das Volumen der Transaktionen bereits um ca. 25-30 %. Auf diesem Niveau konnte sich das Transaktionsvolumen bis September 2008 halten, brach aber unmittelbar nach dem Konkurs von Lehman Brothers völlig zusammen⁹⁵, ebenso wie die Aktienmärkte weltweit.⁹⁶

2.1.2.1.7. Zusammenfassende Betrachtung

Neben dem Markt für Produkte und Dienstleistungen hat sich im Laufe der Zeit ein Weltmarkt für Unternehmen gebildet.⁹⁷ Somit haben sich nicht nur die Produkte der Unternehmen, sondern die Unternehmen selbst zu einer Ware entwickelt, welche auf den internationalen Märkten gehandelt werden.⁹⁸ Obwohl sich jede der in den vorherigen Kapiteln aufgezeigten Fusionswellen von den anderen in ihrer Größe und strategischen Zielsetzung abgrenzt, lässt sich folgendes beobachten:

⁹⁰ Vgl. TSCHÖKE, K. / CSANAD, D. (2008), S. 136. Die M&A-Gesamtvolumina aus dem Jahr 2000 wurde damit um mehr als 36 % übertroffen. Vgl. ECKER, M. (2008), S. 510.

⁹¹ 70 % der M&A-Transaktionen konnten als Konsolidierungstransaktion qualifiziert werden. Ziel war es, Marktanteile auszubauen um sich global positionieren zu können. Vgl. ECKER, M. (2008), S. 511-512.

⁹² Die expansive Geldpolitik sämtlicher westlicher Zentralbanken nach dem 11.09.2001 mit historisch niedrigen Zinsen führte dazu, dass Finanzinvestoren zu wichtigen Akteuren im M&A-Geschehen wurden. Der Anteil von Finanzinvestoren erreichte im zweiten Quartal 2007 mit 24 % des Gesamttransaktionsvolumens den Höchststand. Vgl. ECKER, M. (2008), S. 512.

⁹³ Vgl. PFUNDT, D. / ROSEN, R. VON (2008), S.152; ECKER, M. (2008), S. 510-512.

⁹⁴ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 511-512.

⁹⁵ Vgl. ECKER, M. (2010), S. 19.

⁹⁶ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. (2009).

⁹⁷ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 2.

⁹⁸ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 45.

- Die Dauer einer Welle (von der Talsohle bis zum Höhepunkt) beträgt in der Nachkriegszeit bislang sechs bis neun Jahre.⁹⁹
- Sowohl die Anzahl an Transaktionsaktivitäten¹⁰⁰, als auch das Volumen der M&A-Aktivitäten¹⁰¹, steigt mit jeder Fusionswelle kontinuierlich an.
- Die Frequenz der Wellen nimmt offenbar zu, d.h. sie treten häufiger auf (vgl. TABELLE 2).¹⁰²
- Die Wellen oszillieren immer stärker, d.h. der Abstand zwischen Höchst- und Tiefstpunkt wird tendenziell größer.¹⁰³
- Jede Fusionswelle wird durch eine dahinter liegende General Management Logik getrieben.¹⁰⁴

Des Weiteren wurden in Studien der Zusammenhang zwischen Aktienmärkten und Fusionswellen analysiert. Als Resultat konnte festgestellt werden, dass ein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktienmärkte und der Entwicklung der globalen M&A-Volumina besteht. In der Historie nahmen die globalen M&A-Aktivitäten bei steigenden Aktienmärkten beachtlich zu.¹⁰⁵ Eine mögliche Begründung für den positiven Zusammenhang zielt auf Fehlbewertungen am Aktienmarkt ab. Hierbei nutzen rationale Manager die Fehlbewertungen zu ihren Gunsten aus, indem sie vermehrt M&A-Transaktionen für ihr Unternehmen durchführen.¹⁰⁶ Demnach ist es auch nicht überraschend, dass zwischen den M&A-Aktivitäten und dem Wirtschaftswachstum eine starke Korrelation besteht. Eine Abkühlung des Wirtschaftswachstums hat meist unmittelbare Auswirkungen auf die M&A-Aktivitäten.¹⁰⁷

Die auslösenden Treiber der jeweiligen M&A-Wellen konnten aber trotz umfassender empirischer und theoretischer Forschung und zahlreicher Erklärungsansätze nicht

⁹⁹ Vgl. MENZ, M. (2007), S. 30.

¹⁰⁰ Vgl. BUBIK, M. (2005), S. 14.

¹⁰¹ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. (2009).

¹⁰² Vgl. MENZ, M. (2007), S. 30.

¹⁰³ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. (2009).

¹⁰⁴ Vgl. MENZ, M. (2007), S. 30.

¹⁰⁵ Vgl. Shleifer, A. / Vishny, R. W. (2003), S. 19; Rhodes-Kropf, M. / Viswanathan, S. (2004), S. 2685.

¹⁰⁶ Vgl. Gortan, G. et al. (2005), S. 5.

¹⁰⁷ Vgl. Ecker, M. (2010), S. 19.

abschließend identifiziert werden.¹⁰⁸ Da das zyklische Verhalten der M&A-Aktivitäten, welches in den bereits beschriebenen Fusionswellen seinen Ausdruck findet, zudem nicht mehr nur ein rein US-spezifisches Phänomen darstellt, sondern diese M&A-spezifischen Entwicklungen mittlerweile auch auf anderen Kontinenten, wie bspw. Europa, zu beobachten sind, könnte darauf geschlossen werden, dass die globale M&A-Entwicklung nicht zwingend von einem Aufschwung der US-amerikanischen M&A-Aktivität angetrieben werden muss.¹⁰⁹ „Da sich die Mergers & Acquisitions zu einem wichtigen Management-Instrument für das (unorganische) Unternehmenswachstum entwickelt haben, war bereits nach der fünften M&A-Welle nicht mehr mit einem völligen Einbruch zu rechnen, sondern lediglich mit einer starken Abflachung, die sich bei einer erneuten Belebung der Konjunktur und des Kapitalmarktes wieder in einen Anstieg wandeln konnte.“¹¹⁰ Diese Aussage von G. PICOT macht deutlich, dass der Stellenwert von M&A auf Managementebene stark zugenommen hat. Für Unternehmen, deren Strategie auf die Übernahme von Unternehmen ausgerichtet ist, ist eine größere Anzahl von M&A-Transaktionen sowie die kürzeren Abstände zwischen den Fusionswellen sehr vorteilhaft, da damit die Zahl potentieller Übernahmekandidaten zunimmt sowie der Einfluss der Zyklizität im M&A-Markt abnimmt.

Festgehalten werden kann, bezogen auf die aufgezeigten sechs M&A-Wellen, dass es sich dabei um strukturelle Schwankungen handelt, hervorgerufen durch systematische Veränderungen, Änderungen des Regulierungsumfeldes oder durch die, für die jeweilige Zeit, maßgebliche Management-Theorie^{111, 112} Auffallend in diesem Zusammenhang ist, dass die Intervalle der einzelnen Wellen zeitlich gesehen kürzer werden, die Volumina, wie auch die Anzahl der Transaktionen je Welle aber steigen¹¹³, was die Relevanz der Forschung nach den Erfolgsfaktoren von M&A-Transaktionen erneut unterstreicht.

¹⁰⁸ Vgl. ECKER, M. (2008), S. 509.

¹⁰⁹ Vgl. MENZ, M. (2007), S. 13-14.

¹¹⁰ Vgl. PICOT, G. (2005A), S. 9.

¹¹¹ So hat bspw. die Diversifikationstheorie, die dritte Transaktionswelle geprägt. Vgl. KAPITEL 2.1.2.1.3.

¹¹² Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 62.

¹¹³ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 1.

2.1.2.2. Aktuelle Entwicklung des M&A-Marktes

Im Jahr 2009 erzielten M&A durch die anhaltende Finanz- und Wirtschaftskrise das schwächste Ergebnis seit 2004. Das Gesamtvolumen lag bei 2.395,5 Mrd. US-Dollar¹¹⁴, die Anzahl der Transaktionen sank auf 35.998 Deals ab.¹¹⁵ Das Charakteristikum des Jahres 2009 war ein Rekordhoch an sog. Distressed M&A¹¹⁶. Mit dem dritten Quartal 2009 hatte der Abwärtstrend seinen vorläufigen Tiefpunkt erreicht; mit dem vierten Quartal 2009, auf das fast 50 % des Jahresvolumens entfielen, stiegen die M&A-Volumina weltweit stetig an.¹¹⁷

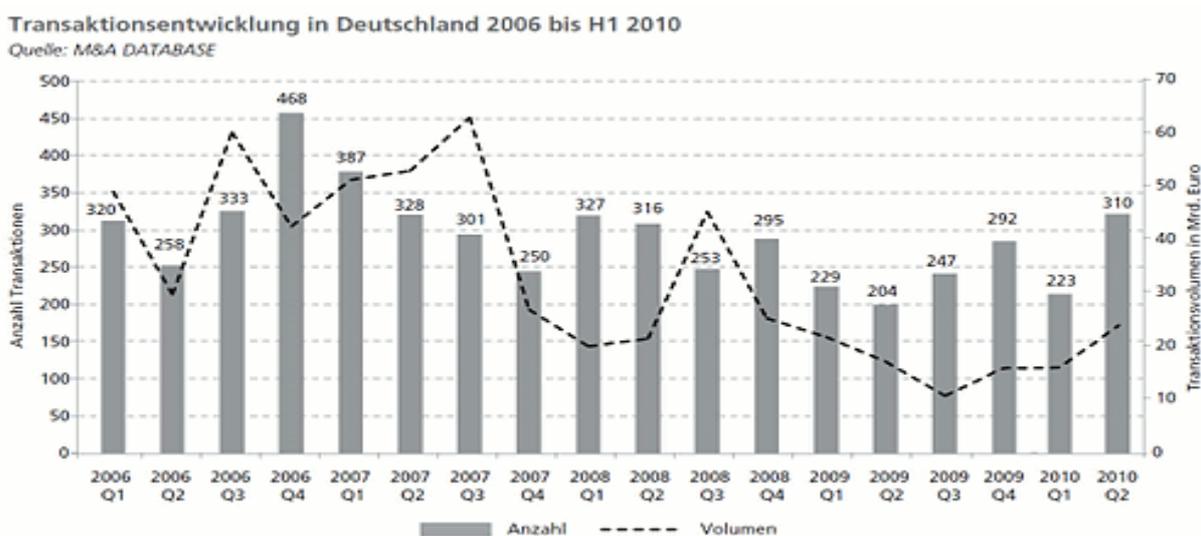


ABBILDUNG 2: Transaktionsentwicklung in Deutschland

Quelle: KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010B), S. 394.

Aus regionaler Sicht waren die USA im Jahr 2009 mit einem Anteil von 32,7 % die weltweit wichtigste M&A-Region. Die größten Verlierer waren Deutschland und Großbritannien, deren Volumen ggü. dem Vorjahr um 46 % schrumpfte. Australien konnte dagegen einen Volumenzuwachs von 84 % verzeichnen und widersetzte sich damit dem Negativtrend. Aus Branchensicht führte trotz der anhaltenden Finanzkrise

¹¹⁴ Im Vergleich zum schon volumenschwachen Jahr 2008 bedeutet dies ein Rückgang um weitere 24 %. Vgl. KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010A), S. 53.

¹¹⁵ Zum Jahr 2008 ist dies ein Rückgang um 13,7 %, vgl. KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010A), S. 53.

¹¹⁶ Darunter ist eine M&A-Transaktionen mit einem Unternehmen in Krisensituation zu verstehen. Die Übernahme erfolgt entweder vor oder nach einer Insolvenz. Vgl. SCHULZ, S. / REICK, P. (2009), S. 14 ff.

¹¹⁷ Diese Trendentwicklung ist der nachstehenden ABBILDUNG 2 am Beispiel Deutschland zu entnehmen. Vgl. KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010A), S. 54.

die Finanzdienstleistungsbranche mit einem Gesamtvolumen von 418,9 US-Dollar die Rangfolge an, gefolgt von den Branchen Öl & Gas und Healthcare.¹¹⁸

Dieser positive Trend setzte sich auch im Jahr 2010 fort. Im ersten Halbjahr 2010 konnte eine Erhöhung des weltweiten Transaktionsvolumens um 13 % im Vergleich zum Jahr 2009 festgestellt werden, womit eine sichtbare Stabilisierung des weltweiten M&A-Markts konstatiert werden kann. Zwar lag das durchschnittliche quartalsmäßige Transaktionsvolumen im Jahr 2007 doppelt so hoch wie im Jahr 2010, dennoch war eine deutliche Aufwärtsbewegung festzustellen.¹¹⁹ Den größten M&A-Markt aus regionaler Sicht bildeten im ersten Halbjahr 2010 weiterhin die USA, trotz eines Volumentrückgangs von 10 % auf 408 Mrd. US-Dollar. Dagegen hatte sich das Volumen in Europa stabilisiert. Es kam zu einem Wachstum von 6 % auf 335,5 Mrd. US-Dollar. Durch starke Zuwächse fielen besonders China, Mexiko, Malaysia und Chile auf.¹²⁰ Als stärkste Branche setzte sich die Telekommunikationsbranche an die Spitze. Die Finanzdienstleistungsbranche wurde im selben Zeitraum auf den vierten Platz verdrängt.¹²¹ Im dritten Quartal des Jahres 2010 konnte eine erneute Steigerung der Volumina verzeichnet werden; im Vergleich zum Vorquartal stiegen die globalen M&A-Aktivitäten um mehr als 20 % auf 572 Mrd. US-Dollar.¹²²

Die zukünftige Entwicklung des M&A-Markts bleibt weiter abzuwarten. Aufgrund der aktuellen Aufwärtsbewegung kann zwar zurzeit noch nicht von einer Trendwende und dementsprechend von einem Aufschwung gesprochen werden - eher von einer Stabilisierung des Marktes - aber das Ende der sechsten M&A-Welle im Jahr 2009 kann konstatiert werden.

¹¹⁸ Vgl. KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010A), S. 54.

¹¹⁹ Vgl. TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2010B), S. 421.

¹²⁰ Vgl. KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010B), S. 393-394.

¹²¹ Vgl. KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010B), S. 394.

¹²² Vgl. TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2010C), S. 597.

2.1.3. Der Transaktionsaktionsprozess

Eine M&A-Transaktion durchläuft einen mehrstufigen Prozess. Ein systematischer M&A-Prozess ist, wie in einer Untersuchung¹²³ auf Basis europaweit durchgeführter Best-Practice-Vergleiche herausgefunden wurde, aufgrund der Komplexität der Wirkungszusammenhänge eine Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche M&A-Transaktion.¹²⁴ In der Literatur herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass dieser Prozess im Wesentlichen in die drei Phasen Planung, Durchführung und Integration unterteilt werden kann.¹²⁵ Einen Überblick über die in der Literatur vertretenen Phasenkonzepte¹²⁶ vermittelt TABELLE 3.

Phasenmodelle				
Jansen	Picot	Middelmann	Dabui	Gomez/Weber
Analyse- und Konzeptionsphase	Vorarbeiten, Studien und Analysen	Industrielles Konzept	Premergerphase	Voraussetzungen schaffen
Transaktionsphase	M&A-Planung	Akquisitionsmanagement	Mergerphase	Kandidaten auswählen
Integrationsphase	Ablaufplanung	Postmerger-Integration	Postmergerphase	Partner evaluieren
				Transaktion durchführen
				Akquisition durchführen

TABELLE 3: Phasenmodelle des M&A-Prozesses

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an HINNE, C. (2008), S. 51.

Der Transaktionsprozess unterliegt keinen festen Regeln, ist in seiner letztendlichen Ausgestaltung sehr vielfältig und wird häufig durch bestimmte Unternehmens- und

¹²³ In der Untersuchung konnte aufgezeigt werden, dass Unternehmen, die eine hohe Erfolgsrate bei M&A-Transaktionen aufweisen, u.a. den standardisierten M&A-Prozess konsequent einhalten. Vgl. WÖHLER, C. / CUMPELIK, C. (2006), S. 455.

¹²⁴ Vgl. HOHNHAUS, W. (2004), S. 52.

¹²⁵ Vgl. WIRTZ, B. W. (2003), S. 94 ff.

¹²⁶ Für weitere Phasenmodelle vgl. z.B. COENENBERG, A. G. / SAUTER, M. T. (1992), S. 194; VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002), S. 114; MÜLLER-STEWENS, G. ET AL. (1999), S. 37; ASHKENAS, R. N. ET AL. (1998), S. 167; GUT-VILLA, C. (1997), S. 38; GRUBE, R. / TÖPER, A. (2002), S. 99; WÖHLER, C. / CUMPELIK, C. (2006), S. 455; GERPOTT, T. J. (1995), S. 880; CLEVER, H. (1993), S. 30; HERZIG, N. / HÖTZEL, O. (1992), S. 295.

Branchenmerkmale modifiziert.¹²⁷ Weitere Faktoren, wie die Größe, die Dringlichkeit, die Motive der Transaktion¹²⁸, die Struktur der Eigner oder die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen haben darüber hinaus Einfluss auf den individuellen Verlauf des M&A-Prozesses.¹²⁹ Die Darstellung der allgemeinen Grundstruktur des Ablaufs einer M&A-Transaktion anhand der drei Phasen¹³⁰ soll zum Verständnis beitragen, ist aber für die weitere Arbeit nur von untergeordneter Relevanz. Stattdessen wird auf die in der Literatur z.T. sehr detaillierten und umfangreichen Ausführungen der einzelnen Tätigkeiten in den jeweiligen Phasen verwiesen.

2.1.3.1. Die Planungsphase

Die Planungsphase untergliedert sich wiederum, wie aus ABBILDUNG 3 ersichtlich wird, in drei Teilphasen: In die Unternehmensanalyse, die Wettbewerbs- und Akquisitionsumfeldanalyse und die Analyse der Motive und Zielsetzungen mit Strategiekonzeption.¹³¹

Vergleichbar mit anderen strategischen Managemententscheidungen steht zu Beginn eines M&A-Vorhabens die Analyse der unternehmenseigenen Ausgangslage.¹³² Mit Hilfe einer sog. Gap-Analyse¹³³, einem klassischen Instrument der strategischen Unternehmensführung, werden verschiedene Bereiche des unternehmerischen Handelns betrachtet.¹³⁴ Hierbei werden sowohl interne als auch externe Perspektiven untersucht. Während sich die externe Analyse mit der Branchen- und Wettbewerbssituation befasst, richtet sich die interne Analyse auf die eigenen Fähigkeiten und unternehmensinternen Ressourcen.¹³⁵ Eine wesentliche Rolle für eine langfristige

¹²⁷ Vgl. PICOT, G. (2008), S. 30.

¹²⁸ Vgl. KAPITEL 2.1.4.

¹²⁹ Vgl. PFUNDT, D. / ROSEN, R. VON (2008), S.165.

¹³⁰ Die Inhalte der einzelnen Phasen verschieben sich zum Teil, je nach Modell und individueller Einteilung der Grenzen durch die jeweiligen Autoren. Zudem ist zu beachten, dass sich die einzelnen Phasen zeitlich überschneiden und nicht streng chronologisch aufeinander folgen. Vgl. JUNG, H. (1993), S. 21.

¹³¹ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 250.

¹³² Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 29.

¹³³ Für weitergehende Informationen zur Gap-Analyse vgl. z.B. PELTIER, T. / RATON, B. (2009); KRECH, J. (2004); WELGE, M. K. / AL-LAHAM, A. (2001).

¹³⁴ Vgl. MACHARZINA, K. / WOLF, J. (2005), S. 322.

¹³⁵ Vgl. WIRTZ, B. W. / SCHILKE, O. (2006), S. 322.

und nachhaltige Unternehmenspolitik nehmen Stärken-Schwächen-Analysen, Erfolgsfaktorenanalysen, Diversifikationstests, Kernkompetenzdefinitionen u.ä. ein.¹³⁶ Das Erkennen der eigenen Stärken und Schwächen eines Unternehmens ist eines der primären Ziele der Unternehmensanalyse.¹³⁷

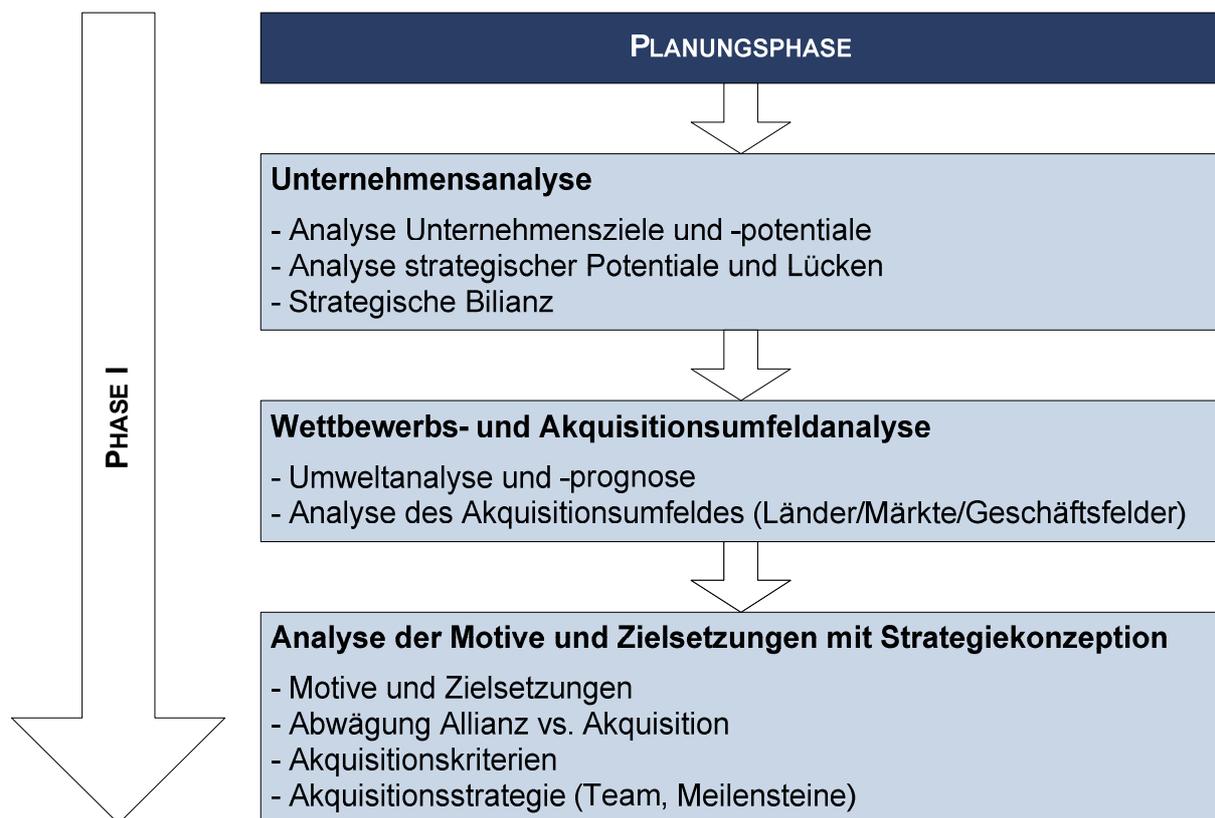


ABBILDUNG 3: Ablauf der Planungsphase

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an JANSEN, S. A. (2008), S. 250.

Der Schwerpunkt der Analyse liegt dabei auf der Bestimmung und Bewertung der eigenen Kernkompetenzen und richtet sich auch auf suggestive Potenziale.¹³⁸ Ziel der Untersuchung ist, zukünftigen Handlungsbedarf zu identifizieren und geeignete Methoden abzuleiten, um diesem zu entsprechen.¹³⁹ Häufig geschieht dies durch die Zusammenführung der Analyseergebnisse in eine sog. SWOT-Analyse¹⁴⁰, auf deren

¹³⁶ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 250.

¹³⁷ Vgl. LUCKS, K. / MECKL, R. (2002), S. 48.

¹³⁸ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 250-253.

¹³⁹ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 367.

¹⁴⁰ Mit Hilfe der SWOT-Analyse, einem Instrument des strategischen Managements, werden aus den Stärken und Schwächen eines Unternehmens (interne Sicht) und den Chancen und Risiken der

Grundlage schließlich eine Strategieformulierung erfolgt.¹⁴¹ Zeichnet sich eine Notwendigkeit und Überlegenheit von M&A ggü. anderen strategischen Managemententscheidungen ab, können aufbauend auf die eigene Stärken-Schwächen Analyse erste Anforderungen an potentielle Zielunternehmen¹⁴² formuliert werden.¹⁴³ Zu diesem Zweck sind detaillierte Analysen der relevanten Güter- und Kapitalmärkte hinsichtlich der Realisierungsmöglichkeiten durch eine Unternehmenstransaktion durchzuführen¹⁴⁴ und Kriterien zu bestimmen, um die definierten Ziele in den nachfolgenden Phasen durch eine koordinierte und effektive Umsetzung realisieren zu können.¹⁴⁵ Aufgrund der langwierigen Gestaltung und der Tatsache, dass die eigentliche Integration in einem sich dynamisch verändernden Umfeld geschieht, sollte die gesamte Vorgehensweise des von der späteren Integration geprägt sein.¹⁴⁶

2.1.3.2. Die Durchführungsphase

Die sich an die Planungsphase anschließende Durchführungsphase ist wiederum in drei Teilphasen untergliedert (vgl. ABBILDUNG 4). Der erste Schritt der Transaktionsphase beinhaltet die Auswahl und nähere Untersuchung potentieller Ziele¹⁴⁷; meist unter Einbeziehung externer Berater¹⁴⁸, resultierend aus der Diskretionsanforderung und der Intransparenz des Marktes für Übernahmen und Beteiligungen.¹⁴⁹ Diese Unternehmen, auf einer sog. *Long List* festgehalten, werden dahingehend analysiert, ob sie den Anforderungen des zuvor erstellten Kriterienkatalogs entsprechen.¹⁵⁰ Die Liste potentieller Übernahmekandidaten wird um die Unternehmen reduziert, die den gestellten Anforderungen nicht entsprechen. Die verkürzte Unternehmensliste, die

Umwelt (externe Sicht) geeignete strategische Lösungsalternativen für die Erreichung der Ziele abgeleitet, vgl. für weitere Informationen bspw. REINBACHER, P. (2009); HARMEIER, J. (2007).

¹⁴¹ Vgl. WIRTZ, B. W. / SCHILKE, O. (2006), S. 323.

¹⁴² Die Begriffe Zielunternehmen, Verkäuferunternehmen, Zielobjekt und Ziel werden in der vorliegenden Arbeit synonym verwendet und sind wertfrei zu verstehen; sie richten sich nach der Perspektive des Betrachters.

¹⁴³ Vgl. RAUPACH, G. (2007), S. 209; WIRTZ, B. W. / SCHILKE, O. (2006), S. 323.

¹⁴⁴ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 30.

¹⁴⁵ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 236.

¹⁴⁶ Vgl. CLEVER, H. (1993), S. 126; WIRTZ, B. W. / SCHILKE, O. (2006), S. 321.

¹⁴⁷ Vgl. zur Auswahl ausführlich z.B. JUNG, H. (1993), S. 162-243.

¹⁴⁸ Vgl. LUTZ, H. (1984), S. 127.

¹⁴⁹ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 265-266.

¹⁵⁰ Vgl. JUNG, H. (1993), S. 65; STORCK, J. (1993), S. 78; LUTZ, H. (1984), S. 128-129.

Short List, enthält somit nur Kandidaten, die die gewünschten Kriterien weitestgehend erfüllen.¹⁵¹ Nach der Selektion der qualifizierten Zielunternehmen erfolgt die Kontaktaufnahme.¹⁵²

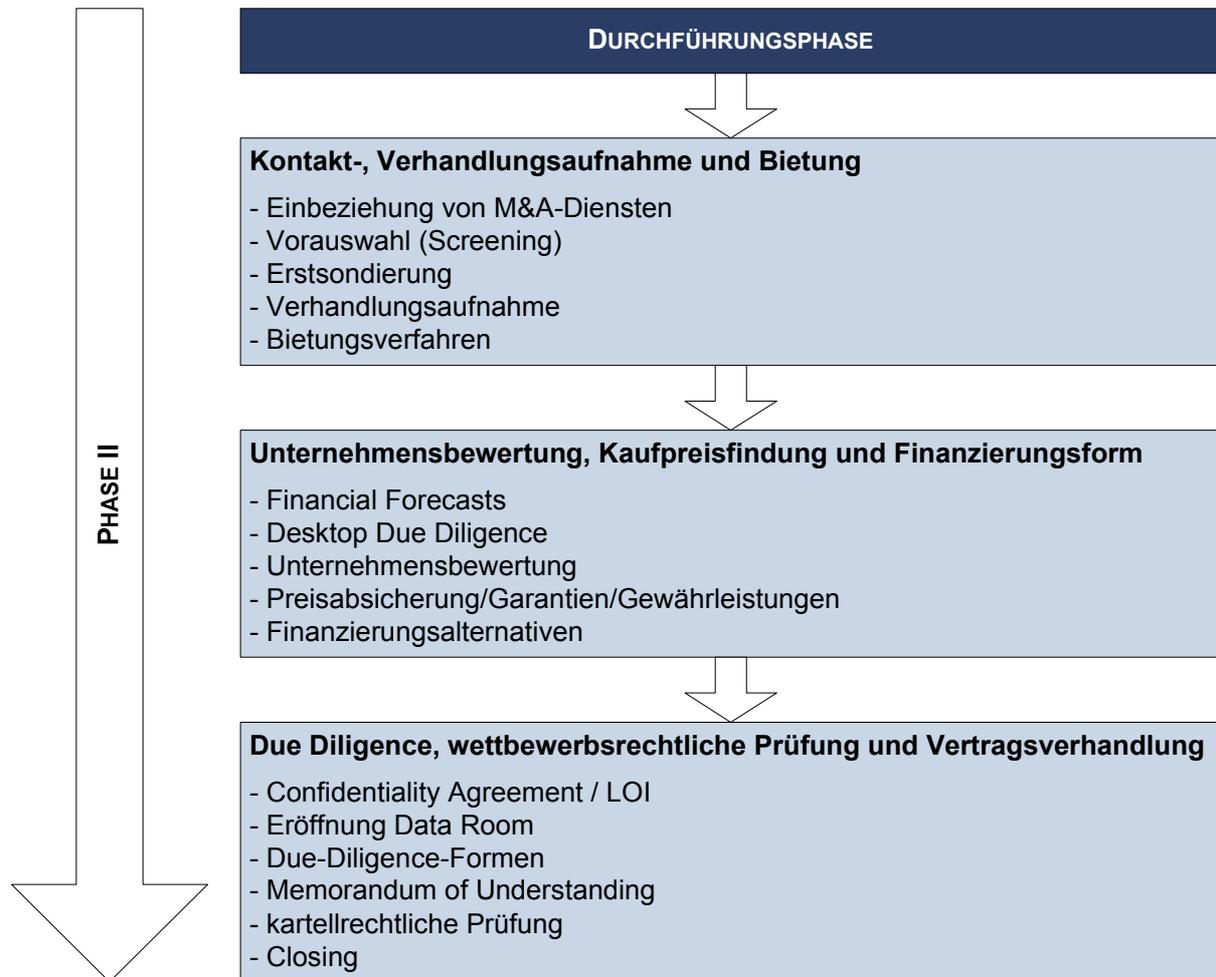


ABBILDUNG 4: Ablauf der Durchführungsphase

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an JANSEN, S. A. (2008), S. 265.

Die Verhandlungsphase¹⁵³ schließt sich einer erfolgreichen Kontaktaufnahme und gegenseitiger Interessenbekundung an. Während dieser Gespräche erfolgt eine Ziel-darstellung der übernehmenden Gesellschaft und erste Preisvorstellungen werden ausgetauscht.¹⁵⁴ Der Gewinnung von umfassenden und vor allem richtigen Informationen muss größte Sorgfalt zukommen, um das weitere Vorhaben realistisch

¹⁵¹ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 30.

¹⁵² Vgl. KERLER, P. (2000), S. 238.

¹⁵³ Vgl. hierzu ausführlich z.B. JUNG, H. (1993), S. 244-263.

¹⁵⁴ Vgl. COENENBERG, A. G. / SAUTTER, M. T. (1992), S. 204.

einschätzen und bewerten zu können.¹⁵⁵ Bei fortbestehendem Interesse erfolgt, nach der Bestätigung einer Verschwiegenheitserklärung, ein Datenaustausch im Rahmen einer sog. Due Diligence Prüfung¹⁵⁶, die dem Erwerber weitere umfassende Informationen über die Zielgesellschaft liefert. Häufig werden für diesen Zweck externe Spezialisten eingesetzt, welche ein detailliertes und unbefangenes Urteil erarbeiten sollen.¹⁵⁷ Inhalte einer solchen Due Diligence Prüfung sind insbesondere Dokumente zur finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Beurteilung des Unternehmens. Je nach Branche oder Geschäftsbereich sind weitere Prüfungen vorzunehmen, wie z.B. eine Prüfung der Umweltsituation, der technischen Entwicklung oder der Personalstruktur.¹⁵⁸ Die eingehende Analyse aller Daten und Eindrücke führt entweder zu einer Bestätigung des Akquisitionsvorhabens bzw. zu Nachverhandlungen aufgrund neu aufgetretener Informationen oder aber zu einem Abbruch der Verhandlungen. Wird das Management in seinem Vorhaben bekräftigt, schließt sich die Erstellung eines sog. *Letter of Intent*¹⁵⁹ an, in welchem Verhandlungspunkte, wie die Abgrenzung des Akquisitionsobjektes, weitere Due Diligence Tätigkeiten, eine Exklusivitätsvereinbarung sowie eine Kaufpreisspanne, Zahlungsmodalitäten und einzuhaltende Zeitpläne festgehalten werden. Des Weiteren wird die Methodik der Wertermittlung¹⁶⁰ zur Kaufpreisfindung fixiert und in die vertraglichen Verhandlungen aufgenommen. Zeitpunkte für die Vertragsunterzeichnung, dem sog. *Signing* und die abschließende Übergabe, dem sog. *Closing* werden ebenfalls

¹⁵⁵ Vgl. CLEVER, H. (1993), S. 126.

¹⁵⁶ Due Diligence („gebührende Sorgfalt“) stellt den Prozess der Chancen- und Risikoprüfung eines Unternehmens während der laufenden Verhandlungsphase dar. Die Due Diligence ist kein standardisierter Prozess sondern immer vom Erwerbsobjekt abhängig. Bei dem Erwerb einer gesamten Gesellschaft verlangt die „gebührende Sorgfalt“ grundsätzlich intensivere Analysen als bei einer Teilgesellschaft oder einer Immobilie. Neben der Informationsgrundlage für eine Bewertung dient die Due Diligence auch zur Identifizierung von Synergien und als ein Frühwarnsystem. Hierdurch können mögliche Risiken, die mit der Transaktion verbunden sind, frühzeitig erkannt werden. Vgl. COENENBERG, A. G. / SCHULTZE, W. (2007), S. 343; GÖRTZ, B. (2006), S. 521. Für eine ausführliche Darstellung vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 159 ff.

¹⁵⁷ Vgl. SEIDEL, G. R. (1995), S. 10.

¹⁵⁸ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 239.

¹⁵⁹ Der *Letter of Intent* (LoI) beinhaltet u.a. wesentliche Eckpunkte des Kaufvertrages, Kaufpreisvorstellungen, Vereinbarungen zum Ablauf der Transaktion, eine Vertraulichkeitserklärung und ggf. eine Exklusivitätsvereinbarung. Vgl. HOGH, M. (2005), S. 22.

¹⁶⁰ Es gibt verschiedene Verfahren zur Unternehmensbewertung. Unterschieden werden dabei die drei Hauptkategorien Einzelbewertungs-, Gesamtbewertungs- und Mischverfahren, innerhalb derer jeweils weitere Verfahren unterschieden werden. Ausführliche Literatur zu diesem Thema findet sich bspw. in MANDEL, G. / RABEL, K. (1999); SPREMANN, K. (2002); MATSCHKE, M. J. / BRÖSEL, G. (2007); BALLWIESER, W. (2004); SEPPELFRICKE, P. (2005); DRUKARCZYK, J. (2001).

vereinbart. Die beiden Daten gelten als Frist zur Vervollständigung der noch ausstehenden Aktivitäten auf rechtlicher und wirtschaftlicher Seite.¹⁶¹ Unter der Voraussetzung, dass alle relevanten Unterlagen von staatlichen Regulatoren, wie z.B. dem Kartellamt, geprüft wurden und eine Zustimmung erteilt worden ist, endet hier aus juristischer Sicht der eigentliche M&A-Prozess.¹⁶² Für das Management des akquirierenden Unternehmens beginnt nun jedoch die häufig langwierige und schwierige Phase der Post Merger Integration. Häufig stellt diese Phase die größte Hürde der gesamten Abwicklung dar und ist nicht selten Grund für ein Scheitern des Vorhabens.¹⁶³

2.1.3.3. Die Integrationsphase

Die bloße finanzielle und juristische Abwicklung des Unternehmenskaufes erreicht lediglich eine Addition zweier Unternehmen.¹⁶⁴ Erst durch eine erfolgreiche Integration des akquirierten Unternehmens lassen sich die im Vorfeld erwarteten positiven Effekte des Zusammenschlusses realisieren.¹⁶⁵ Die Integrationsphase¹⁶⁶, oft auch als Post Merger Integration (PMI) bezeichnet, bezieht sich auf alle Bereiche des unternehmerischen Handels, so dass nicht nur die organisatorischen Bereiche des Unternehmens, wie z.B. Buchhaltung, Produktion, Marketing und IT betroffen sind, sondern auch übergeordnete Bereiche, wie die Integration und Anpassung der Unternehmenskultur. Ebenso muss die Pflege und Übernahme von Kunden- und Lieferantenstrukturen frühzeitig bedacht werden, um keine negativen Synergien durch eine Abwanderung dieser zu riskieren.¹⁶⁷ Die Bedeutung dieser auch als *weiche Faktoren* bezeichneten Einflussgrößen eines M&A-Vorhabens, lässt sich aus

¹⁶¹ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 31.

¹⁶² Vgl. SEIDEL, G. R. (1995), S. 11.

¹⁶³ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 291; COENENBERG, A. G. / SAUTTER, M. T. (1988), S. 698; HASPELAGH, P. C. / JEMISON, D. B. (1992), S. 127-129.

¹⁶⁴ Vgl. LANGENSTEIN, K. (2007), S. 67.

¹⁶⁵ Vgl. MIDDELMANN, U. (2000), S.118; MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 291.

¹⁶⁶ Vgl. zur Integrationsphase ausführlich z.B. JUNG, H. (1993), S. 264-276; LANGENSTEIN, K. (2007); CLEVER, H. (1993A); CLEVER, H. (1993B); HAMON, T. / HAGEDORN, M. (2008); GERPOTT, T. J. (1993); GRÜTER, H. (1991) und die dort angegebene Literatur.

¹⁶⁷ Vgl. MIDDELMANN, U. (2000), S.118; MÜLLER-STEWENS, G. / Lechner, C. (2005), S. 291.

verschiedenen Analysen¹⁶⁸ gescheiterter Transaktionen entnehmen. Es hat sich gezeigt, dass häufig nicht ökonomische Defizite, sondern eine mangelhafte Berücksichtigung der weichen Faktoren, wie z.B. die angemessene Integration der Unternehmenskultur, für das letztendliche Scheitern verantwortlich war.¹⁶⁹ Durch den großen Einfluss auf den zukünftigen Unternehmenswert kommt der Integration somit eine immense Bedeutung zu.¹⁷⁰

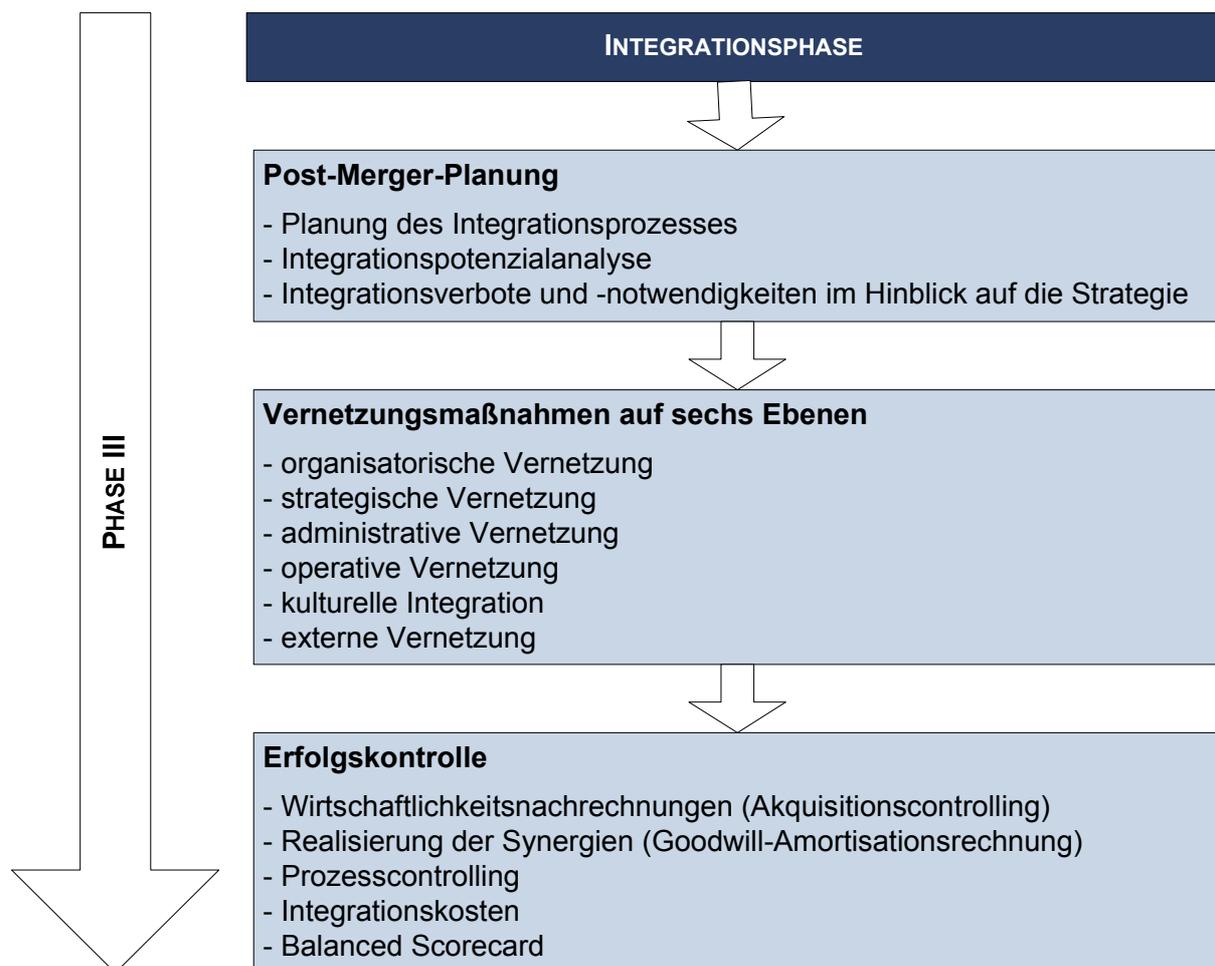


ABBILDUNG 5: Ablauf der Integrationsphase

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an JANSEN, S. A. (2008), S. 318.

Bereits zu Beginn der Transaktionsvorhabens besteht die Aufgabe der Entscheidungsträger darin, mögliche Lücken zwischen den möglichen und den letztendlich

¹⁶⁸ So fand bspw. KEARNY, A. T. (1999) heraus, dass bei ansonsten gleichen Voraussetzungen, die Unternehmen die höchste Wertsteigerung erzielen, die Erfahrungen in der PMI haben.

¹⁶⁹ Vgl. MACHARZINA, K. / WOLF, J. (2005), S. 718.

¹⁷⁰ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 32.

verwirklichten Synergiepotentialen, die im Rahmen der Implementierung auftreten können, realistisch abzuschätzen.¹⁷¹ Hier zeigt sich der maßgebliche Einfluss der vorausgegangenen Phasen. Die Sorgfalt im Rahmen der Objektselektion und -analyse, die Höhe des Unternehmenswertes sowie das Verhandlungsgeschick und die detaillierte Planung der Übernahme wirken sich auf die Handhabung der Integrationsphase aus.¹⁷² So werden sowohl der Integrationsgrad als auch die Integrationsgeschwindigkeit von den strategischen Entscheidungen der Vorphasen maßgeblich beeinflusst.¹⁷³ Durch ein Controlling, des sich in der Integration befindlichen Unternehmens, soll zusätzlich ein optimales Ausschöpfen der erwarteten Synergien gewährleistet werden.¹⁷⁴

2.1.4. Motive für Mergers & Acquisitions

Neben volkswirtschaftlichen Umfeldänderungen, wie bspw. Öffnung der asiatischen Märkte oder technologischer Fortschritt, bei den Unternehmenszusammenschlüsse eine strategische Option darstellen, um den Wettbewerbsherausforderungen zu begegnen, determinieren auch betriebswirtschaftliche Motive die Entscheidung für M&A-Deals.¹⁷⁵ Die dazu in der Literatur vorhandenen Erklärungsansätze sind mannigfaltig, wie auch die nachfolgende TABELLE 4 aufzeigt.

Da einer Transaktion nicht zwingend nur ein Motiv zugrunde liegt und die vorherrschenden Motive land- und zeitabhängig sind¹⁷⁶, aber auch von der jeweiligen Situation abhängen¹⁷⁷, sowie die unterschiedlichen Anspruchsgruppen¹⁷⁸ voneinander abweichende Interessenslagen haben¹⁷⁹, konnte bisher noch nicht ein einzelnes Motiv als Ursache für das Phänomen Mergers & Acquisitions identifiziert werden.¹⁸⁰

¹⁷¹ Vgl. COENENBERG, A. G. / SAUTTER, M. T (1992), S. 205 f.

¹⁷² Vgl. FREUND, W. (1992), S. 344.

¹⁷³ Vgl. CLEVER, H. (1993), S.124.

¹⁷⁴ Vgl. COENENBERG, A. G. / SAUTTER, M. T (1992), S. 206.

¹⁷⁵ Vgl. WIRTZ, B. W. / SCHILKE, O. (2006), S. 319.

¹⁷⁶ Vgl. BALZ, U. / ARLINGHAUS, O. (2003), S. 22.

¹⁷⁷ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 3.

¹⁷⁸ Weitere Anspruchsgruppen sind z.B. Anteilseigner, Mitarbeiter, Gläubiger und Staat.

¹⁷⁹ Vgl. VOGEL, D. H. / SCHUHMAN, O. (2002), S. 32.

¹⁸⁰ Vgl. BALZ, U. / ARLINGHAUS, O. (2003), S. 22.

M&A-Ziele	
Erwerbendes Unternehmen	Erworbenes Unternehmen
Sicherung/Erhöhung des Unternehmenswertes	Lösung finanzieller Probleme (Sanierung)
Kostensenkung/Umsatzsteigerung durch Größenvorteile („Economies of Scale“)	Gewinnung neuer Expansionsmöglichkeiten durch Anlehnung an starken Partner
Kostensenkung/Umsatzsteigerung durch Verbundvorteile („Economies of Scope“)	Beschaffung von Investitionsmitteln
Sicherung/Erhöhung des Unternehmenswachstums	Umwandlung des im Unternehmen gebundenen Vermögens in persönlich verfügbare Barmittel
Vervollständigen von Produktlinien	Einleitung einer Unternehmensumstrukturierung
Vergrößern von Marktanteilen	Beseitigung von Unstimmigkeiten im Gesellschafterkreis
Erschließen neuer Absatzgebiete/Kundengruppen	Lösung von Nachfolgeproblemen
Verringerung von Abhängigkeiten/Unsicherheiten im Hinblick auf vor-/nachgelagerte Wertschöpfungsstufen	
Verringerung von Bedrohungen aufgrund von Veränderungen im Wettbewerbsumfeld	
Zugang zu neuen Technologien/F&E-Know-how	
Erwerb eines Markennamens/-images	
Verbesserung der im Unternehmen verfügbaren Managementressourcen	
Anlage liquider Mittel	
Vergrößerung der Macht/des Ansehens der Unternehmensleitung	

TABELLE 4: Mögliche Ziele von Mergers & Acquisitions

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an GERPOTT, T. J. (1993), S. 63.

Die Akquisitionsziele, die hinter den jeweiligen Motiven stehen, beschreiben zukünftige Zustände, die durch die M&A-Transaktion selbst realisiert werden

sollen.¹⁸¹ Da zwischen der Akquisitionszielsetzung und dem Akquisitionserfolg ein unmittelbarer Zusammenhang besteht¹⁸², ist durch das Erreichen bzw. Nicht-Erreichen dieser Zustände, der Erfolg einer M&A-Transaktion überhaupt erst messbar.¹⁸³ Im Folgenden werden die Motive aus der Sicht der Unternehmensleitung¹⁸⁴ der Käuferunternehmen dargestellt, da die Einflussnahme der weiteren Anspruchsgruppen auf die Transaktionsentscheidung relativ gering bleibt und die Verantwortung für den Erfolg letztendlich bei der Unternehmensleitung des Erwerbers liegt.¹⁸⁵ Dabei lassen sich die Motive für M&A in die drei Kategorien strategische, finanzielle und persönliche Motive¹⁸⁶ zusammenfassen, von denen die wichtigsten, ohne Anspruch auf Vollständigkeit, in den folgenden Unterkapiteln vorgestellt werden.

2.1.4.1. Strategische Motive

Im Rahmen strategischer Motive ist das Käuferunternehmen bestrebt, durch M&A das Risiko zu streuen, Synergien zu realisieren und / oder eine „wettbewerbskritische Größe“¹⁸⁷ zu erlangen¹⁸⁸, um langfristige Wettbewerbsvorteile zu erzielen.¹⁸⁹

2.1.4.1.1. Synergie-Hypothese

Synergie¹⁹⁰ ist eines der meist verwendeten Begriffe bei der Begründung von M&A-Transaktionen.¹⁹¹ Das zentrale Motiv der meisten Unternehmenstransaktionen ist die

¹⁸¹ Vgl. HOYNINGEN-HUENE, J. VON (2004), S. 121.

¹⁸² Vgl. JUNG, H. (1993), S. 90.

¹⁸³ Vgl. zu Erfolg KAPITEL 2.2. und zur Erfolgsmessung KAPITEL 4.

¹⁸⁴ Die Motive der Unternehmensleitung und den Anteilseignern sind nur deckungsgleich, wenn die Anteilseigner selbst das Management bilden. Bei Aktiengesellschaften, die Gegenstand der empirischen Untersuchung dieser Arbeit sind, ist die Trennung zwischen Eigentum und Verfügungsgewalt aber regelmäßig gegeben, was zumindest teilweise zu einer gegensätzlichen Interessenslage führt. Vgl. VOGEL, D. H. / SCHUHMAN, O. (2002), S. 32.

¹⁸⁵ Vgl. HOYNINGEN-HUENE, J. VON (2004), S. 123.

¹⁸⁶ Diese Dreiteilung wird u.a. von BARTLETT C. / GHOSHAL, S. (1989); LUCKS, K. / MECKL, R. (2002); WIRTZ, B. W. (2003); FREILING, J. (2006) vorgenommen.

¹⁸⁷ FREILING, J. (2006), S. 17-18.

¹⁸⁸ Vgl. FREILING, J. (2006), S. 17-18.

¹⁸⁹ Vgl. REICHENEDER, T. (1992), S. 55 f.

¹⁹⁰ Der Terminus Synergie setzt sich aus den griechischen Wörtern „syn“ (= zusammen) und „ergo“ (= Werk, wirken) zusammen und bedeutet wörtlich übersetzt Zusammenwirken. Vgl. REISSNER, S. (1992), S. 152. Für eine ausführliche Darstellung von Synergien vgl. PERIN, S. (1996), S. 12-43.

Realisierung von Synergieeffekten.¹⁹² Die Literatur bietet ein großes, inhomogenes Spektrum über die inhaltliche Bestimmung des Synergiebegriffes in der Betriebsökonomie, um zu beschreiben, was sich inhaltlich hinter synergetischen Wirkungszusammenhängen verbirgt.¹⁹³ Dieser Eindruck wird durch eine von J. BIBERACHER durchgeführte Analyse von etwa 100 Definitionen aus dem wirtschaftswissenschaftlichen Schrifttum bekräftigt.¹⁹⁴ Die häufigste in der Literatur herangezogene Quelle spricht vom *2+2=5 Effekt*.¹⁹⁵ Gemeint ist die Erzielung eines Unternehmenswerts, der mehr wert ist, als die Summe der alleinstehenden Unternehmen.¹⁹⁶

Ein Synergienutzen¹⁹⁷ kann realisiert werden, wenn sich beide Transaktionspartner ergänzen¹⁹⁸ und durch die Vereinigung die Leistungsfähigkeit und damit auch der Wert der Einheit steigen.¹⁹⁹ Häufig wird aber vernachlässigt, dass es sich zum einen vorerst nur um Synergiepotentiale handelt, die bei M&A-Transaktionen realisiert werden können, also erst noch in reale Synergien gewandelt werden müssen.²⁰⁰ Zum anderen muss berücksichtigt werden, dass der Synergienutzen geringer als angenommen ausfallen kann²⁰¹ oder sogar negative Synergieeffekte entstehen können.²⁰² Dies belegt auch eine Studie von MCKINSEY. Danach werden die erzielbaren Synergien oftmals systematisch überschätzt, denn nur 30 % aller M&A-Transaktionen erreichen die avisierten Top-Line-Synergien. Gleichzeitig werden bei

¹⁹¹ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 167.

¹⁹² Vgl. KERLER, P. (2000), S. 21; SCHÄFER, T. (2008), S. 40.

¹⁹³ Vgl. LECHNER, H. (2007), S. 40.

¹⁹⁴ Vgl. BIBERACHER, J. (2003), S. 7-11, 28. Vgl. hierzu auch TABELLE 5.

¹⁹⁵ Vgl. ANSOFF, H. I. / FOLCHERT, H. (1966), S. 97.

¹⁹⁶ Vgl. BÜHNER, R. (1994), S. 25; WIRTZ, B. W. / SCHILKE, O. (2006), S. 319.

¹⁹⁷ Synergieeffekte lassen sich grds. nur bei horizontalen und vertikalen M&A-Transaktionen realisieren. Vgl. WELGE, M. / AL-LAHAN, A. (2003), S. 447.

¹⁹⁸ Vgl. ROPELLA, W. (1989), S. 224.

¹⁹⁹ Synergien können, wenn sie realisiert werden, den Unternehmenserfolg unmittelbar beeinflussen, da sie die Aufwands- und Ertragspositionen in der GuV berühren und sich somit aufwandsmindernd bzw. erlössteigernd auswirken. Vgl. COURTH, L. ET AL. (2008), S. 8. Auch die systematische Wertsteigerung eines Unternehmens, hervorgerufen durch Skaleneffekte (Economies of Scale), also Vorteilen aus reinen Mengenerhöhungen, und durch Vorteile aus der Nutzung von Gemeinsamkeiten, also Verbundeffekte (Economies of Scope) (vgl. LINDSTÄDT, H. (2006), S. 64) wird in der Literatur als Synergievariante angesehen. Vgl. GERPOTT, T. J. (1993), S. 81-82. Zu Skalen- und Verbundeffekten vgl. NEUMANN, A. (1994), TIROLE, J. (1995), PERIN, S. (1996).

²⁰⁰ Vgl. BÜHNER, R. / MÜNSTERER, B. (2006), S. 89.

²⁰¹ Vgl. BÜHNER, R. / MÜNSTERER, B. (2006), S. 89.

²⁰² Vgl. WALDECKER, P. (1995), S. 89.

jeder dritten Transaktion die Kostensynergien überschätzt.²⁰³ Aus diesem Grund werden Synergien selbst in Managementkreisen kritisch gesehen, denn „sie erwecken vielfach den Charakter von Kalorien: Alle reden darüber, keiner hat sie je gesehen, und am Ende machen sie dick.“²⁰⁴

Synergiedefinitionen		
	Positive Synergie	Negative Synergie
Ansoff, H. I. et al. (1966)	„[...] Unternehmenspolitik, die darin besteht, eine Absatzmarkt-Position zu erreichen, bei der die Gesamtleistungsfähigkeit größer ist als die Summe ihrer Teile.“ S. 97	
Ropella, W. (1989)	„Synergie [...] als durch die Unternehmensleitung veranlaßte Integration von geistigen oder Produktionsprozessen durch die gemeinsame Nutzung wenigstens eines Produktionsfaktors. Dadurch, daß der Vorteil dieser Integration anhand der Auszahlungseinsparung während einer Betrachtungsperiode [...] gemessen werden kann, besitzt das so verstandene Phänomen "Synergie" generelle Gültigkeit [...].“ S. 21	
Klemm, M. (1990)	„[...] maximal erreichbare(r) Nutzenzuwachs, der durch die Integration der beiden Unternehmen herbeigeführt werden kann, wenn die getrennt arbeitenden Unternehmen schon mustergültig geführt werden.“ S. 54	„[...] sub-optimales Management der integrierten Unternehmen[...]“ S. 54
Ebert, M. (1998)	„Unter einer Synergie werden alle erfolgswirksamen Wertveränderungen subsumiert, die kostenbezogen und/oder wirkungs- bzw. leistungsbezogen durch einen Unternehmenszusammenschluß generiert werden oder werden sollen.“ S. 22	
Störmer, O. (2002)	„Ein Synergieeffekt ist der innerhalb eines relevanten Zeitraums erwartete Nutzen, der durch die in das Ressourcenbündel eingebrachten Ressourcen, gegenüber ihrer nächstbesten Verwendung des Bündels, gestiftet wird.“ S. 167	
Biberacher, J. (2003)	„Unter Synergie versteht man das synchrone Zusammenwirken bisher getrennter Unternehmen, Geschäftsbereiche oder Funktionsbereiche, das zu einer Steigerung des Gesamtwertes der zusammenwirkenden Einheiten führt.“ S. 53	„Unter Dyssynergie versteht man das synchrone Zusammenwirken bisher getrennter Unternehmen, Geschäftsbereiche oder Funktionsbereiche, das zu einer Senkung des Gesamtwertes der zusammenwirkenden Einheiten führt.“ S. 53
Lechner, H. (2007)	„Synergie ist der Vorgang des Zusammenwirkens von mindestens zwei ansonsten getrennt voneinander operierenden Geschäftseinheiten mit dem Ziel, operative Effizienzvorteile zu realisieren.“ S. 41	„Unter negativer Synergie versteht man den Wertverlust, der durch das Zusammenwirken von mindestens zwei, ansonsten getrennt voneinander operierenden Einheiten entsteht.“ S. 41
Klopfer, K. (2008)	„Bruttosynergien sind auf Unternehmensebene wertmäßig positive Folgen der Integration von Ressourcen.“ S. 15-16	„Dyssonergien sind auf Unternehmensebene wertmäßig negative Folgen der Integration von Ressourcen.“ S. 15-16

TABELLE 5: Übersicht Synergiedefinitionen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

²⁰³ Vgl. WÖHLER, C. / CUMPELIK, C. (2006), S. 453 und die dort angegebene Literatur.

²⁰⁴ JANSEN, S. A. (2004), S. 92.

2.1.4.1.2. Marktmacht-Hypothese

Das Erlangen von Marktmacht ist die wichtigste Motivation für horizontale Unternehmenszusammenschlüsse. Durch eine M&A-Transaktion zweier Unternehmen, die auf derselben Wertschöpfungsstufe und im selben Markt agieren, entsteht ein Unternehmen mit entsprechend größerem Marktanteil. Dies führt zu einer stärkeren Position im Markt und damit zu mehr Marktmacht.²⁰⁵ Dabei verfolgen kleine Unternehmen im Zuge von Unternehmenstransaktionen vordergründig eine Risikominimierung und eine Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit, während große Unternehmen damit das Ziel verfolgen, sich eine beherrschende Position am Markt zu schaffen.²⁰⁶ Je höher die Marktmacht eines Unternehmens ist, desto eher kann es den Wettbewerb durch die Festsetzung von einheitlichen Absatzpreisen oder bestimmter Absatzquoten ausschalten²⁰⁷ und dadurch mögliche Monopolrenten erzielen.²⁰⁸ Dieses wird durch eine Vielzahl empirischer Studien²⁰⁹ untermauert, deren Ergebnisse darauf hindeuten, dass Unternehmen mit höheren Marktanteilen tendenziell auch höhere Renditen erwirtschaften. M. E. PORTER ist aber von dem strikt positiven Zusammenhang zwischen Marktanteil und Rendite nicht überzeugt²¹⁰ und W. WIEDEKING äußerte „Wenn Größe das entscheidende Kriterium wäre, müssten die Dinosaurier heute noch leben.“²¹¹ Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass sich zum einen mit erhöhter Marktmacht der Unternehmen die alloкатive Effizienz des Marktes verringert²¹², wie auch eine Untersuchung der amerikanischen Pharmaindustrie von Pharma Strategy Consulting²¹³ bestätigt. Des Weiteren ist zu berück-

²⁰⁵ Vgl. FRANCK, E. / MEISTER, U. (2006), S. 101.

²⁰⁶ Daher wird im Zusammenhang mit der Marktmacht-Hypothese in der Literatur auch oft von der Monopol-Hypothese gesprochen.

²⁰⁷ Vgl. WÖHE, G. / DÖRING, U. (2008), S. 257.

²⁰⁸ Vgl. FRANCK, E. / MEISTER, U. (2006), S. 94.

²⁰⁹ Bereits in den 1970er Jahren wurde in Studien gezeigt, dass ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen Marktanteil und Profitabilität existiert. Vgl. bspw. BUZZELL, R. D. ET AL. (1975); GALE, S. (1972); SCHOEFLER, S. ET AL. (1974). In einer Studie von 1987 wiesen BUZZELL, R. D. / GALE, S. (1987) nach, dass Unternehmen mit einem Marktanteil von über 50 % eine durchschnittlich drei Mal höhere Rendite (ROI) erzielen als Unternehmen mit einem Marktanteil von unter 10 %. Vgl. FRANCK, E. / MEISTER, U. (2006), S. 93.

²¹⁰ Vgl. FRANCK, E. / MEISTER, U. (2006), S. 94.

²¹¹ Wendelin Wiedeking ist ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Porsche AG. Zitat in: BALZER, A. ET AL. (2000), S. 86.

²¹² Vgl. BESTER, H. (2004), S. 147.

²¹³ Nach den Ergebnissen der Untersuchung sanken die Marktanteile fusionierter Unternehmen, während die der Solisten stiegen. Vgl. BALZER, A. ET AL. (2000), S. 89.

sichtigen, dass durch die Aufsicht der Kartellbehörden der Zuwachs an Marktmacht durch Unternehmenstransaktionen nur eingeschränkt möglich ist.²¹⁴

2.1.4.2. Finanzielle Motive

Finanzielle Motive besitzen, anders als strategische Motive, die sich durch ihr langfristiges Engagements charakterisieren lassen, nur einen kurz- bis mittelfristigen Anlagehorizont. Die Renditemaximierung, bspw. durch einen verbesserten Zugang zu finanziellen Ressourcen, bilanzpolitischer Gestaltungsspielräume und / oder der Senkung der Steuerlast²¹⁵, kann als oberste Maxime betrachtet werden.²¹⁶ Die Bedeutung rein finanziell motivierter M&A-Transaktionen ist in den letzten Jahren erheblich gestiegen und besonders der Private-Equity-Markt ist einer Studie zufolge, in den vergangenen Jahren einer der wichtigsten Treiber für Akquisitionen in Deutschland gewesen²¹⁷, auch aufgrund des vergleichsweise höheren Wertzuwachses.²¹⁸ Nach Meinung von P. M. BINDER²¹⁹, welche durch die Ergebnisse einer entsprechenden Studie²²⁰ gestützt wird, wird sich dieser Trend wohl in den nächsten Jahren fortsetzen, da institutionelle Investoren ihr Kapital zunehmend Private-Equity Fonds zur Verfügung stellen, in der Hoffnung, damit ihre eigenen Renditeziele zu erreichen. Zu den bedeutendsten finanziellen Motiven zählen die Unterbewertung und die Steuerhypothese, die nachfolgend kurz erläutert werden.

2.1.4.2.1. Unterbewertung

Ein besonders für Finanzinvestoren wichtiges Motiv für eine M&A-Transaktion, ist die Unterbewertung eines Unternehmens. In diesem Fall geht der Käufer von einer Unterbewertung des ökonomisch gerechtfertigten Unternehmenswerts bzw. des aktuellen Kapitalmarktpreises aus, verursacht durch Ineffizienzen auf dem

²¹⁴ Vgl. GLAUM, M. ET AL. (2006), S. 292.

²¹⁵ Vgl. FREILING, J. (2006), S. 17-18.

²¹⁶ Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 24.

²¹⁷ Vgl. ERNST & YOUNG (2006), S. 4 ff.

²¹⁸ Vgl. ERNST & YOUNG (2008), S. 3 ff.

²¹⁹ Vgl. BINDER, P. M. (2006), S. 176.

²²⁰ Vgl. ERNST & YOUNG (2008), S. 15 ff.

Kapitalmarkt.²²¹ Nach dem Erwerb des Zielunternehmens ist der Käufer bestrebt, die Unterbewertung durch aktive Maßnahmen, wie Restrukturierungen, zusätzliche Akquisitionen, Fusionen, Verkäufe oder Management-Wechsel zu beseitigen, um im Anschluss das Unternehmen zu einem deutlich höheren Preis weiter zu veräußern. Zudem kommt es regelmäßig zu einer teilweisen oder vollständigen Liquidation des übernommenen Unternehmens, da die Einzelteile des Unternehmens, aus Sicht der Shareholder Value Theorie²²², mehr Wert besitzen als die Unternehmung als Ganzes (Asset Stripping).²²³

2.1.4.2.2. Steuer-Hypothese

Als ein weiteres wesentliches Motiv für M&A-Transaktionen können Steuervorteile angeführt werden. Besonders auf Unternehmen mit stillen Reserven und entsprechenden Abschreibungsmöglichkeiten bzw. auf Unternehmen, die über einen nicht ausgenutzten Verlustvortrag verfügen, liegt der Fokus des Interesses. Unter Wahrung der steuerlichen Voraussetzungen einer Nutzbarmachung dieser Verlustvorträge können so erhebliche steuerliche Einsparungspotentiale erschlossen werden.²²⁴ Zudem kann die Erhöhung des steuerlich abzugsfähigen Zinsaufwandes bei einer entsprechenden Fremdkapitalfinanzierung als weiteres Motiv vermutet werden.²²⁵

2.1.4.3. Persönliche Motive

Die persönlichen Motive werden als dritte Gruppe von Motiven für M&A in der Literatur diskutiert. Diese verfolgen in erster Linie die Nutzenmaximierung des Managements und beziehen sich auf das aktive Streben der Unternehmensleitung nach Einkommen, Prestige, Macht oder Reduzierung des Entlassungsrisikos.²²⁶ Die angelsächsische Literatur fasst persönliche Motive unter dem Begriff *psychological*

²²¹ Vgl. OEHLRICH, M. (2001), S. 25.

²²² Zum Shareholder Value vgl. FN. 84 bzw. RAPPAPORT, A. / KLIEN, W. (1999).

²²³ Vgl. ACHLEITNER, A.-K. (2002), S. 144.

²²⁴ Vgl. ACHLEITNER, A.-K. (2002), S. 145.

²²⁵ Vgl. JANSEN, S. A. (2001), S. 77.

²²⁶ Vgl. GERPOTT, T. J. (1993), S. 64.

motives zusammen.²²⁷ Sie werden oft als Ursache für die hohen Misserfolgsquoten bei M&A-Transaktionen genannt²²⁸, sind aber kaum nachweisbar.²²⁹ Zu den in der Literatur gängigsten persönlichen Motiven zählen die Hybris-Hypothese, die Managerialismus-Hypothese, die Absicherungshypothese und die Free Cash Flow-Hypothese, die im Folgenden kurz dargestellt werden.

2.1.4.3.1. Die Hybris-Hypothese

Die von R. ROLL entwickelte Hybris-Hypothese²³⁰ befasst sich mit der Selbstüberschätzung des übernehmenden Managements. Ausgehend von einer Informationseffizienz²³¹ der Kapitalmärkte wertet R. ROLL die Bereitschaft von Managern Akquisitionen zu zahlen, die oberhalb des Marktpreises liegen, als einen Hybris der eigenen Potentialeinschätzung. Speziell eigene Qualitäten bezüglich der Führungs- und Problemlösungsfähigkeiten, der Integrationskompetenz und der Synergieerzielung, auch in branchenfremden Unternehmen, werden regelmäßig falsch eingeschätzt.²³²

2.1.4.3.2. Die Managerialismus-Hypothese

Die Managerialismus-Hypothese (auch Prestige-Hypothese) gilt als ein Hauptmotiv von Managern für die Durchführung von M&A-Transaktionen. Die Theorie, die auf D. C. MUELLER zurückgeht, besagt, dass durch eine M&A-Transaktion unternehmerisches Wachstum und damit verbundenes Ansehen des Managements besonders leicht zu erreichen ist.²³³ Hieraus ergeben sich zwei Schlussfolgerungen: Durch einen Unternehmenszukauf steigen zum einen Gehalt und Reputation des

²²⁷ Vgl. CARTWRIGHT, S. / COOPER, C. L. (1996), S. 21.

²²⁸ Vgl. ROLL, R. (1986), S. 197 ff.

²²⁹ Die an den Transaktionen beteiligten Unternehmen geben in ihren Veröffentlichungen keine Hinweise auf persönliche Motive, konnten aber in verschiedenen Studien nachgewiesen werden. Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 42 und die dort angegebene Literatur.

²³⁰ Für Untersuchungen zur Hybris-Hypothese vgl. HAYWARD, M. L. A. / HAMBRICK, D. C. (1997).

²³¹ Vgl. zur Informationseffizienz KAPITEL 4.2.1.

²³² Vgl. JANSEN, S. A. (2001), S. 77.

²³³ Vgl. MÜLLER, D. C. (1969), S. 644 ff.

Managers²³⁴, zudem erweitert sich sein Einflussbereich.²³⁵ Zum anderen liegt oft die Faszination in der Größe des neuen Unternehmens.²³⁶

2.1.4.3.3. Die Absicherungs-Hypothese

Die Absicherungs-Hypothese geht davon aus, dass das Management vorsätzlich daran interessiert ist, das eigene Arbeitsplatzrisiko zu reduzieren. Aus Managementperspektive geht es hierbei um die Erhöhung des eigenen Einflusses und des eigenen Einkommens.²³⁷ Eine hieraus abgeleitete Hypothese ist die Diversifikations-Hypothese. Das risikoaverse Management versucht in diesem Fall, den Diversifikationsgrad des Gesamtunternehmens zu erhöhen, um das Risiko einer möglichen Unternehmensinsolvenz zu senken, um damit wiederum die Sicherheit des eigenen Arbeitsplatzes zu erhöhen. Die Diversifikations-Hypothese bei M&A-Transaktionen ist somit zumeist auf persönliche Motive des Managements zurückzuführen.²³⁸

2.1.4.3.4. Die Free Cash Flow-Hypothese

Die Free Cash Flow-Hypothese²³⁹ bindet vorhandene Ressourcen und führt, betrachtet aus der Managementperspektive, vor allem zu einer Stärkung der Macht- und Marktposition.²⁴⁰ Um sicher zu stellen, dass keine Reduzierung der durch das Management kontrollierten Ressourcen erfolgt, werden die erzielten Zahlungsüberschüsse, anstatt sie zu thesaurieren oder an die Aktionäre auszuschütten, durch M&A erneut investiert.²⁴¹

²³⁴ Vgl. WIRTZ, B. W. (2003), S. 70.

²³⁵ Vgl. VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002), S. 41.

²³⁶ Vgl. VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002), S. 41.

²³⁷ Vgl. KOLESKY, K. (2006), S. 143.

²³⁸ Vgl. WIRTZ, B. W. (2003), S. 71.

²³⁹ Die Free Cash-Flow-Hypothese ist auf M. C. JENSEN zurückzuführenden. Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 139.

²⁴⁰ Vgl. WIRTZ, B. W. (2003), S. 71.

²⁴¹ Vgl. JUNG, H. (1993), S. 87.

2.1.4.4. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Diskussion der Motive lässt erkennen, dass die Beweggründe für Unternehmenstransaktionen mannigfaltig sind und ein Hauptmotiv zu isolieren, kaum möglich ist.²⁴² Selten ist nur ein Ziel entscheidend für einen Zusammenschluss, meist wird eine Vielzahl von Zielen simultan verfolgt²⁴³, was auch durch eine empirische Analyse von BUSINESS INTERNATIONAL S.A. bestätigt wird (vgl. TABELLE 6).²⁴⁴

Motivhäufigkeiten	
Motive	Häufigkeit der Nennung
Wachstum in - Gewinn - Umsatz - Vermögen - Gewinn je Aktie	81,3% 62,8% 11,6% 3,1%
Diversifikation in - neue Produkte - Wachstumsbereiche - Länder	31,0% 20,9% 17,1%
Konzentration - Verbesserung des Marktanteils - Ergänzung einer bestehenden Produktlinie - Sicherung des Vertriebs	46,5% 24,0% 15,5%
Unternehmen wurde angeboten	38,0%
Möglichkeit Kontrolle zu gewinnen	3,1%
Verschiedene	10,9%

TABELLE 6: Motivhäufigkeiten für M&A-Transaktionen²⁴⁵

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an SIEBEN, G. / SIELAFF, M. (1989), S. 5-6.

²⁴² Vgl. BUBIK, M. (2005), S.31.

²⁴³ Vgl. BÜHNER, R. / MÜNSTERER, B. (2006), S. 85.

²⁴⁴ Vgl. SIEBEN, G. / SIELAFF, M. (1989), S. 5-6.

²⁴⁵ Es wurden 129 Transaktionen analysiert; Mehrfachnennungen waren möglich.

Die aufgeführten Motive für M&A-Transaktionen schließen sich daher nicht gegenseitig aus, sondern ergänzen sich.²⁴⁶ Dennoch lässt sich die Mehrzahl der dargestellten Motive primär der Wertsteigerung des Käuferunternehmens für seine Eigentümer zuordnen.²⁴⁷ Dieses wird auch durch eine Befragung eines unabhängigen Marktforschungsinstituts im Auftrag von ERNST & YOUNG aus dem Jahr 2006 bestätigt. Danach sind die beiden wichtigsten Motive für eine Transaktion der Wunsch nach Wachstum sowie die Optimierung des bestehenden Geschäftsmodells. Dabei steht das Streben nach einer Steigerung des Marktanteils, ob regional oder sektoral, im Vordergrund, um durch den Zukauf die eigene Marktposition zu stärken und durch eine marktbeherrschende Stellung den Mitbewerber zu verdrängen. Zudem sehen die Unternehmen darin die Chance noch nicht erschlossene Absatzkanäle und Märkte zu erobern.²⁴⁸ Diesbezüglich vertritt H. JUNG die Meinung, dass es sogar nur die wertsteigernden Zielsetzungen sind, die den Akquisitionserfolg positiv beeinflussen.²⁴⁹ Für den Käufer hat die Motivformulieren somit eine wesentliche Bedeutung; zum einen um ex ante die finanzielle und strategische Sinnhaftigkeit eines Zusammenschlusses zu klären²⁵⁰, vor allem aber um ex post den Erfolg von M&A-Transaktionen beurteilen zu können. Dafür kann auch der Grad der Erfüllung der Akquisitionsziele als Beurteilungskriterium herangezogen werden.²⁵¹ Deutlich wird die hohe Relevanz des Begriffs „Erfolg“ und damit die Notwendigkeit einer Erfolgsdefinition, die sich unmittelbar anschließt.

2.2. Erfolg von Mergers & Acquisitions

Wie einleitend schon erwähnt, lassen sich mit kaum einem anderen Instrumentarium wie mit Mergers & Acquisitions in vermeintlich so kurzer Zeit Erfolge in einem Unternehmen realisieren.²⁵² Aber auch das Risiko des Misserfolgs ist enorm wie zahlreiche Studien belegen. So kommt es bezogen auf die Käuferunternehmen in

²⁴⁶ Vgl. GLAUM, M. ET AL. (2006), S. 296.

²⁴⁷ Vgl. BALZ, U. / ARLINGHAUS, O. (2003), S. 22.

²⁴⁸ Vgl. BÖHLKE, R. / WALLEYO, S. (2007), S. 261.

²⁴⁹ Vgl. JUNG, H. (1993), S. 90.

²⁵⁰ Vgl. LINDSTÄDT, H. (2006), S. 59.

²⁵¹ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 4; LINDSTÄDT, H. (2006), S. 59.

²⁵² BÖHLKE, R. / WALLEYO, S. (2007), S. 261.

mehr als 50 % der Fälle zu einer Absenkung des Shareholder Values.²⁵³ Die Beurteilung über Erfolg bzw. Misserfolg setzt jedoch eine genaue inhaltliche Definition des Begriffs voraus. Daher sind die Ausführungen dieses Kapitels, mit dem Ziel für das weitere Verständnis der Arbeit einen einheitlichen Sprachgebrauch für Erfolg einzuführen, unerlässlich, da sich bislang in der Literatur zu Unternehmensübernahmen keine einheitliche Definition des Erfolgsbegriffs²⁵⁴ finden lässt.

2.2.1. Erfolgskriterien

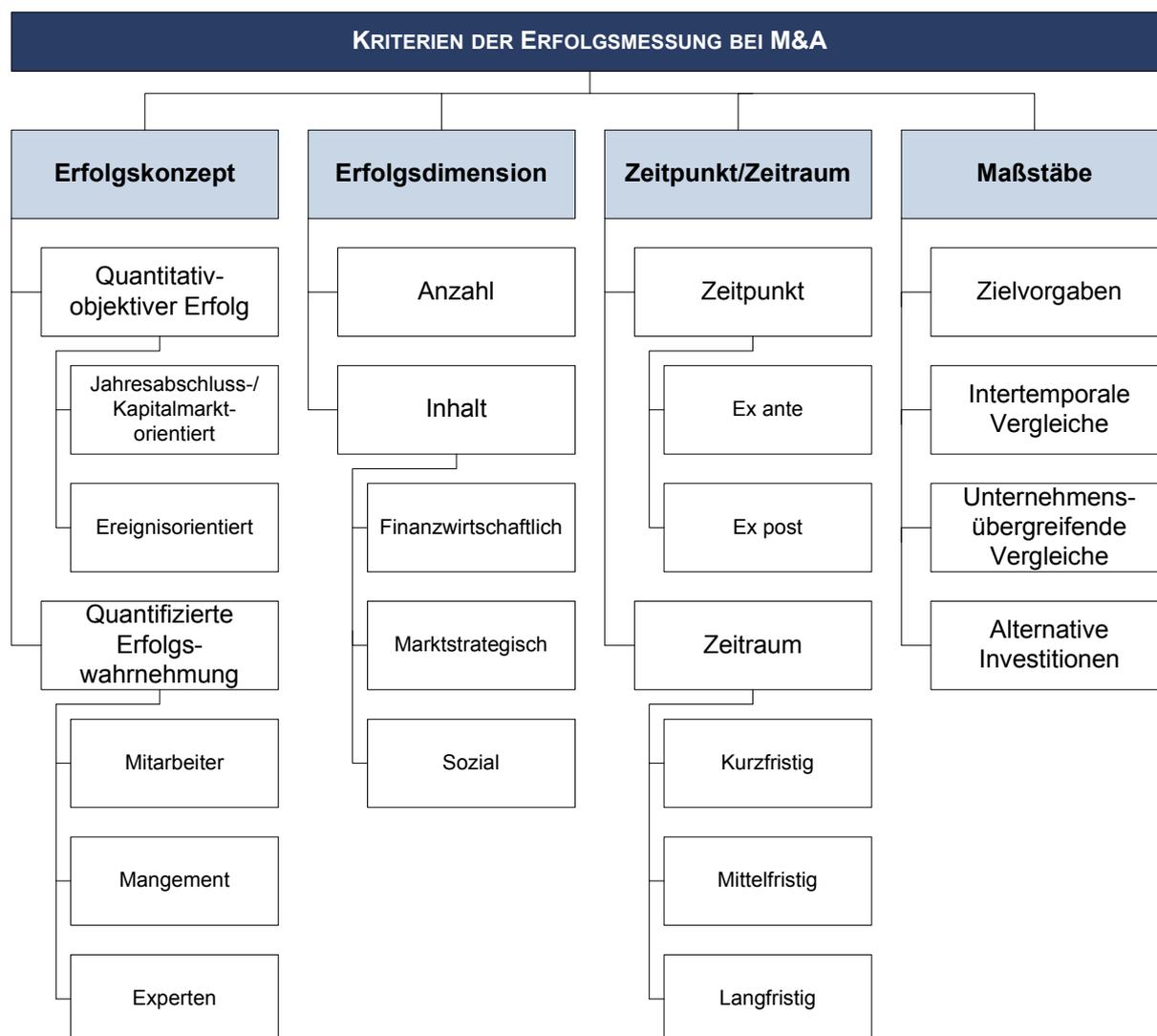
Die Definitionsproblematik liegt an der Vielschichtigkeit des Begriffs Erfolg begründet: Zum einen kann Erfolg quantitativ, qualitativ und strategisch interpretiert werden, zum andern ist er abhängig von der jeweiligen Betrachtungsweise der beteiligten Akteure, die z.T. sehr unterschiedliche Motive²⁵⁵ und damit Ziele verfolgen, die mit sehr unterschiedlichen Erfolgserwartungen im Kontext mit Unternehmenstransaktionen verbunden sind. Des Weiteren spielen auch die zeitliche Betrachtung und der Erfolgsmaßstab eine Rolle. Allgemein wird unter dem Begriff Erfolg der Grad der Zielerreichung verstanden, der mit einer bestimmten Handlungsalternative innerhalb eines bestimmten Zeitraums erreicht worden ist.²⁵⁶ Die Messung des Grades der Zielerreichung und damit der Messung des Erfolgs von M&A-Transaktionen orientiert sich an bestimmten Kriterien, die ABBILDUNG 6 entnommen werden können und im Folgenden erläutert werden.

²⁵³ Vgl. exemplarisch EL- ARIDI, M. (2007), S. 173; HINNE, C. (2008), S. 89; KLOPFER, K. (2008), S. 1; STEGMANN, R. (2002), S. 2, CARTWRIGHT, S. / COOPER, C. L. (1996), S. 24 ff.

²⁵⁴ B. BAMBERGER definiert Erfolg als das Erreichen eines Ziels (vgl. BAMBERGER, B. (1994), S. 8) und für E. HEINEN UND S. FRITZ stellt Erfolg das Ausmaß der Zielerreichung dar (vgl. HEINEN, E. (1966), S. 94, FRITZ, W. (1992), S. 241). Dem hingegen sehen andere Autoren den Erfolg in einer gesteigerten Wertschöpfung, gleich welcher Art, bzw. in der Wertsteigerung für die Aktionäre (vgl. HASPELAGH, P. C. / JEMISON, D. B. (1992), S. 32 ff.; BERNER, T. ET AL. (2001), S. 163).

²⁵⁵ Vgl. KAPITEL 2.1.4.

²⁵⁶ Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 273.

**ABBILDUNG 6: Kriterien der Erfolgsmessung**

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an GERPOTT, T.J. (1993), S. 190.

Die Erfolgsmessung von M&A beruht auf der Ermittlung von *Wertveränderungen* der an der Transaktion beteiligten Unternehmen. Je nach *Erfolgskonzept* unterscheiden sich allerdings die Sichtweisen der Messung.²⁵⁷ Unter dem Begriff des quantitativen-objektiven Erfolgs wird alles summiert, was den klassischen, betriebswirtschaftlichen Erfolg im Sinne der langfristigen Gewinnmaximierung²⁵⁸ beeinflusst oder zur Erreichung des Ziels²⁵⁹ einer konkreten M&A-Transaktion beiträgt. Allgemein wird

²⁵⁷ Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

²⁵⁸ Vgl. WÖHE, G. (2002), S. 42 f.

²⁵⁹ Vgl. zu Zielansatz in der Erfolgsmessung statt vieler RUDOLF, H. (1996); HAUSCHILDT, J. (1977). Ziel wird hier dahingehend definiert, als dass es die Erreichung der Zielvorgaben und / oder eine entsprechende monetären Wertsteigerung darstellt.

dabei angenommen, dass die Steigerung des Gesamtwertes beider Unternehmen als Oberziel angesehen wird.²⁶⁰ Dazu gehören alle harten Faktoren²⁶¹ wie bilanzielle Erfolgs- und Ertragskennzahlen, die Nutzung der bereits angesprochenen Synergiepotentiale²⁶² bei M&A, Ergebniseffizienz²⁶³, Börsenkursentwicklung, größenabhängige Finanzierungs- und Produktionsvorteile als auch der Zugewinn an Fähigkeiten und Fertigkeiten, sofern diese sich pekuniär bemessen lassen. Dieses stellt jedoch keine uneingeschränkt einheitliche Aussage dar, zumal die langfristige Gewinnmaximierung je nach Betrachtungsgruppe und bei der Abstrahierung des homo oeconomicus, welcher sein Wohl in der optimalen Güterversorgung²⁶⁴ und der gemeinwirtschaftlichen Wirtschaftlichkeit²⁶⁵ sucht, unterschiedlich interpretiert werden kann. Die Messung quantifizierter Erfolgsgrößen, deren Wertveränderungen erst in der Folge die quantitativen Kenngrößen beeinflussen, ist nur durch Kombination monetärer und qualitativer Kriterien möglich.²⁶⁶ Daher wird aufgrund der Reliabilität²⁶⁷ der Ergebnisse der Erfolgsbegriff im Folgenden ausschließlich auf die quantitative-objektive Ausprägung beschränkt betrachtet.

Unter der *Erfolgsdimension* sind die Anzahl und der Inhalt der in die Erfolgsbestimmung einbezogenen Aspekte zu verstehen. Unterschieden wird die finanzwirtschaftliche, die marktstrategische²⁶⁸ und die soziale²⁶⁹ Erfolgsdimension. Die finanzwirtschaftliche Betrachtungsweise bezieht sich auf monetäre Größen²⁷⁰, die aufgrund der quantitative-objektive Erfolgsbestimmung im Weiteren Anwendung finden soll.

²⁶⁰ Vgl. GERPOTT, T. J. (1993), S. 62 f.

²⁶¹ Harte Faktoren sind objektive, direkt erfassbare und / oder quantifizierbare Zustände bzw. Vorgänge. Vgl. hierzu SCHMICKL, C. / JÖNS, I. (2004), S. 6.

²⁶² Vgl. KAPITEL 2.1.4.1.1.

²⁶³ Vgl. INGHAM, H. / KRAN, I. / LOVESTAM, A. (1992), S. 197.

²⁶⁴ Vgl. sinngemäß SCHMALENBACH, E. (1988), S. 57 f.

²⁶⁵ Vgl. WÖHE, G. (2002), S. 42.

²⁶⁶ Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

²⁶⁷ Unter Reliabilität wird die Reproduzierbarkeit von Ergebnissen bei wiederholten Messungen verstanden. Vgl. SCHEUCH, E. K. (1962), S. 175, gefunden in MÖLLER, W.-P. (1983), S. 44.

²⁶⁸ Gemeint sind Indikatoren der nachhaltigen Wettbewerbsfähigkeit. Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

²⁶⁹ Gemeint sind Indikatoren der individuellen und arbeitsbezogenen Einstellungen und Verhaltensweisen. Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

²⁷⁰ Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

Von wesentlicher Bedeutung ist die *Zeitdimension* bei der Erfolgsmessung. Bezogen auf den Zeitpunkt kann die Untersuchung entweder aus der ex ante- oder ex post-Perspektive, also entweder bezogen auf den erwarteten Erfolg oder auf den realisierten Erfolg erfolgen. Der Zeitraum variiert zwischen kurz- bis langfristigen Erfolgsmessungen.²⁷¹ Für den weiteren Verlauf wird die ex post Perspektive mit einem kurzfristigen Betrachtungszeitraum gewählt.

Um die Ergebnisse der Erfolgsmessung interpretieren zu können, bedarf es eines *Maßstabes*, an dem sich orientiert werden kann. Als Maßstab können Zielvorgaben²⁷², intertemporale²⁷³- oder unternehmensübergreifende²⁷⁴ Vergleiche und alternative Investitionsmöglichkeiten dienen.²⁷⁵ Als Maßstab für die Messung dieser Arbeit wird sich des intertemporalen Vergleichs bedient.

2.2.2. Abgrenzung der Erfolgsperspektive

Als am Erfolg interessierte Gruppen treten die Shareholder und die Stakeholder in den Vordergrund. Bei letzteren ist die Erfassung des Nutzens und somit die Erfolgsmessung nicht allumfassend möglich, da die Gruppe heterogen mit allen für das Unternehmen überlebenswichtigen Anspruchsgruppen durchmischt ist. Aus diesem wesentlichen Grund bleibt eine konkrete Messung des quantitativen Erfolgs demzufolge der Gruppe der Shareholder vorbehalten, deren Definition und Zusammensetzung sich aus der allgemeinen Begriffsreichweite für Anteilseigner aus § 2 MitbestG²⁷⁶ ergibt. Daher muss, um den Erfolgsbegriff für das weitere Verständnis der Arbeit definieren zu können, anknüpfend an den Zielansatz, zunächst das Ziel der Shareholder, welches sie mit einer M&A-Transaktion verwirklichen wollen, bestimmt werden. Denn an dem Grad der Erreichung eines Ziels lässt sich der Erfolg messen.²⁷⁷ Anknüpfend an KAPITEL 2.1.4. lässt sich

²⁷¹ Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

²⁷² Gemeint sind Soll-Ist-Vergleiche.

²⁷³ Hierbei wird angenommen, dass ohne M&A keine Wertveränderung eingetreten wäre und daher der gemessene Wert dem Erfolg / Misserfolg der Unternehmenstransaktion zuzusprechen ist.

²⁷⁴ Die Ergebnisse werden einer Kontrollgruppe gegenübergestellt, wie z.B. einem Branchenindex.

²⁷⁵ Vgl. VOGEL, D.H. (2002), S. 275.

²⁷⁶ I.d.F. vom 04.05.1976. Zuletzt geändert durch Art. 9 G vom 30.7.2009 I 2479.

²⁷⁷ Vgl. RUDOLPH, H. (1996), S. 32.

festhalten, dass der Großteil der dort vorgestellten Motive wert- bzw. vermögenssteigernde Zielsetzungen für die Shareholder²⁷⁸ der Käuferunternehmen verfolgt, was zudem auch durch die Befragung eines unabhängigen Marktforschungsinstituts im Auftrag von Ernst & Young von 2006 bestätigt wird.²⁷⁹ Dementsprechend muss es bei der Erfolgsmessung darum gehen, ob es bei den Käuferunternehmen nach der Transaktion zu einem Wertzuwachs also einem Anstieg des Shareholder Values gekommen ist, der bspw. durch die Entwicklung des Wertpapiers messbar ist.

2.2.3. Arbeitsdefinition von Erfolg

Bezogen auf die vorangegangenen Ausführungen wird der Begriff des Transaktionserfolgs im Weiteren, begrenzt auf die Perspektive der Anteilseigner, definiert als die innerhalb eines kurzfristigen Betrachtungszeitraums, ex post, quantitativ-objektiv messbare Steigerung des Unternehmenswertes des Akquiriers. Als Erfolgsmaßstab dient ein intertemporaler Vergleich.

Die Analyse ob eine Unternehmenswertsteigerung auf Käuferseite auf bestimmte Faktoren zurückzuführen ist, ist Inhalt der empirischen Untersuchung dieser Arbeit. Daher bedarf es für die Analyse, deren Ziel die Identifikation von Erfolgsfaktoren für Käuferunternehmen ist, neben der Definition des Erfolgsbegriffs zudem potentieller Erfolgsfaktoren, die möglicherweise eine Wertveränderung herbeiführen und damit den Erfolg von Transaktionen beeinflussen können. Deren Vorstellung und Auswahl ist Inhalt des dritten Kapitels.

2.3. Zusammenfassende Darstellung

Die Ausführungen dieses Kapitels werden in der unten stehenden TABELLE 7 noch einmal übersichtlich dargestellt.

²⁷⁸ Es sei angemerkt, dass es bei den Anteilseignern bzgl. der Zielerreichungsdauer zu unterschiedlichen Ansichten kommen kann.

²⁷⁹ Vgl. BÖHLKE, R. / WALLEYO, S. (2007), S. 261.

Begriff	Erläuterung
Mergers & Acquisitions	
Begriffsdefinition	Oberbegriff für alle im Rahmen von Unternehmensverbindungen vorkommenden Veränderungen, die von der Käuferseite initiiert werden und durch den Übergang von Leitungs- und Kontrollbefugnissen an Unternehmen auf andere Unternehmen gekennzeichnet sind
Marktentwicklung	wellenförmiger Verlauf: bis heute sechs M&A-Wellen aktuell: Aufwärtstrend am Markt erkennbar
Transaktionsprozess (idealtypisch)	Planungsphase Durchführungsphase Integrationsphase
Motive aus Käufersicht	strategische Motive finanzielle Motive persönliche Motive → lassen sich primär der Wertsteigerung des Käuferunternehmens für seine Eigentümer zuordnen → ermöglichen ex-post die Messung des Transaktionserfolges
Erfolg	
Begriffsdefinition	Steigerung des Unternehmenswerts des Käuferunternehmens

TABELLE 7: Kapitelzusammenfassung

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

3. Potentielle Erfolgsfaktoren von Mergers & Acquisitions

Zur Erfolgsmessung von Mergers & Acquisitions existieren zahlreiche empirische Untersuchungen. Während die Zielunternehmen in den Studien überwiegend positive Überrenditen generieren können, ist die Tendenz der abnormalen Renditen der Käuferunternehmen eher negativ. Zwar ergeben sich zum Teil keine oder nur gering positive Renditen²⁸⁰, aber in mehr als 50 % der Fälle kommt es sogar zu einer Senkung des Shareholder Values auf Erwerberseite, wie zahlreiche Studien belegen²⁸¹. Die angegebenen Gründe sind mannigfaltig, denn M&A-Transaktionen liegen, wie im vorherigen Kapitel gezeigt, oftmals sehr komplexe Dealstrukturen sowie individuelle Zielsetzungen der jeweiligen Unternehmen zu Grunde. Sie sind zudem während des gesamten Transaktionsprozesses einer Vielzahl von Einflussfaktoren ausgesetzt, die den Erfolg beeinflussen. Prinzipiell muss zwischen Faktoren unterschieden werden, die eine Transaktion generell immer beeinflussen können und Faktoren, die nur die jeweilige individuelle Situation beeinflussen, wozu u.a. auch die Persönlichkeit und individuellen Ziele der Beteiligten gehören. Gegenstand dieses Kapitels ist es, Faktoren, denen generell jede Transaktion ausgesetzt ist und damit Einfluss auf den jeweiligen Erfolg des akquirierenden Unternehmens nehmen, vorzustellen. Dabei wird auf den Erkenntnissen der bisherigen M&A-Forschung aufgebaut, mit dem Ziel potentielle Erfolgsfaktoren abzuleiten und die Relevanz der eigenen Untersuchung herauszustellen.

3.1. Darstellung möglicher Erfolgsfaktoren

Bei jeder Unternehmenstransaktion spielen neben sog. harten und weichen Faktoren²⁸² auch äußere Faktoren eine Rolle. Äußere Faktoren können in unternehmens-, transaktions- und umweltspezifische Ausprägungen unterschieden werden (vgl. TABELLE 8). Im Folgenden werden weniger unternehmensspezifische

²⁸⁰ Vgl. LÖHR, K. (2005), S. 115-116 und die dort angegebenen Studien.

²⁸¹ Vgl. EL-ARIDI, M. (2007), S. 173; HINNE, C. (2008), S. 89; KLOPPER, K. (2008), S. 1; STEGMANN, R. (2002), S. 2.

²⁸² Vgl. hierzu das 7-S-Modell von MCKINSEY.

Faktoren, sondern hauptsächlich transaktions- und umweltspezifische Faktoren berücksichtigt.

Einflussfaktoren		
unternehmensspezifische Faktoren	transaktionsspezifische Faktoren	umweltspezifische Faktoren
Wachstumsquote	Bindungsrichtung	Zeitlicher Fokus
Transaktionserfahrung	Transaktionsart	Geografischer Fokus
Verschuldungsgrad	Transaktionsvolumen	Branche
Unternehmensgröße	Übernahmeangebot	
Barmittelquote	Art der Bezahlung	
Marktanteil	Übernahmeprämie	
Börsensegment	Käufertyp	

TABELLE 8: Einflussfaktoren²⁸³

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

3.1.1. Umweltspezifische Faktoren

In diesem Unterkapitel werden unter Berücksichtigung bisheriger Forschungsergebnisse umweltspezifische Faktoren vorgestellt.

3.1.1.1. Zeitlicher Fokus

Beim zeitlichen Fokus geht es um die Frage, ob der Ankündigungszeitpunkt als Ereignistag Einfluss auf den Transaktionserfolg nimmt, bzw. ob es Erfolgsunterschiede bei Unternehmenstransaktionen in Abhängigkeit zum Ankündigungszeitpunkt gibt. Dabei handelt es sich um einen sehr facettenreichen Aspekt, denn sowohl die gesamtwirtschaftliche Lage²⁸⁴, wie auch kalendarische und saisonale Besonderheiten²⁸⁵ oder auch zunehmende Transaktionserfahrung²⁸⁶ in bestimmten Branchen

²⁸³ TABELLE 8 erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, die Faktoren sind beispielhaft aufgeführt.

²⁸⁴ Zwischen der Entwicklung der Aktienmärkte und der Entwicklung der globalen M&A-Volumina wurde ein eindeutiger Zusammenhang festgestellt; bei steigenden Aktienmärkten nehmen auch die M&A-Aktivitäten zu. Economic Shocks bewirken eine Verringerung der Transaktionsaktivitäten. Vgl. KAPITEL 2.1.2.1.7.

²⁸⁵ So ist ein Anstieg von M&A-Transaktionen zum Jahresende und zum Frühjahr hin (Bilanzpressekonferenz etc.) zu beobachten. Diese saisonalen Schwankungen sind dadurch begründet, dass

und generelle Kapitalmarktanomalien²⁸⁷ können eine Rolle spielen und den Erfolg beeinflussen.

Langzeitstudien, die den Erfolg von Unternehmenstransaktionen im Zeitablauf untersuchen, existieren nicht. Erste Analysen zu den Reaktionen der Aktienkurse finden sich in den Jahren von 1970 bis 1980. Dabei liegt der Fokus aber meist auf der Informations- und Allokationseffizienz von Kapitalmärkten und nicht auf der Höhe der mit M&A einhergehenden Kursausschlägen.²⁸⁸ Studien, die in den 1990er Jahren durchgeführt wurden, zeigen, dass es im Zeitablauf zu keinen strukturell anderen Renditen kommt. Targets erfahren meist positive Renditen, die Ergebnisse der Erwerberunternehmen sind i.d.R. nicht signifikant.²⁸⁹ Die zeitliche Komponente spielt demnach eine untergeordnete Rolle, wie auch in der Studie von G. ANDRADE ET AL.²⁹⁰ Dagegen können aktuellere Studien, die den Zeitaspekt untersucht haben, einen Zusammenhang zwischen dem zeitlichen Fokus und dem Transaktionserfolg identifizieren: K. C. KAUP, der weltweite Transaktionen der Logistikbranche in den Jahren von 1991 bis 2006 untersuchte, stellte fest, dass die Jahre 1999 bis 2002 besonders erfolgreich waren. Die Käuferunternehmen konnten statistisch signifikante CAAR²⁹¹ von bis zu 3,25 % im Ereignisfenster [-20/+20] realisieren. In den Jahren 1991 bis 1994 dagegen erlitten sie im gleichen Ereignisfenster einen statistisch signifikanten Wertverlust von -5,02 %. Bei den Zielunternehmen konnte dieser Trend ebenfalls eindeutig ermittelt werden.²⁹² Für den Untersuchungsraum von 1981 bis

sich der Informationsgrad von und über Unternehmen im Jahresverlauf stark unterscheidet. Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 60.

²⁸⁶ Die steigende Anzahl an Transaktionsaktivitäten führt zu Erfahrungswerten, die dazu führen könnten, dass M&A im Zeitablauf erfolgreicher werden. Studien konnten bisher allerdings nicht belegen, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Transaktionserfahrung und dem Transaktionserfolg besteht. Vgl. bspw. HALEBLIAN, J. / FINKELSTEIN, S. (1999), S. 51; ZOLLO, M. / LESHCHINKSKII, D. (2000), S. 19.

²⁸⁷ Unter Kapitalmarktanomalien werden wiederkehrende Muster in Renditezeitreihen verstanden, die jedoch im Widerspruch zur traditionellen Finanzierungstheorie stehen. Eine Abweichung von dem theoretisch erwarteten Verlaufsmuster von Wertpapierrenditen charakterisiert demnach eine Kapitalmarktanomalie. Vgl. PICHLER, S. (1993), S. 117.

²⁸⁸ Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 76 und die dort angegebene Literatur.

²⁸⁹ Vgl. BRUNER, R. F. (2002), S. 61 ff.

²⁹⁰ Vgl. ANDRADE, G. ET AL. (2001). Im Ereignisfenster [-1;+1] weicht die CAAR des Teil-Untersuchungszeitraums 1990-1998 mit 15,9 % nur um 0,1 Prozentpunkte nach unten von der CAAR des gesamten Untersuchungszeitraums von 1973-1998 ab. Ähnliches Resultat im Fenster [-20;0].

²⁹¹ CAAR ist die Abkürzung des englischsprachigen Begriffs *cumulative average abnormal return* und meint kumulierte durchschnittliche Überrenditen. Vgl. hierzu KAPITEL 4.2.4.

²⁹² Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 116.

2003 untersuchte M. MENTZ (2006) Transaktionen mit der Automobilzulieferindustrie und kam zu dem Ergebnis, dass bei den Käuferunternehmen Schwankungen der abnormalen Rendite über die Zeit erkennbar sind. Von 1981 bis 1992 konnten keine signifikanten Ergebnisse ermittelt werden, dagegen gehen ab 1993 M&A im Fenster [-1;+1] mit einer signifikanten Werterhöhung einher.²⁹³ S. H. PAUSER²⁹⁴ konnte für die Käuferunternehmen in keinem Zeitabschnitt signifikante CAAR feststellen. Bei den Zielunternehmen konnten dafür über den gesamten Untersuchungszeitraum hoch signifikante Renditen ermittelt werden. Im Ereignisfenster [-20;+20] lag diese in den Jahren von 1986 bis 1992 bei 35,32 %, sank im Zeitraum 1993 bis 1999 auf 26,54 % und brach im Intervall 2000 bis 2006 auf 17,37 % ein.²⁹⁵ Dagegen wurden für US-amerikanische Zielunternehmen im Zeitintervall von 1985 bis 1990 höhere Wertzuwächse (Ereignisfenster [-1;+1] CAAR: +0,75 %) ermittelt als von 1991 bis 1995 (Ereignisfenster [-1;+1] CAAR: +0,15 %).²⁹⁶

3.1.1.2. Geografischer Fokus

Ein anderer interessanter Aspekt ist der geografische Fokus von M&A-Transaktionen und die Frage, ob dieser den Erfolg beeinflusst. Werden grenzüberschreitende²⁹⁷ Unternehmenstransaktionen anders bewertet als nationale²⁹⁸? Mögliche Gründe wären auf der einen Seite im Rahmen der Globalisierung der Zugang zu neuen Absatzmärkten, das Ausnutzen von Steuer- und/oder Wechselkursvorteilen und die Verbesserung der Portfolio-Diversifizierung, die positiv ins Gewicht fallen können. Aber auf der anderen Seite auch geografische Distanz, Sprachbarrieren, kulturelle und gesetzliche Unterschiede zum Heimatland, die den Erfolg grenzüberschreitender M&A erschweren und zu Mehrkosten führen können. Oder auch die Frage ob

²⁹³ Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 107 f.

²⁹⁴ In dem Zeitraum von 1986 bis 2006 wurden weltweit 106 Transaktionen der Bauindustrie untersucht. Vgl. PAUSER, S. H. (2007), S. 124 ff.

²⁹⁵ Vgl. PAUSER, S. H. (2007), S. 149.

²⁹⁶ Vgl. MOELLER, S. B. / SCHLINGEMANN, F. P. (2005), S. 548 f.

²⁹⁷ Bei grenzüberschreitenden Transaktionen, auch als internationale oder Crossborder M&A bezeichnet, befindet sich der Firmensitz des akquirierenden Unternehmens in einem anderen Land, als der des Zielunternehmens. Vgl. BLÄTTCHEN, W. / WEGEN, G. (2003), S. 312.

²⁹⁸ Bei nationalen Transaktionen (National M&A) sind ausschließlich Unternehmen beteiligt, deren Sitz sich im selben Land befindet, Käufer- und Zielunternehmen sind beide im selben Staat ansässig.

einzelne Länder bei nationalen Transaktionen signifikante Unterschiede in der Bewertung zu anderen Ländern aufweisen²⁹⁹. Länderspezifische Aspekte, wie in TABELLE 9 aufgeführt, können eine Rolle bei dem Transaktionserfolg spielen.

Länderspezifische Aspekte		
Ökonomische Lage	Politische Lage	Sozio-kulturelle Lage
Wirtschaftliches Entwicklungsniveau	Rechtliche Rahmenbedingungen	Kulturelle Werte und Normen
Steuerniveau	Politische Ideologie	Demographie der Bevölkerung
Einkommensniveau	Wirtschaftspolitische Tendenzen	Religion
Wechselkurs	Politische Stabilität	Sozial-psychologische Entwicklungen
Arbeitslosenquote	Länderrisiko	

TABELLE 9: Länderspezifische Aspekte³⁰⁰

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an VOGEL, D. H. (2002), S. 118.

In einer Vielzahl von Studien wurde der Erfolg von M&A-Transaktionen bezogen auf den geografischen Fokus bereits untersucht. In TABELLE 10 sind zunächst Studien mit nationalem Fokus aufgeführt. Die Studien lassen allerdings keine eindeutigen Schlüsse zu, da die jeweiligen Ergebnisse sehr unterschiedlich sind. In einigen Studien finden sich signifikant positive Renditen, wie z.B. bei M. FIRTH oder T. GRÜNERT. Wobei im zweiten Fall nur Transaktionen mit Krisenunternehmen betrachtet worden sind, was auch eine mögliche Erklärung für die Diskrepanz in der Höhe der Renditen zu den anderen Event Studies ist. In anderen Studien zeigen sich hingegen schwache bis negative Wertveränderungen mit stellenweise gegensätzlichen Ergebnissen.

²⁹⁹ So ermittelte bspw. R. BÜHNER, dass Konjunktur- / Börsenzyklen in verschiedenen Ländern oft unterschiedlich verlaufen und es daher zu unterschiedlichen Renditen und monatlich unterschiedlichen Schwankungen kommt. Vgl. BÜHNER, R. (1985), S. 173.

³⁰⁰ TABELLE 9 erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, die Faktoren sind beispielhaft aufgeführt.

Event-Studies mit nationalem Fokus							
Autor(en)	Zeitraum	Geografischer Fokus	Branche	Stichproben- größe	Ergebnis- fenster	Käufer	Ziel
Bühner, R. (1990)	1973-1985	Deutschland	Verarbeitendes Gewerbe	95	[0M] [-1M;+1M] [-24M;+24M]	- 0,1 % (n.s.) + 0,6 % - 9,4 %	
Grandjean, B. (1992)	1982-1986	Deutschland	übergreifend	38	[-60;-1] [0] [+1;+60] [-60;+60]	- 1,5 % + 2,8 % - 3,7 % - 2,7 %	
Appenbrink, R. E. W. (1993)	1973-1989	Deutschland	übergreifend	108	[-40;-1] [-1;0] [+1;+40] [-40;+40]	+ 12,8 % + 6,1 % + 8,8 % + 27,4 %	
Gerke, W. et al. (1995)	1987-1992	Deutschland	übergreifend	19	[-40;0] [-1;0]	+ 8,8 % + 2,2 %	
Sudarsanam, S. et al. (1996)	1980-1990	UK	übergreifend	429	[-20;-1] [0] [-20;+40]		+ 9,9 % + 13,9 % + 29,2 %
Firth, M. (1997)	1970-1987	Neuseeland	übergreifend	198	[-2W;0W] [-1W;0W] [0W]	+ 4,5 % + 4,9 % + 2,0 %	+ 2,7 % + 3,9 % + 19,6 %
Eckardt, J. (1999)	1964-1992	Deutschland	übergreifend	113	[-40;-2] [-1;0] [-5;+5] [-40;+40]	+ 1,7 % (n.s.) - 0,1 % (n.s.) + 1,0 % + 0,2 %	+ 4,1 % + 1,2 % + 3,3 % + 5,4 %
Böhmer, E. / Löffler, Y. (1999)	1985-1993	Deutschland	übergreifend	672	[-30;+10] [-10;+2] [-3;+1]	- 1,4 % - 0,6 % - 0,3 %	
Schwert, G. W. (2000)	1975-1996	USA	übergreifend	2.296	[-63;-1] [0;+126] [-63;+126]		+ 9,6 % + 12,4 % + 22,0 %
Andrade, G. et al. (2001)	1973-1988	USA	übergreifend	3.688	[-20;0] [-1;+1]	k.A. + 0,7 % (n.s.)	+ 23,8 % + 16,0 %
Fuller, K. et al. (2002)	1990-2000	USA	übergreifend	3.135	[-2;+2]	+ 1,8 %	
Picken, L. G. (2003)	1993-1998	Deutschland	übergreifend	112	[-40;0] [-1;0] [-2;+1] [-5;+5] [-40;+40]	+ 1,1 % (n.s.) + 1,2 % + 2,1 % + 3,1 % + 1,1 % (n.s.)	+ 9,3 % + 8,5 % + 7,3 % + 6,7 % + 11,0 %
Moeller, S. B. et al. (2004)	1980-2001	USA	übergreifend	12.023	[-1;+1]	+ 1,1 %	
Goergen, M. /Renneboog, L. (2004)	1993-2000	Europa	übergreifend	103	[-40;0] [-1;0] [-2;+2] [-60;+60]	+ 0,4 % + 0,4 % (n.s.) + 0,9 % + 0,5 % (n.s.)	+ 15,0 % + 0,6 % + 0,9 % + 15,0 %
Hirshleifer, D. et al. (2005)	1962-2001	USA	übergreifend	1.018	[-5;+5]	+ 0,2 % (n.s.)	+ 30,0 %
Grünert, T. (2007)	1997-2004	Deutschland	übergreifend	33	[0;+1] [-1;+1] [-5;+5]	+ 7,5 % + 7,3 % + 7,9 %	
Zrilic, O. / Hoshino, Y. (2007)	1993-2005	Japan	übergreifend	62	[-1;0] [-1;+1] [-20;+20]	+ 1,6 % + 1,2 % + 1,4 % (n.s.)	
Bimberg, M. C. (2009)	2002-2004	Deutschland	übergreifend	88	[0] [-1;+1] [-40;+40] [-70;+40]		+ 15,1 % + 17,1 % + 31,3 % + 36,0 %

TABELLE 10: Auswahl an Event Studies mit nationalem Fokus

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Trotz der Unterschiede im Untersuchungsdesign, der Stichprobenzusammensetzung und im Untersuchungszeitraum ist vor allem der Unterschied in den Renditen bei dem Vergleich von Käufer- zu Zielunternehmen auffällig. Während die Kursreak-

tionen bei den akquirierenden Unternehmen in den meisten Fällen nahe bei Null liegen, ist sie bei den Zielunternehmen immer mit signifikanten und meist sehr hohen abnormalen Renditen verbunden.

Studien, die grenzüberschreitende Transaktionen³⁰¹ untersuchen, sind der nachstehenden TABELLE 11 zu entnehmen.

Event-Studies: nationale Transaktionen vs. crossborder Transaktionen									
Autor(en)	Zeitraum	Geografischer Fokus	Branche	Stichproben-größe	Ergebnis-fenster	National		Crossborder	
						Käufer	Ziel	Käufer	Ziel
Mentz, M. (2006)	1981-2004	weltweit	Automobil-zulieferer	201	[0] [-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	+ 1,0 % + 1,6 % + 1,8 % (n.s.) + 1,1 % (n.s.) + 2,0 % (n.s.)	+ 9,5 % + 18,8 % + 24,3 % + 24,0 % + 26,3 %	+ 0,4 % (n.s.) + 1,3 % + 1,5 % + 1,2 % (n.s.) + 1,1 % (n.s.)	+ 19,8 % + 22,7 % + 28,8 % + 30,3 % + 35,6 %
Pauser, S. H. (2007)	1986-2006	weltweit	Bauindustrie	106	[-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	+ 1,0 % (n.s.) + 0,3 % (n.s.) + 1,2 % (n.s.) + 1,9 % (n.s.)	+ 10,9 % + 14,9 % + 18,2 % + 21,4 %	+ 0,1 % (n.s.) + 0,2 % (n.s.) + 1,0 % (n.s.) + 1,0 % (n.s.)	+ 17,3 % + 17,6 % + 17,7 % + 19,5 %
Thmoas, I. (2008)	1994-2004	weltweit mit Ziel Japan	übergreifend	61	[0;+1] [-1;+1] [-5;+5] [-5;+10]			+ 1,2 % + 1,7 % + 1,2 % (n.s.) + 1,4 % (n.s.)	
Kaup, K. C. (2008)	1991-2006	weltweit	Logistik	200	[0] [-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	+ 0,8 % (n.s.) + 1,5 % (n.s.) + 1,8 % (n.s.) + 1,0 % (n.s.) + 1,2 % (n.s.)	+ 8,7 % + 11,4 % + 12,5 % + 13,5 % + 13,2 %	+ 0,9 % + 1,7 % + 0,9 % (n.s.) + 1,5 % (n.s.) + 2,6 %	+ 7,0 % + 9,6 % + 13,2 % + 12,1 % + 16,9 %
Lenhard, R. (2009)	1998-2003	Europa	Telekommuni-kation	219	[-20;0] [0] [0;+5] [0;+20] [-20;+20]	- 3,4 % - 0,4 % (n.s.) - 0,4 % (n.s.) - 5,1 % - 9,0 %		- 3,4 % - 0,6 % - 0,5 % (n.s.) - 2,7 % - 5,5 %	
Mathur, I. et al. (1994)	1984-1988	weltweit mit Ziel USA	übergreifend	77	[-1;+1]			- 0,3 %	
Seth, A. et al. (2002)	1981-1990	weltweit mit Ziel USA	übergreifend	100	[-10;+10]			- 0,1 % (n.s.)	
Moeller, S. B. / Schlingemann, F. P. (2005)	1985-1995	USA mit Zielen weltweit	übergreifend	383	[-1;+1]		+ 1,2 %		+ 0,3 % (n.s.)
Thomas, T. W. (2006)	1990-2002	Europa, Nordamerika	Energie-versorgung	529	[-20;0] [-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	- 2,9 % - 1,4 % - 1,6 % - 2,3 % - 3,1 %	+ 11,8 % + 8,2 % + 11,2 % + 11,6 % + 13,8 %	+ 0,8 % (n.s.) + 0,1 % (n.s.) + 0,5 % (n.s.) + 0,1 % (n.s.) + 0,2 % (n.s.)	+ 8,2 % + 6,7 % + 9,0 % + 9,9 % + 10,5 %

TABELLE 11: Auswahl an Event Studies mit nationalem vs. internationalem Fokus

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Tendenziell sind für die Käuferunternehmen bei Nationalen M&A höhere Renditen erkennbar, für die Zielunternehmen bei Crossborder M&A. Bei S. B. MOELLER ET AL. ist wiederum ein negativer Effekt grenzüberschreitender Transaktionen bei Zielunter-

³⁰¹ Die überwiegende Anzahl grenzüberschreitender M&A wird seit jeher von KMU durchgeführt. Ihr geschätzter Anteil betrug im Jahr 1990 ca. 75 % der gesamten Transaktionen, während 204 der 1.000 weltgrößten Transaktionen mit einem Volumen von 57 Mrd. USD wertmäßig ca. 50 % des gesamten grenzüberschreitenden Volumens ausmachten. Vgl. JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008), S. 567.

nehmen zu beobachten. Es lassen sich also erneut keine eindeutigen Aussagen machen. Ein möglicher Grund für diese unterschiedlichen Ergebnisse könnten die regionalen Beschränkungen der jeweiligen Untersuchungen sein. Zudem weisen die meisten Studien keinen industriespezifischen Fokus auf, was die Vergleichbarkeit erschwert, da diese zufällig zusammengesetzten Stichproben verschiedener Industrien auch im Nachhinein nicht spezifiziert werden. Eine weltweite und brachenübergreifende Untersuchung liegt demnach noch nicht vor.

Empirische Befunde zu den Auswirkungen von transkontinentalen Transaktionen sind bisher nur in geringer Anzahl vorhanden. Bei M. MENTZ zeigt sich für Käuferunternehmen im Ereignisfenster [-1;+1] bei Crosscontinental M&A eine Wertsteigerung von 1,2 %, bei den Continental M&A eine signifikante Erhöhung um 1,6 %. Für die Zielunternehmen verhält es sich umgekehrt. Zwar sind die Renditen zu den der Käuferunternehmen erneut um ein vielfaches höher, aber die abnormale Rendite bei kontinentüberschreitenden Transaktionen liegt bei signifikanten 22,4 %, bei Continental M&A beträgt sie nur 19,3 %.³⁰² Dem entsprechen auch die Ergebnisse von K. C. KAUP. Im signifikanten Ereignisfenster [-1;+1] liegt die abnormale Rendite der Käuferunternehmen bei Crosscontinental M&A bei 1,4 % und bei Continental M&A bei 2,1 %. Auf der Seite der Zielunternehmen liegt sie im ersten Fall bei 9,6 % und bei Transaktionen innerhalb eines Kontinents bei 9,5 %.³⁰³

3.1.1.3. Wirtschaftlicher Fokus

Die Branchenzuordnung³⁰⁴ der an der Transaktion beteiligten Unternehmen kann ein Faktor sein, der Einfluss auf den Erfolg von Mergers & Acquisitions nimmt. Denn die wirtschaftliche Entwicklung innerhalb von Branchen ist in der Regel heterogener als in der Wirtschaft als Ganzes. Dies äußert sich zum einen in den jeweiligen Gewinn-

³⁰² Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 118.

³⁰³ Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 122.

³⁰⁴ Branche ist eine Sammelbezeichnung für Unternehmen, die gleiche bzw. ähnliche Produkte oder Dienstleistungen herstellen, oder ihre Produkte mit einer ähnlichen oder identischen Fertigungstechnik bzw. Technologie produzieren und deshalb als eine Gruppe, also eine Branche, klassifiziert werden. Vgl. PORTER, M. E. (1999), S. 35.

potentialen der einzelnen Branchen, die sich zum Teil erheblich unterscheiden³⁰⁵, zum anderen in der Konzentrationsentwicklung, die auf eine erfolgte Transaktion branchenweit folgt; allerdings in den verschiedenen Branchen in unterschiedlicher Ausprägung.³⁰⁶

Über die sechs M&A-Wellen hinweg können wechselnde Branchenschwerpunkte der Transaktionen beobachtet werden. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts standen die produzierende Industrie und netzwerkbasierte Branchen im Mittelpunkt. Die Aktivitäten verlagerten sich später auf grenzüberschreitende M&A innerhalb der Automobil-, Papier-, Nahrungsmittel- und Elektroindustrie. Mit dem Eintritt neuer Branchen in den M&A-Markt veränderte sich das Bild Mitte der 1990er Jahre nachhaltig. Gerade in den Branchen des Sektors Kommunikation vermehrte sich die Anzahl der Transaktionen. Als ein weiterer Hauptakteur auf dem M&A-Markt erscheint der Sektor Finanzen. Zuletzt ließ sich in der sechsten Welle ein Trend zum Kommunikation-, Finanz-, IT- und Dienstleistungssektor beobachten.³⁰⁷

Interessant in diesem Zusammenhang ist die Frage, welchen Einfluss die Branche auf den Erfolg von M&A-Transaktionen nimmt. Existiert eine systemtische Beziehung zwischen den jeweiligen Branchen und dem Erfolg von M&A? Gründe könnten die jeweiligen Branchenschwerpunkte und die damit verbundene Marktkonsolidierung sein. Durch weniger Angebote an potentiellen Zielunternehmen könnte ein Preisanstieg denkbar sein.³⁰⁸ Auch die branchenspezifischen Faktoren sind in den jeweiligen Branchen durchaus verschieden³⁰⁹ und können Erfolgsunterschiede erklären.

³⁰⁵ So ermittelte M. E. PORTER, dass bspw. Unternehmen der Reifen-, Papier- und Stahlbranche keine hohen Erträge erwirtschaften. Dagegen erwirtschaften Unternehmen aus den Branchen der Ölförderungs-ausrüstungen und -dienstleistungen, Kosmetika und Toilettenartikel teilweise spektakuläre Erträge. Vgl. PORTER, M. E. (1999), S. 33.

³⁰⁶ Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 61.

³⁰⁷ Vgl. JANSEN, S. A. (2001), S. 75; KLEINERT, J. / KLODT, H. (2000), MÜLLER-STEWENS, G. (2007).

³⁰⁸ Zudem kommt die sog. *Next-Target-Theory*, die besagt, dass aufgrund vollzogener Transaktionen Anleger als auch Konkurrenten permanent nach dem nächsten zu übernehmenden Target suchen und die dadurch angetriebenen spekulativen Käufe den Markt weiter nach oben treiben. Vgl. PICOT, G. (2008), S. 13.

³⁰⁹ Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 38.

In der Literatur ist eine große Anzahl von empirischen Studien zu einzelnen Branchen zu finden. Branchenspezifische Gründe werden darin als Voraussetzung für erfolgreiche bzw. nicht erfolgreiche Transaktionen gesehen. Begründet ist dieser Ansatz in den empirischen Ergebnissen von M. MITCHELL / H. MULHERIN (1996) und H. MULHERIN / A. BOONE (2000), die branchenspezifische Gründe für erhöhte Transaktionstätigkeit feststellten.³¹⁰ Hier liegt zudem auch die Kritik³¹¹ an branchenübergreifenden Studien begründet.

Für den Bankensektor gibt P. BEITEL einen Überblick über den aktuellen Stand der empirischen M&A-Erfolgsforschung. Allein für den Zeitraum von 1984 bis 2002 wurden 48 Ereignisstudien mit Fokus auf Bankentransaktionen identifiziert, die überwiegend den geografischen Fokus in die USA haben. Hinsichtlich der Erwerberunternehmen kann kein konsistentes Bild ermittelt werden. Festgehalten werden kann, wie auch seine Studie aus 2004 für Europa bestätigt (vgl. TABELLE 12), dass aus Sicht der Käuferunternehmen kein Wert geschaffen wird, dagegen die Zielunternehmen signifikante und vergleichsweise hohe Renditen generieren.³¹²

Diese Aussage lässt sich auf andere Branchen übertragen.³¹³ In keiner der betrachteten branchenspezifischen Studien konnten für die Erwerberunternehmen entsprechende Wertsteigerungen ermittelt werden, die die Annahme begründen würden, dass die Branchenzugehörigkeit der beteiligten Unternehmen Einfluss auf die Wertentwicklung der Käuferunternehmen nimmt.

³¹⁰ Vgl. MITCHELL, M. / MULHERIN, H. (1996), S. 201; MULHERIN, H. / BOONE, A. (2000), S. 122 ff. Sie stellten fest, dass M&A innerhalb einer Branche, insbesondere nach Economic Shocks, wertschaffend sind.

³¹¹ In branchenübergreifenden Studien können aufgrund der zusammengefassten Betrachtung verschiedener Branchen die spezifischen Wertschöpfungspotentiale der einzelnen Branchen nicht oder nur schwer erfasst werden. Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 75-76.

³¹² Vgl. BEITEL, P. (2002), S. 68 f.

³¹³ Vgl. hierzu den Stand der erfolgsbezogenen M&A-Forschung mit branchenspezifischem Fokus bei PAUSER, S. H. (2007), S. 116 f., 119 ff. wie auch nachfolgende TABELLE 12.

Branchenspezifische Event-Studies							
Autor(en)	Zeitraum	Geografischer Fokus	Branche	Stichproben-größe	Ergebnis-fenster	Käufer	Ziel
Mentz, M. (2006)	1981-2004	weltweit	Automobil-zulieferer	201	[0] [-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	+ 0,7 % + 1,4 % + 1,6 % + 1,1 % (n.s.) + 1,5 % (n.s.)	+ 13,1 % + 20,1 % + 25,9 % + 26,2 % + 29,6 %
Kaup, K. C. (2008)	1991-2006	weltweit	Logistik	200	[0] [-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	+ 0,8 % + 1,6 % + 1,4 % + 1,2 % (n.s.) + 1,8 % (n.s.)	+ 7,9 % + 10,6 % + 12,8 % + 12,9 % + 14,8%
Beitel, P. et al. (2004)	1985-2000	Europa	Banken	98	[-1;0] [0] [-1;+1]	- 0,0 % (n.s.) - 0,1 % (n.s.) - 0,1 % (n.s.)	+ 10,5 % + 8,3 % + 12,4 %
Campbell, R. et al. (2001)	1994-1998	USA	REITs	85	[0] [0;+1] [-1;+1]	+ 0,6 % + 0,6 % + 0,6 %	+ 2,8 % + 3,0 % + 3,2 %
Pauser, S. H. (2007)	1986-2006	weltweit	Bauindustrie	106	[-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	+ 1,0 % (n.s.) + 0,3 % (n.s.) + 1,2 % (n.s.) + 1,9 % (n.s.)	+ 10,9 % + 14,9 % + 18,2 % + 21,4 %
Thomas, T. W. (2006)	1990-2002	Europa, Nordamerika	Energie-versorgung	529	[0] [-1;+1] [-5;+5] [-10;+10] [-20;+20]	- 0,2 % - 0,1 % - 0,3 % - 0,6 % - 0,5 %	+ 5,2 % + 7,9 % + 10,5 % + 11,1 % + 12,7 %

TABELLE 12: Auswahl an branchenspezifischen Event Studies

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

3.1.2. Transaktionsspezifische Faktoren

Nachfolgend werden transaktionsspezifische Faktoren vorgestellt, die für den Erfolg von Unternehmenstransaktionen von Relevanz sein können. Zudem werden Ergebnisse anderer Untersuchungen mit einbezogen.

3.1.2.1. Bindungsrichtung

Eng mit dem Faktor Branche (vgl. KAPITEL 3.1.1.3.) ist die Bindungsrichtung³¹⁴ einer Unternehmenstransaktion verbunden. Hinsichtlich ihrer Bindungsrichtung können drei Arten von M&A differenziert werden.

³¹⁴ M&A lassen sich nach der Bindungsrichtung klassifizieren (vgl. MECKL, K. / LUCKS, R. (2002), S. 25), diese richtet sich dabei nach der Diversifikationsrichtung, also nach der Beziehung in der Erwerber und Zielgesellschaft vor der Durchführung des Vorhabens gestanden haben (vgl. HUNGENBERG, H. (2006), S. 509). Die Typologisierung der M&A auf Basis der Bindungsrichtung

Eine horizontale Transaktion liegt vor, wenn diese innerhalb einer Branche auf derselben Produktions- oder Handelsstufe erfolgt.³¹⁵ Es kann als ein Wachstum innerhalb einer Branche, ohne Erweiterung der Wertschöpfungskette bezeichnet werden. In diesem Fall spielen Synergieeffekte eine entscheidende Rolle. Besonders die Monopolhypothese³¹⁶, die Effizienzhypothese³¹⁷ und die Synergiehypothese³¹⁸ werden als mögliche Beweggründe für horizontale Transaktionen angeführt.³¹⁹ Ziel ist es, die Kernkompetenzen des Unternehmens zu stärken und die Präsenz bzw. Marktmacht durch erhöhten Marktanteil in den Kernmärkten zu erweitern.³²⁰ Die horizontale Bindungsrichtung ist die dominante Form³²¹, so wird in den USA bei über 75 % der Transaktionen kein Wechsel der Branchen vorgenommen. Die vertikale und laterale Strategie (s.u.) nehmen auf niedrigem Niveau immer weiter ab.³²²

Bei einer vertikalen Transaktion erfolgt die Ausdehnung der Wertschöpfungskette in vor- (*Forward Integration*³²³) oder nachgelagerte (*Backward Integration*³²⁴) Branchen, indem sich Unternehmen derselben Branche, aber unterschiedlicher, meist aufeinander folgender Wertschöpfungsebenen zusammenschließen.³²⁵ Wiederum ist der Hauptgrund für diese M&A-Entscheidung das Erzielen von Synergien³²⁶ und damit die Erweiterung der Kernkompetenzen des Unternehmens.³²⁷ Mögliche Ziele sind eine langfristige Unabhängigkeit von Rohstoffquellen oder eine bessere

lässt sich zum Teil von den Motiven und Zielen der durchgeführten Transaktion ableiten. Die Klassifizierung kann in Abhängigkeit von den betroffenen Märkten (Branchen) sowie Produktionsstufen erfolgen (vgl. VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002), S. 9).

³¹⁵ Vgl. NEUMANN, A. (1994), S. 66.

³¹⁶ Zur Monopolhypothese vgl. bspw. LINDSTÄDT, H. (2006), S. 69 ff., JANSEN, S. A. (2004), S. 85 f.

³¹⁷ Zur Effizienztheorie vgl. bspw. PERIN, S. (1996), S. 5, MENTZ, M. (2006), S. 148 ff.

³¹⁸ Vgl. zur Synergiehypothese und zu Synergieeffekten KAPITEL 2.1.4.1.1.

³¹⁹ Vgl. JANSEN, S. A. (2001), S. 103.

³²⁰ Vgl. GRUBE, R. / TÖPFER, A. (2002), S. 25.

³²¹ Diese Marktberreinigung hat den in KAPITEL 3.1.1.3. genannten erhöhten Konzentrationsgrad in einzelnen Branchen zur Folge.

³²² Vgl. JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008), S. 567.

³²³ Vgl. NEUMANN, A. (1994), S. 70 für eine ausführliche Darstellung

³²⁴ Vgl. NEUMANN, A. (1994), S. 69 für eine ausführliche Darstellung.

³²⁵ Vgl. STROHMER, M. F. (2001), S. 19.

³²⁶ Vgl. ACHLEITNER, A.-K. (2002), S. 143.

³²⁷ Vgl. GRUBE, R. / TÖPFER, A. (2002), S. 25.

Qualitätskontrolle der benötigten Rohstoffe oder die Sicherung der Absatzwege³²⁸, um langfristig die eigene Wertschöpfungsleistung zu stärken und abzusichern.³²⁹

Mit einer lateralen Akquisitionsstrategie (*Conglomerate Merger*) wird das Ziel der Diversifikation³³⁰ verfolgt, indem in branchenfremde Unternehmen investiert wird, um ein möglichst gestreutes Unternehmensportfolio zu erreichen.³³¹ Die Hintergründe für die Form der Akquisition liegen zum einen in strategischen und operativen Verbundeffekten. Zum anderen wird versucht, eine starke Abhängigkeit von einem bestimmten Bereich abzuschwächen und somit einen Ausgleich der Ertragslage zu erzielen. Mit einer solchen Risikostreuung der unternehmerischen Tätigkeit, geht zudem häufig eine günstigere Kapitalbeschaffung einher.³³² Durch die Aktivitäten in unterschiedlichen Wertschöpfungsketten weisen konglomerate Unternehmensstrukturen sehr heterogene Marktleistungen auf.³³³

In diesem Zusammenhang ist zu überprüfen, ob brancheninterne M&A vom Kapitalmarkt anders bewertet werden als Transaktionen mit branchenexternen Targets. Erhöhen Transaktionen mit Unternehmen, die die eigenen Kernkompetenzen verstärken oder ergänzen, die Erfolgsaussichten oder sind diversifizierende Transaktionen mit branchenexternen Zielen erfolgreicher? Für das stärkere Wertschöpfungspotential fokussierender M&A spricht, dass die Überschneidungen³³⁴ höher sind und dementsprechend das Synergiepotential größer ist.³³⁵ Vorteile der vertikalen Integration sind in der Risikominimierung und der Möglichkeit des externen Wachstums in starke Märkte zu sehen.³³⁶

³²⁸ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 15, DREßLER, A. (2006), S. 14, ACHLEITNER, A.-K. (2002), S. 143.

³²⁹ Vgl. MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005), S. 281.

³³⁰ Vgl. FN. 58.

³³¹ Vgl. BINDER, P. M. (2006), S. 21.

³³² Vgl. ACHLEITNER, A.-K. (2002), S. 144; DREßLER, A. (2006), S. 14.

³³³ Vgl. MACHARZINA, K. / WOLF, J. (2005), S. 270.

³³⁴ Mehrfachnutzung von Potentialfaktoren, Beschaffungs- und Vertriebskanälen sowie Informationen für die Produktion sind möglich und können u.a. zu Kosteneinsparungen führen. Vgl. ROLLBERG, R. / LERM, M. (2006), S. 243.

³³⁵ Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 75-76.

³³⁶ Vgl. ROLLBERG, R. / LERM, M. (2006), S. 243.

Die Literatur weist etliche Studien zur Bindungsrichtung von M&A auf. Erstmals wurde dieser Aspekt 1983 von S. W. SALANT ET AL.³³⁷ untersucht, die eine theoretische Analyse von horizontalen Transaktionen vorgenommen haben. Dem folgte im Jahr 1990 eine umfassendere theoretische Analyse von horizontalen M&A durch J. FARRELL / C. SHAPIRO^{338, 339}. Die meisten kapitalmarktorientierten Event Studies unterscheiden nach fokussierenden und diversifizierenden Transaktionen, wie auch der nachstehenden TABELLE 13 zu entnehmen ist.

S. H. PAUSER differenziert in seiner Untersuchung nach den drei oben beschriebenen Bindungsrichtungen. Bei den Erwerberunternehmen wird im Ereignisfenster [-20;+20] die höchste Rendite mit 4,93 % bei vertikalen Transaktionen ermittelt, gefolgt von 1,46 % bei horizontalen M&A. Bei lateralen Transaktionen zeigt sich eine negative Rendite von -6,80 %. Bei den Zielunternehmen können im gleichen Ereignisfenster hoch signifikante Ergebnisse ermittelt werden. Mit 26,46 % generieren die vertikalen Transaktionen die höchste abnormale Rendite. Transaktionen mit lateraler Bindungsrichtung erreichen einen Wertzuwachs von 24,92 % und horizontale M&A 17,54 %.³⁴⁰

Event-Studies: fokussierende vs. diversifizierende Transaktionen								
Autor(en)	Geografischer Fokus	Branche	Stichproben-größe	Ergebnis-fenster	Fokussierend		Diversifizierend	
					Käufer	Ziel	Käufer	Ziel
Loefert, C. (2007)	USA	Banken	166 (insgesamt)	[-1;+1] [-5;+1] [-10;+1]	- 2,3 %	+ 10,2 %	- 3,1 %	+ 13,3 %
					- 2,5 % (n.s.)	+ 9,3 %	- 2,4 %	+ 13,8 %
					- 2,9 % (n.s.)	+ 11,6 %	- 2,3%	+ 16,4 %
Loefert, C. (2007)	USA	Telekommuni-kation	166 (insgesamt)	[-1;+1] [-5;+1] [-10;+1]	- 3,1 %	+ 12,9 %	- 2,4 % (n.s.)	+ 10,7 %
					- 2,3 %	+ 13,0 %	- 1,1 % (n.s.)	+ 11,1 %
					- 2,2 %	+ 15,5 %	- 3,4 % (n.s.)	+ 13,6 %
Lenhard, R. (2009)	Europa	Telekommuni-kation	219	[-20;0] [0] [0;+5] [0;+20] [-20;+20]	- 2,6 %		- 5,4 %	
					- 0,5 %		- 0,2 % (n.s.)	
					- 0,8 %		- 0,3 % (n.s.)	
					- 3,3 %		- 3,8 %	
					- 5,4 %		- 9,4 %	

TABELLE 13: Auswahl an Event Studies mit strategischer Bindungsrichtung

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

³³⁷ Vgl. SALANT, S. W. ET AL. (1983).

³³⁸ Vgl. FARRELL, J. / SHAPIRO, C. (1990).

³³⁹ Vgl. FRANCK, E. / MEISTER, U. (2006), S. 102.

³⁴⁰ Vgl. PAUSER, S. H. (2007), S. 153 ff.

Entsprechend den vorherigen Ausführungen und den Studien in TABELLE 13 kann zusammengefasst werden, dass akquirierende Unternehmen tendenziell bei fokussierenden Transaktionen höhere abnormale Renditen erzielen und M&A mit diversifizierendem Fokus bei den Erwerberunternehmen Werte vernichten. Dies entspricht auch dem Ergebnis anderer Studien³⁴¹. Transaktionen mit diversifizierendem Fokus wirken dagegen positiv auf die Kursentwicklung der Zielunternehmen.

Abschließend ist anmerken, dass sich die meisten Studien auf ein bestimmtes Land oder einen bestimmten Kontinent beziehen, so dass der Stellenwert einer internationalen diversifizierenden Transaktion bisher weitgehend ungeklärt ist.³⁴²

3.1.2.2. Transaktionsart

Der Erwerb von Unternehmen kann auf zwei verschiedenen Arten erfolgen. Entweder werden die Anteile (Share Deal) oder die einzelnen Wirtschaftsgüter der Zielgesellschaft (Asset Deal) erworben.³⁴³

Der Share Deal stellt eine M&A-Transaktion durch die Übertragung von Gesellschaftsbeteiligungen der Zielgesellschaft auf den Erwerber dar. Es wird auch von Anteils- bzw. Beteiligungserwerb gesprochen³⁴⁴, da Beteiligungsrechte, wie z.B. Aktien, Geschäftsanteile oder Beteiligungen an Personengesellschaften, den Kaufgegenstand darstellen. Im Gegensatz zum Asset Deal werden hier durch eine Universalsukzession alle wirtschaftlichen Rechte und Verpflichtungen vom Käufer der Zielgesellschaft übernommen. Die Konsolidierung der Aktiva und Passiva der Zielgesellschaft mit denen des Erwerbers ist nicht notwendig, da weder eine Änderung der Gesellschaft noch eine Änderung der Rechtsnachfolge stattfindet, einzig der Eigentümer ändert sich.³⁴⁵ Da es bei einem Share Deal ein Inhaber-

³⁴¹ Für Studien, bei denen fokussierende Transaktionen auf die abnormale Rendite der Käuferunternehmen eine positive Wirkung haben und diversifizierende Transaktionen eine Wertreduktion hinnehmen müssen bspw. MORCK, R. ET AL. (1990); DELONG, G. (2001); CORNETT, M. M. ET AL. (2003); MAQUIEIRA, C. P. ET AL. (1998); FERRIS, S. P. ET AL. (2002); RUSTIGE, M. / GROTE, M. (2009); KAUP, K. C. (2008); WANSLEY, J. W. ET AL. (1983).

³⁴² Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 76.

³⁴³ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 7.

³⁴⁴ Vgl. FLICK, M. (2007), S. 29.

³⁴⁵ Vgl. RAUPACH, G. (2007), S. 207.

wechsel bei der Gesellschaft erfolgt, ist zu beachten, dass besonders bei Verträgen mit Banken, Versicherungen, Lieferanten und Lizenzgebern sog. *Change of Control-Klauseln* enthalten sind. Da den Vorgenannten bei einem Inhaberwechsel ein außerordentliches Kündigungsrecht zusteht, werden Vorbehaltsklauseln zur Absicherung schon in den Verträgen mitverhandelt.³⁴⁶ Anwendung findet der Asset Deal häufig bei Restrukturierungsmaßnahmen und bei dem Kauf von kleineren Unternehmen, auch weil diese Art bei dem Erwerb größerer Unternehmen zu umfangreich ist.³⁴⁷

Beim Asset Deal werden „Sachen und Rechte des Unternehmens durch Singularsukzession gemäß den jeweils für sie geltenden Vorschriften auf den Käufer übertragen“.³⁴⁸ Durch den *Bestimmtheitsgrundsatz* müssen alle zu übertragenden Wirtschaftsgüter und Verbindlichkeiten, unter Bezugnahme auf die Bilanz und das Inventarverzeichnis, konkret festgelegt und benannt werden. Ebenfalls eindeutig festzulegen und individuell zu benennen, sind die übertragbaren Vertragsbeziehungen mit Lieferanten, Kunden und sonstigen Dritten, wie z.B. Vermietern oder Leasingunternehmen, sowie mit den Arbeitnehmern der Gesellschaft. Die erworbenen Wirtschaftsgüter gehen in die Bilanz des Erwerbers über, so dass bei dem Zielunternehmen nur ein „leerer Unternehmensmantel“ übrigbleibt.³⁴⁹ Der Asset Deal ist die gängige Methode bei der Übernahme von gesamten Kapitalgesellschaften.³⁵⁰

Beide Arten sind sowohl für den Käufer als auch den Verkäufer mit Vor- und Nachteilen verbunden. Hieraus lassen sich klare Präferenzen ableiten.³⁵¹ Aufgrund der Haftungsproblematik bevorzugt der Verkäufer den Share Deal, da mit der Übertragung der Gesellschaftsanteile die Verbindlichkeiten vollständig auf den Käufer übergehen. Der Verkäufer trägt durch den Share Deal ein geringes Risiko. Der Käufer hingegen präferiert den Asset Deal. Vorteile für den Käufer resultieren bei dem Asset Deal aus den Abschreibungsmöglichkeiten einzelner Aktiva und der Aktivierungsfähigkeit des Goodwills.³⁵² Daher ist denkbar, dass die Wahl der Trans-

³⁴⁶ Vgl. PICOT, G. (2005B), S. 142.

³⁴⁷ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 7-8.

³⁴⁸ Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 11.

³⁴⁹ Vgl. RAUPACH, G. (2007), S. 207.

³⁵⁰ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 8-9.

³⁵¹ Vgl. LÖFFLER, C. (2009), S. 405-406.

³⁵² Vgl. JANSEN, S. A. (2008), S. 248.

aktionsart Einfluss auf den Erfolg nimmt und das Käuferunternehmen bei einem Asset Deal eine höhere Rendite generieren kann als bei einem Share Deal.

Die Studie von K. C. KAUP, in der der Zusammenhang zwischen Transaktionsart und dem Erfolg von Unternehmenstransaktionen analysiert wurde, belegt, dass Zielunternehmen bei einem Share Deal signifikant erfolgreicher sind als bei einem Asset Deal. Dagegen konnten bei Käuferunternehmen keine signifikanten Unterschiede zwischen Share Deal und Asset Deal festgestellt werden.³⁵³

3.1.2.3. Art der Bezahlung

Der Kaufpreis für das Zielunternehmen kann entweder in Form von Bargeld (*Cash Offer*), Aktien (*Share Offer*) oder einer Mischung aus Bargeld und Aktien vom akquirierenden Unternehmen beglichen werden.

Interessant ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Art der Bezahlung Einfluss auf die Renditegenerierung der beteiligten Unternehmen nimmt und sich damit auf den Erfolg einer Transaktion auswirkt. Die entsprechende Wahl kann als Signal an die Shareholder der beteiligten Unternehmen für die Selbsteinschätzung des Käufers hinsichtlich seiner Börsenbewertung gewertet werden. Eine Barabfindung kann dem Kapitalmarkt offerieren, dass der Käufer die eigenen Wertpapiere behalten will, da diese unterbewertet sind und der Kaufpreis aus dem Cashflow bzw. aus der Fremdfinanzierung finanziert wird. Wird ein Unternehmen hingegen im Aktientausch erworben, wird dem Kapitalmarkt signalisiert, dass die eigenen Wertpapiere für überbewertet gehalten werden und demnach eine kurzfristige Wertsteigerung der Wertpapiere für nicht möglich gehalten wird.³⁵⁴ Dementsprechend sollten Cash Offer auf der Käuferseite einen positiveren Effekt haben als Share Offer. Auf der Seite der Zielunternehmen verhält es sich entgegengesetzt.

³⁵³ Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 128 f.

³⁵⁴ Vgl. JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008), S. 567-568

Viele der bisherigen Studien³⁵⁵ zeigen aber ein anderes Bild auf: Bei einem Cash Offer ergeben sich für die Käuferunternehmen keine signifikanten Auswirkungen auf die abnormale Rendite, positive hingegen bei den Zielunternehmen. Wird die Bezahlung in Form von Aktien vorgenommen, kommt es auf beiden Seiten oftmals zu weniger positiven bzw. zu signifikant negativen Ergebnissen.³⁵⁶ L. H. P. LANG ET AL. stellt bei der Verwendung von Barmitteln für die akquirierenden Unternehmen eine negative abnormale Rendite fest.³⁵⁷ In den Studien von K. C. KAUP, M. MENTZ, T. W. THOMAS und S. H. PAUSER hingegen generieren die Käuferunternehmen bei einem Cash Offer höhere Wertzuwächse als bei einem Share Offer. Bei den Zielunternehmen verhält es sich genau anders herum.³⁵⁸ S. B. MOELLER ET AL. können diese Ergebnisse bzgl. der Käuferunternehmen bestätigen: Für die gesamte Stichprobe ermitteln sie eine hoch signifikante abnormale Rendite von 1,4 % bei einem Cash Offer und 0,2 % bei einem Share Offer. Bei Unterscheidung der Zielunternehmen nach Privatunternehmen, Öffentlichen Unternehmen und Tochtergesellschaften werden für die akquirierenden Unternehmen in allen Fällen bei einem Share Deal höhere Wertsteigerungen gemessen.³⁵⁹

3.1.2.4. Transaktionsvolumen

Die Höhe des Transaktionsvolumens stellt möglicherweise einen Einflussfaktor dar, denn es kann als Indikator für die Größe der Transaktion gesehen werden. Ein hohes Transaktionsvolumen impliziert den Erwerb eines größeren Zielunternehmens. Dies bedeutet komplexere Deal-Strukturen, die mit entsprechend hohem Integrationsaufwand und dementsprechenden Kosten verbunden sind. Dagegen lässt ein weniger hohes Transaktionsvolumen ein relativ kleineres Zielunternehmen vermuten, welches sich möglicherweise schneller und günstiger integrieren lässt. Danach

³⁵⁵ Vgl. WANSLEY, J. ET AL. (1983), S. 20; HUANG, Y.-S. / WALKING, J. (1987), S. 343; TRAVLOS, N. (1987), S. 951 ff.; TRAVLOS, N. / PAPAIOANNOU, G. (1991), S. 20 ff.; ANDRADE, G. ET AL. (2001), S. 111; YOOK, K. (2003), S. 490.

³⁵⁶ Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 86.

³⁵⁷ Vgl. LANG, L. H. P. ET AL. (1991), S. 322.

³⁵⁸ Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 130 f.; MENTZ, M. (2006), S. 121 f. Bei THOMAS, T. W. (2006), S. 170 und PAUSER, S. H. (2007), S. 196 f. generieren allerdings auch die Zielunternehmen bei einem Cash Offer die höheren Wertzuwächse.

³⁵⁹ Vgl. MOELLER, S. B. ET AL. (2004), S. 212-214.

sollten die Kursveränderungen der Wertpapiere der Käuferunternehmen bei Ankündigung von Transaktionen mit kleinerem Volumen positiver ausfallen als bei der Ankündigung großvolumiger Transaktionen. Auf der anderen Seite kann die Höhe des Transaktionsvolumens auch ein Hinweis auf die Größe des Käuferunternehmens sein, wonach Transaktionen mit geringerem Transaktionsvolumen eher kleineren Erwerberunternehmen zuzuordnen sind und Transaktionen mit hohen Volumina von entsprechend großen Käuferunternehmen durchgeführt werden. Aufgrund der Annahme einiger Autoren, dass in großen Unternehmen interne Wachstumsmöglichkeiten eher erschöpft sein können³⁶⁰, ist mit steigendem Volumen wiederum von einem negativen Effekt des Käuferunternehmens auszugehen.

Die Ergebnisse bisheriger Studien deuten darauf hin, dass ein Zusammenhang zwischen der Größe des akquirierenden Unternehmens und der Entwicklung der abnormalen Rendite existiert. R. LENHARD ermittelte für die Käuferunternehmen generell negative Kursreaktionen: Im Ereignisfenster [-20;+20] mit einem Transaktionsvolumen größer 30 Mrd. USD liegt die signifikant negative Rendite bei -5,33 %. Bei einem Volumen zwischen einer Mrd. USD und 30 Mrd. USD wird eine negative Rendite von -4,18 % gemessen und bei einem Volumen von unter einer Mrd. USD von -10,13 %.³⁶¹ Damit untermauert er die Ergebnisse von M. MITCHELL ET AL., die einen negativen Effekt der Größe auf den Transaktionserfolg feststellten, der sich mit zunehmender Größe verstärkt.³⁶² Bei S. H. PAUSER hingegen kommt es mit zunehmender Größe der Zielunternehmen zu einem Wertzuwachs bei den Käuferunternehmen. Bei den Zielunternehmen verhält es sich, bis auf das Ereignisfenster [-1;+1], umgekehrt.³⁶³ Dies wird auch von K. C. KAUP bestätigt, der zwar bei den Zielunternehmen keine signifikanten Unterschiede bzgl. der Transaktionsgröße und dem Erfolg herausstellen kann, für die Käuferunternehmen aber zeigt, dass große Transaktionen signifikant erfolgreicher sind als kleinere.³⁶⁴ Interessant in diesem Zusammenhang ist auch die Untersuchung von T. W. THOMAS, der sowohl den Einfluss des Transaktionsvolumens und der Größe der Zielunternehmen auf die

³⁶⁰ Vgl. MOELLER, S. B. ET AL. (2004), S. 204.

³⁶¹ Vgl. LENHARD, R. (2009), S. 204.

³⁶² Vgl. MITCHELL, M. ET AL. (2004), S. 43 ff.

³⁶³ Vgl. PAUSER, S. H. (2007), S. 186 f.

³⁶⁴ Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 132 f. Ähnlich Ergebnisse auch bei MENTZ, M. (2006), S. 128 ff.

Renditeentwicklung analysiert hat. In Bezug auf die Unternehmensgröße stellt er fest, dass sowohl die Käufer- als auch die Zielunternehmen bei kleineren Zielen höhere Renditen erwirtschaften, wobei die Ergebnisse für die akquirierenden Unternehmen insignifikant sind.³⁶⁵

Es lässt sich festhalten, dass anhand der bisherigen Studienergebnisse nicht eindeutig bestimmt werden kann, ob das höhere Synergiepotential großer Transaktionen die geringe Komplexität und die damit einhergehenden geringeren Integrationskosten bei kleineren Transaktionen übertreffen bzw. bei großen Transaktionen das Synergiepotential die tatsächlichen Integrationskosten übersteigt.

3.1.2.5. Übernahmeangebot

Die Art des Übernahmeangebots ist ein weiterer möglicher Faktor, der Einfluss auf den Erfolg von M&A nehmen kann. Es wird zwischen freundlichen und feindlichen Angeboten differenziert.

Bei einer freundlichen Übernahme (*Friendly Takeover*) ist das Management des Zielunternehmens mit der Transaktion grundsätzlich einverstanden und verhandelt mit dem Management des Erwerberunternehmens das weitere Vorgehen. In der Regel fällt dem Management des Zielunternehmens die Entscheidung für eine Transaktion leichter, wenn die eigene Position im Unternehmen durch die Transaktion nicht in irgendeiner Weise beeinträchtigt wird. Weiterhin ist denkbar, dass das Management der Transaktion zustimmt, weil es annimmt, dass seine Verantwortung gegenüber den Aktionären diese Zustimmung erfordert.³⁶⁶

Das wesentliche Kennzeichen einer feindlichen Übernahme (*Hostile Takeover*) ist, dass das Management der Zielgesellschaft die Übernahme nicht billigt und versucht eine mögliche Übernahme durch spezielle Abwehrmaßnahmen³⁶⁷ zu verhindern.

³⁶⁵ Vgl. THOMAS, T. W. (2007), S. 150.

³⁶⁶ Vgl. WATTNER, R. (1990), S. 50.

³⁶⁷ Beispiele für solche Abwehrmaßnahmen sind *Poison Pills* oder *White Knight*. Auf die Erläuterung wird hier verzichtet und stattdessen auf die Literatur verwiesen, vgl. bspw. WEISNER, A. (2000). Zu den Auswirkungen solcher Abwehrmaßnahmen auf den Unternehmenswert der Zielunternehmen werden in der Literatur zwei Hypothesen diskutiert. Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 18.

Dies inkludiert jedoch nicht, dass eine Übernahme von allen Anteilseignern als feindlich eingestuft wird.³⁶⁸ Das Management des übernehmenden Unternehmens bemüht sich daher, die Wertpapiere der Zielgesellschaft öffentlich im Wege eines i.d.R. über dem Börsenkurs liegenden³⁶⁹ Angebotes zu erwerben³⁷⁰, um so die Kontrollmehrheit zu erlangen und gegen den Willen der Unternehmensleitung des Targets, die Transaktion vollziehen zu können.

Aufgrund eines Übernahmekampfes von unbekannter Dauer, höherer Übernahmeprämien und der damit einhergehende Unsicherheit, ob es zu einer Transaktion kommt, ist davon auszugehen, dass eine feindliche Übernahme einen negativen Einfluss auf den Aktienkurs der Käuferunternehmen hat. P. ASQUITH ermittelt 1983 eine positive CAAR für die Shareholder der Zielgesellschaft, konnte für die Käuferunternehmen aber keine Veränderung feststellen.³⁷¹ Eine Untersuchung von J. P. MORGAN ergab, dass die Wertentwicklung von Käuferunternehmen, die im Jahr 1999 feindliche Übernahmen in Europa tätigten, 18% unter dem Niveau des Gesamtmarktes lag.³⁷²

3.1.2.6. Übernahmeprämie

Bei einer Unternehmenstransaktion bestimmt sich der Kaufpreis nicht ausschließlich über den Marktpreis des Zielunternehmens, sondern zusätzlich durch die Übernahmeprämie³⁷³ (*Takeover Premium*), die das erwerbende Unternehmen an die Aktionäre des Zielunternehmens zahlt. Die Höhe der Prämie³⁷⁴ beziffert das Agio zwischen dem Übernahmekurs und dem Kurs des Zielunternehmens vor

³⁶⁸ Vgl. FRITZ, K. O. (2006), S. 112.

³⁶⁹ Zu Übernahmeprämie vgl. das nachfolgende KAPITEL 3.1.2.6.

³⁷⁰ Vgl. ARLINGHAUS, O. / BALZ, U. (2003), S. 57-58.

³⁷¹ Vgl. ASQUITH, P. (1983), S. 70 f.

³⁷² Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 20 f.

³⁷³ Die Höhe variiert im Zeitablauf. In den 1990er Jahren machte die Prämienhöhe ca. 40 % des Kaufpreises aus, fiel mit dem Platzen der New Economy-Blase signifikant ab und erreichte im Jahr 2006 mit 46 % einen Spitzenwert, der im Jahr 2007 um 19 % einbrach. Vgl. JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008), S. 568.

³⁷⁴ Bei feindlichen Übernahmen oder aufgrund von Bieterkämpfen zwischen Käuferunternehmen fallen die Übernahmeprämien meist noch höher aus. Vgl. FLANAGAN, D. J. / O'SHAUGHNESSY, K. C. (2003).

Bekanntgabe der Transaktionsabsicht³⁷⁵ und gibt somit den verkaufenden Aktionären des Targets die Möglichkeit an den erwarteten Vorteilen der Transaktion finanziell zu partizipieren.³⁷⁶ Dementsprechend sollten Übernahmeprämien auf die Aktienkursreaktion der Zielunternehmen einen positiveren Effekt haben als auf die des Käuferunternehmens.

Dieses wird von einer US-amerikanischen Studie aus dem Jahr 1993 bestätigt, welche 663 Transaktionen in dem Zeitraum zwischen 1962 bis 1985 untersuchte. Während für die Zielunternehmen kumulierte abnormale Renditen zwischen 19 % und 35 % nachgewiesen werden konnten, beliefen sich diese für die Käuferunternehmen zwischen -1 % und 4,7 % auf niedrigem Niveau.³⁷⁷

3.1.2.7. Käufertyp

In den Prozess der Mergers & Acquisitions sind viele Interessensgruppen involviert. Neben dem Verkäufer und dem Käufer, den eigentlichen Hauptakteuren, sind bspw. auch Wettbewerber, Lieferanten, Kunden, Investoren, Banken, Wirtschaftsprüfer und die eigenen Mitarbeiter beteiligt bzw. in irgendeiner Art davon betroffen. Da aber in dieser Arbeit die Erfolgsermittlung des akquirierenden Unternehmens im Vordergrund steht und von Seite des Erwerbers nur das Management selbst für die Entscheidung zum Kauf eines Unternehmens bzw. Unternehmensteils verantwortlich ist, wird im Folgenden nur die Gruppe der Käufer analysiert, während alle anderen Interessensgruppen in der weiteren Betrachtung außen vor bleiben. Die Gruppe der Käufer kann in die Kategorien der strategischen Käufer (*Corporate Acquires*) und der Finanzinvestoren (*Financial Buyers*) differenziert werden.

Strategische oder auch industrielle Investoren verfolgen zumeist das langfristige Ziel, ihre eigene Markt- bzw. Wettbewerbsposition auszubauen und das erworbene Unternehmen bzw. den erworbenen Unternehmensteil in die eigene Wertschöpfungs-

³⁷⁵ Vgl. SCHMIDT, H. / PRIGGE, S. (2002), S. 234.

³⁷⁶ Vgl. THOMAS, T. W. (2006), S. 75.

³⁷⁷ Vgl. WINTER, S. G. (1993).

aktivität zu integrieren.³⁷⁸ Das Hauptaugenmerk liegt beim strategischen Käufer nicht ausschließlich auf dem finanziellen Erfolg, sondern auch auf der möglichen Nutzung von Synergiepotentialen, wie z.B. der Optimierung der Einkaufskonditionen, der Generierung von Kundenpotentialen oder der Ergänzung von Produktbereichen.³⁷⁹ Dazu werden Unternehmen der gleichen oder einer anderen Branche erworben um ihren eigenen Geschäftsbetrieb durch Expansion oder Diversifikation weiterzuentwickeln.³⁸⁰

Finanzinvestoren verfolgen mit einer Akquisition lediglich ein renditeorientiertes Ziel, nämlich die Erwirtschaftung einer attraktiven Gesamrendite aus dem Engagement, die sich aus dem gezahlten Kaufpreis, den Erträgen im Beteiligungszeitraum und dem späteren Verkaufserlös ergibt.³⁸¹ Finanzinvestoren versuchen durch Restrukturierungsmaßnahmen einen größtmöglichen Wertzuwachs für das erworbene Unternehmen zu erreichen.³⁸² Diese Wertsteigerung soll durch die Optimierung der Effizienz, z.B. Kostensenkungsprogramme, Verkauf von unrentablen Geschäftsteilen oder Erschließung neuer Ertragsquellen, erzielt werden. Das Hauptmotiv ist dabei die spätere geplante Veräußerung der Beteiligung, um einen maximalen Verkaufspreis und somit eine möglichst hohe Gesamrendite zu erzielen. Bereits zum Zeitpunkt des Unternehmenserwerbs steht fest, dass der Finanzinvestor durch einen Exit sein Engagement innerhalb von drei bis sieben Jahren beenden wird.³⁸³ Das Zielunternehmen gilt in diesem Zusammenhang als Anlageobjekt mit dem Ziel der Wertsteigerung und einer anschließenden Weiterveräußerung, zumeist in Form von IPOs,³⁸⁴ Trade Sales³⁸⁵ oder Secondary Buyouts³⁸⁶. Dabei treten Finanzinvestoren oftmals in Form von Private-Equity-Unternehmen³⁸⁷ oder Hedge Fonds³⁸⁸ auf. Eine Ausnahme bilden dabei die sog. Industriebeteiligungen, die keinen Ausstieg planen

³⁷⁸ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 27.

³⁷⁹ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 11.

³⁸⁰ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 27.

³⁸¹ Vgl. ESCHEN, E. (2002), S. 27.

³⁸² Vgl. JANEBA-HIRTL, E. (2005), S. 70.

³⁸³ Vgl. KRIEGER, A. (2006), S. 20.

³⁸⁴ Zu IPO vgl. TABELLE 1.

³⁸⁵ Trade Sale meint den Verkauf eines zumeist jungen Unternehmens an ein Großunternehmen.

³⁸⁶ Unter einem Secondary Buyout wird der Verkauf an einen weiteren Finanzinvestor verstanden.

³⁸⁷ Zu Private-Equity-Unternehmen vgl. statt vieler KASERER, C. ET AL. (2007); JUST, L. (2006).

³⁸⁸ Zu Hedge Fonds vgl. z.B. HORNBERG, K. W. (2006); WEBER, T. (2004).

sondern ihre Beteiligungen langfristig im Portfolio halten und sich über die jährlichen Gewinnausschüttungen finanzieren.³⁸⁹

Besonders die Rolle der Finanzinvestoren bei M&A-Transaktionen hat in den letzten Jahren stark an Bedeutung zugenommen. Ihr absoluter und relativer Marktanteil stieg beachtlich. Waren im Jahr 1999 noch 272 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 117 Mrd. USD durch Finanzinvestoren zu verzeichnen, stieg der Betrag auf 818 Mrd. USD im Jahr 2006. Dabei versechsfachte sich der relative Anteil am weltweiten M&A-Markt von 4 % auf 24 % in nur sieben Jahren. In der gleichen Zeit hat sich auch die durchschnittliche Transaktionsgröße von ca. 450 Mio. USD auf inzwischen 1,182 Mrd. USD erhöht.³⁹⁰ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch ERNST & YOUNG in ihrer Studie über den Private-Equity-Markt in Deutschland, welche belegt, dass die Zahl der Private-Equity-Transaktionen in der Zeit von 2003 bis 2006 um 155 %³⁹¹ gestiegen ist. Der Wert der Transaktionen erhöhte sich sogar von 14 Mrd. EUR auf 51 Mrd. EUR.³⁹² Infolge der Subprime-Krise brachen Ende 2007 die angekündigten Private-Equity Deals um die Hälfte ihres Volumens ein, im Vergleich zu den Vorjahreswerten.³⁹³ Für Deutschland kann festgehalten werden, dass 70 % der M&A-Transaktionen durch strategische Investoren getätigt werden.³⁹⁴

Da die Integrationsphase des M&A-Prozesses u.a. auch durch die Käufergruppen und den jeweiligen Interessen beeinflusst wird, kann ein Einfluss des Käufertyps auf den Transaktionserfolg angenommen werden. Ein strategischer Käufer besitzt i.d.R. ein langfristiges Interesse an dem übernommenen Unternehmen, was sowohl bei Käufer- als auch bei Zielunternehmen eine positive Wirkung auf die abnormale Rendite vermuten lässt. Wohingegen Finanzinvestoren meist das Ziel einer schnellen Gewinnrealisierung aus der für sie offenkundigen Wertdifferenz zwischen dem

³⁸⁹ Vgl. HAUSER, C. (2009), S. 10-11.

³⁹⁰ Vgl. JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008), S. 588.

³⁹¹ Von 73 M&A-Transaktionen im Jahr 2003 auf 186 M&A-Transaktionen im Jahr 2006. Vgl. ERNST & YOUNG (2006).

³⁹² Vgl. ERNST & YOUNG (2006).

³⁹³ Vgl. JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008), S. 588.

³⁹⁴ Vgl. RIGALL, J. / RÖPER, B. (2007), S. 57.

Einkauf von Anteilen einer Gesellschaft und deren kurzfristig realisierbarer Wiederveräußerung am Markt verfolgen.³⁹⁵

3.2. Ableitung des Forschungsziels

Die große Bedeutung von Unternehmenstransaktionen spiegelt sich, wie die vorhergehende Ergebnispräsentation bisher durchgeführter Studien zeigt, in einem umfangreichen Schrifttum wider. Dennoch lassen die vorgenannten empirischen Befunde keine eindeutigen Schlüsse über die Vorteilhaftigkeit der jeweiligen Einflussfaktoren in Bezug auf den Transaktionserfolg zu. Die teilweise deutlichen Unterschiede bei der Erfolgsbeurteilung von Ankündigungseffekten von Unternehmenstransaktionen können neben den Charakteristika der jeweiligen untersuchten Transaktionen oder der daran beteiligten Unternehmen auch auf die Schwerpunktsetzung der jeweiligen Untersuchungen zurückgeführt werden.

Ursächlich für die Verschiedenheit der empirischen Arbeiten sind die üblichen Einschränkungen, die sich aus der zeitlichen und geografischen Bezogenheit der Studien ergeben. Die jeweiligen Studien basieren stets auf einer bestimmten Stichprobe, die zu einer bestimmten Zeit (bzw. über einen bestimmten Zeitraum) zu einem bestimmten Land (bzw. zu einer bestimmten geografischen Fläche) erhoben worden sind. Zu den jeweils verschiedenen zeitlichen und räumlichen Bezügen der Stichprobe kommen die jeweils individuellen Untersuchungsdesigns, die verschiedenen Definitionen der Erfolgskonzeption, Unterschiede bei der methodischen Vorgehensweise und Einschränkungen bzgl. der Größen oder Branchen hinzu und erschweren den Vergleich und die Beurteilung der Ergebnisse zusätzlich.

Allerdings lässt sich, trotz der verschiedenen und zum Teil widersprüchlichen Ergebnisse der empirischen Literatur, die Aussage bestätigen, dass Zielunternehmen von Mergers & Acquisitions regelmäßig stark profitieren. Nicht so aber die Käuferunternehmen, deren Renditen oft negativ und zudem meist insignifikant sind. Dabei sind es die Käuferunternehmen, die Kapital in das Zielunternehmen investieren und

³⁹⁵ Vgl. VOGEL, D. H. (2002), S. 39

versuchen ihr Unternehmen mit Mergers & Acquisitions an die sich verändernden Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen anzupassen, um ihre Wirtschaftskraft zu erhalten bzw. zu stärken.

Da dieses investierte Kapital in vielen Fällen den bisherigen Ergebnissen zufolge keinen Mehrwert generiert, ist eine empirische Untersuchung der Käuferunternehmen, bei der die Wirkung mehrerer Einflussfaktoren Berücksichtigung findet und damit den Transaktionserfolg unverzerrt darstellt, von empirischer Relevanz. Ziel soll es sein, Erfolgsfaktoren zu identifizieren, die in Bezug auf Transaktionsankündigungen zu einer Steigerung des Shareholder Value der Käuferunternehmen führen und damit den Erfolg positiv beeinflussen.

3.3. Auswahl potentieller Erfolgsfaktoren

Um Handlungsimplicationen hinsichtlich der Steigerung der Erfolgsquote von Käufern bei M&A entwickeln zu können, muss ermittelt werden, welche Einflussfaktoren bei einer Unternehmenstransaktion einen Wertzuwachs für die Shareholder des Käuferunternehmens generieren und damit als Erfolgsfaktoren gelten. C. ROCKHOLTZ definiert Erfolgsfaktoren als „Einflussgrößen, Zustände oder Charakteristika, die von entscheidender Bedeutung für den Erfolg einer Akquisition sind und ihre Bewertungsfunktion mittel- oder unmittelbar über Wertgeneratoren beeinflussen.“³⁹⁶ Für die in den vorangegangenen Unterkapiteln theoretisch vorgestellten Einflussfaktoren konnte ein Einfluss auf den Transaktionserfolg generell empirisch nachgewiesen werden. Uneinigkeit herrscht dagegen über die Richtung und Höhe der Wertgenerierung.

Die folgende TABELLE 14 stellt diejenigen Faktoren dar, deren Einfluss auf den Transaktionserfolg im Rahmen der Untersuchung dieser Arbeit analysiert werden sollen, um sie bestenfalls als Erfolgsfaktor für Käuferunternehmen bei Mergers & Acquisitions identifizieren zu können.

³⁹⁶ ROCKHOLTZ, C. (1999), S. 60.

Potentielle Erfolgsfaktoren		
Erfolgsfaktor	Spezifizierung	Begründung
Zeitlicher Fokus	Jahre	bisherige Ergebnisse nicht eindeutig
	Monate	bisher keine Ergebnisse
Geografischer Fokus	Kontinent	bisher wenige Studien und Ergebnisse nicht eindeutig
	Continental vs. Crosscontinental	bisher wenige Studien und Ergebnisse nicht eindeutig
	Land	bisherige Ergebnisse nicht eindeutig
	National vs. Crossborder	bisherige Ergebnisse nicht eindeutig
Branche	Sektoren	bisher keine Ergebnisse
	Branchen	bisherige Ergebnisse nicht eindeutig
Bindungsrichtung	Fokussierende vs. Diversifizierende	bisherige Ergebnisse nicht eindeutig
Transaktionsvolumen		bisherige Ergebnisse nicht eindeutig

TABELLE 14: Vorstellung der potentiellen Erfolgsfaktoren

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

4. Erfolgsmessung

Das Ziel dieses Kapitels ist es, die Untersuchungsmethodik der Erfolgsmessung für die empirische Untersuchung des nächsten Kapitels vorzustellen. Dazu werden zunächst die verschiedenen Methoden der Erfolgsmessung dargestellt, bevor auf den grundsätzlichen Aufbau und die Vorgehensweise einer Event Study eingegangen wird. Dabei werden Problembereiche erläutert sowie methodische Ausgestaltungsmöglichkeiten und relevante Testverfahren diskutiert, um die zentralen Aspekte im Hinblick auf die folgende Untersuchung darzustellen.

4.1. Methoden der Erfolgsmessung

Zur Erfolgsmessung werden in der Literatur vier grundlegende Konzepte unterschieden und damit vier verschiedene Möglichkeiten, die Frage nach der Erfolgsbeurteilung von Unternehmenstransaktionen zu beantworten.³⁹⁷ Neben der Untersuchung unter Zuhilfenahme von Jahresabschlüssen, der Befragung des an der Akquisition beteiligten Managements³⁹⁸ und der Analyse anhand von Einzelindikatoren³⁹⁹, ist vor allem in der angloamerikanischen Literatur die kapitalmarkt-orientierte Event Study von Börsenkursen eine weitverbreitete Untersuchungsmethodik.⁴⁰⁰

Auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen, können zur grundsätzlich jahresabschluss- und kapitalmarkt-orientierte Erfolgsanalysen unterschieden werden⁴⁰¹, die im Folgenden vorgestellt und ihre Verwendung diskutiert wird.⁴⁰²

³⁹⁷ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 5; KERLER, P. (2000), S. 85-107; BRUNER, R. F. (2004), S. 33; STORCK, J. (1993), S. 139; KIRCHNER, M. (1991), S. 92 ff; ROCKHOLTZ, C. (1999), S. 47-48; ECKARDT, J. (1999), S. 75.

³⁹⁸ Zur Managerbefragung als Methode der Erfolgsmessung vgl. statt vieler ATTESLANDER, P. / KOPP, M. (1999); RAUSCHER, J.-I. (2007), S. 33-34 und die dort angegebene Literatur.

³⁹⁹ Ein möglicher Einzelindikator zur Erfolgsanalyse ist bspw. die Analyse von Wiederverkaufsraten. Vgl. dazu PORTER, M. E. (1987), S. 43 ff.

⁴⁰⁰ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 96.

⁴⁰¹ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 5.

⁴⁰² Aufgrund der Evidenz der Ergebnisse wird sich auf diese beiden Analyseformen konzentriert.

4.1.1. Jahresabschlussorientierte Erfolgsanalyse

Die Messung der jahresabschlussorientierten Erfolgsanalyse erfolgt auf Basis publizierter Jahresabschlüsse^{403, 404}. Die Entwicklung der daraus zu berechnenden Kennzahlen⁴⁰⁵ wird entweder anhand einer Zeitreihenanalyse⁴⁰⁶ oder durch eine komparative Objektanalyse⁴⁰⁷ analysiert.⁴⁰⁸ Bezogen auf Unternehmenstransaktionen wird der Erfolg mit Hilfe statistischer Testverfahren gemessen, indem die Entwicklung von Finanzkennzahlen der Ertrags- und / oder Rentabilitätsseite⁴⁰⁹ der beteiligten Unternehmen nach der Transaktion mit dem gewichteten Durchschnitt vor der Transaktion betrachtet wird.⁴¹⁰ Es handelt sich daher, da Jahresabschlüsse für Investoren eine bedeutende Quelle für die Aktienbewertung darstellen, um eine indirekte Form der Messung der Wertsteigerung aus Sicht der Shareholder.⁴¹¹ Zudem wird, aufgrund der ex post Betrachtung der Jahresabschlüsse, der tatsächliche Erfolg bewertet.

In der Literatur sind zahlreiche jahresabschlussorientierte Studien zu finden, wie beispielhaft auch die nachfolgende TABELLE 15 aufzeigt. Die darin aufgeführten Untersuchungen können repräsentativ für eine Vielzahl anderer jahresabschlussorientierter Erfolgsanalysen gesehen werden. Die Ergebnisse der jahresabschlussorientierten Arbeiten, die zur Erfolgswirkung von M&A-Transaktionen durchgeführt worden sind, unterscheiden sich zwar in zahlreichen Merkmalen, wie Messgröße⁴¹² oder Untersuchungsperspektive, haben aber eine tendenziell negative Beurteilung der Transaktionen gemeinsam.

⁴⁰³ Darin enthalten die GuV, die Bilanz sowie die Kapitalflussrechnung, vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 5.

⁴⁰⁴ Vgl. STORCK, J. (1993), S. 141.

⁴⁰⁵ Je nach Informationsinteresse lassen sich verschiedene Gruppen von Kennzahlen unterscheiden, bspw. zur Vermögensstruktur oder Kapitalstruktur, zu den Deckungsgraden oder zu dem Erfolg des jeweiligen Unternehmens. Vgl. PERRIDON, L. / STEINER, M. (2003), S. 541-574.

⁴⁰⁶ Unter der der Zeitreihenanalyse ist der Vorher-Nachher-Vergleich zu verstehen.

⁴⁰⁷ Unter der komparativen Objektanalyse ist die Gegenüberstellung mit einer Kontrollgruppe zu verstehen.

⁴⁰⁸ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 85-86.

⁴⁰⁹ Kennzahlen zur Messung einer wertorientierten Unternehmenspolitik im Sinne des Shareholder Value-Ansatzes wären bspw. DCF, ROI, EVA, vgl. PERRIDON, L. / STEINER, M. (2003), S. 16.

⁴¹⁰ Vgl. STORCK, J. (1993), S. 141.

⁴¹¹ Vgl. BRUNER, R. F. (2004), S. 35.

⁴¹² Es werden Rentabilität, Ertrags- und Bilanzkennziffern als Messgröße angesetzt.

Jahresabschlussorientierte Ereignisstudien		
Autor(en) erstmalige Publikation	Land, Analysezeitraum, Stichprobengröße	Unternehmenswert nach Transaktion
Ansoff/Brandenburg/ Porter/Radosevich (1971)	USA (1946-1965) 271 Unternehmen	schlechter
Weston/Mansinghka (1971)	USA (1958-1968) 63 Akquisitionen	gleich
Melicher/Rush (1973)	USA (1965-1971) 45 Unternehmen	gleich
Melicher/Rush (1974)	USA (1960-1969) 45 Unternehmen	schlechter
Stich (1974)	USA (1948-1964) 228 Akquisitionen	schlechter
Holzmann/Copeland/ Hayya (1975)	USA (1951-1970) 61 Akquisitionen	schlechter
Meeks (1977)	UK (1948-1971) 2.216 Unternehmen	schlechter
Cable/Palfrey/Runge (1980)	Deutschland (1964-1974) 55 Akquisitionen	besser
Möller (1983)	Deutschland (1967-1981) 73 Akquisitionen	schlechter
Ravenscraft/Scherer (1987)	USA (1950-1977) 456 Unternehmen	schlechter
Mueller (1986)	USA (1950-1972) 680 Akquisitionen	gleich
Hopkins (1987)	USA (1965-1979) 64 Akquisitionen	schlechter
Bühner (1990)	Deutschland (1973-1985) 95 Akquisitionen	schlechter
Albrecht (1994)	Deutschland (1985-1989) 754 Akquisitionen	gleich
Copeland/Koller/Murrin (1996)	USA/UK (1972-1983) 116 Akquisitionen	schlechter
Gugler/Mueller/Yurtoglu/ Zulehner (2001)	weltweit (1981-1998) 44.600 Akquisitionen	besser

TABELLE 15: Jahresabschlussorientierte M&A-Untersuchungen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

4.1.2. Kapitalmarktorientierte Erfolgsanalyse

Die kapitalmarktorientierte Erfolgsanalyse, auch als Event Study⁴¹³ bezeichnet, basiert auf der Analyse von Marktpreisen⁴¹⁴. Im Unterschied zur jahresabschlussorientierten Erfolgsmessung⁴¹⁵ findet, unter der Voraussetzung eines informations-effizienten Markts⁴¹⁶, mit dem Marktpreis ein objektives Erfolgsmaßkriterium Anwendung.⁴¹⁷ Ausgangspunkt ist bei gegebenem Informationsstand ein Gleichgewichtskurs, in dem alle öffentlich verfügbaren Informationen enthalten sind. Mit Bekanntwerden neu auftretenden Informationen über bestimmte Ereignisse⁴¹⁸ ergeben sich Anpassungsreaktionen des Marktes, die zu einem neuen Gleichgewichtskurs führen.⁴¹⁹

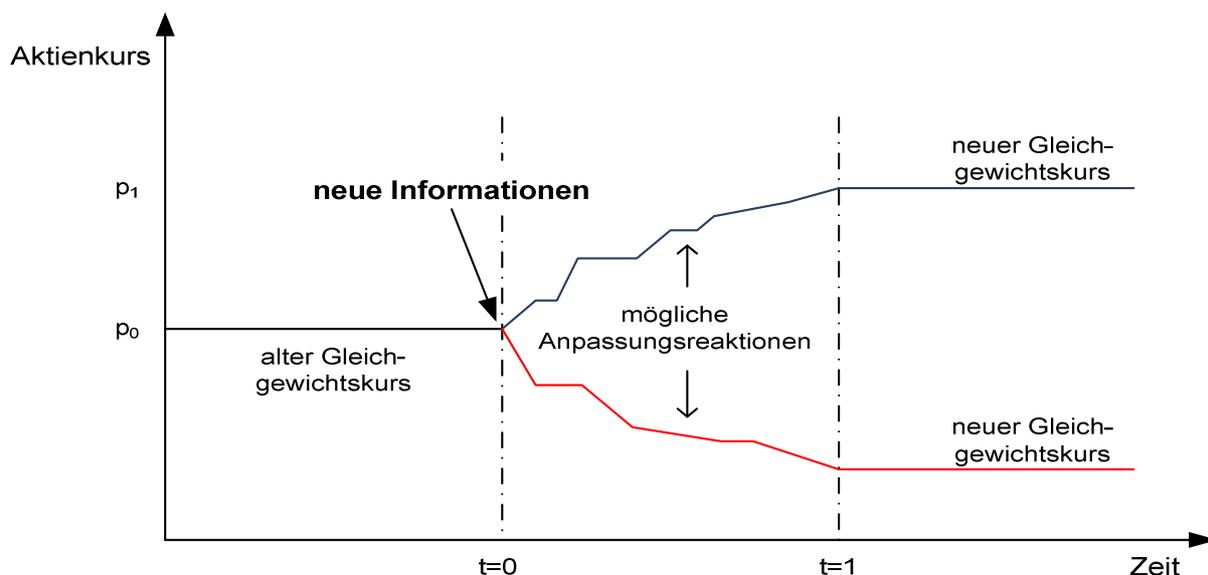


ABBILDUNG 7: Aktienkursveränderung als Folge eines Ereignisses

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an GLAUM, M. (1996), S. 241.

⁴¹³ Vgl. zur Event Study grundlegend BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980); BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985); MAY, A. (1991) und die Ausführungen in KAPITEL 4.2.

⁴¹⁴ Die Erfolgsmessung von Unternehmenstransaktionen auf Basis von Marktpreisen ist vor dem Hintergrund des Shareholder Value-Konzepts möglich. Vgl. für eine ausführliche Darstellung und Diskussion des Shareholder Value-Konzepts RAPPAPORT, A. / KLIEN, W. (1999).

⁴¹⁵ Bei der jahresabschlussorientierten Methode, wie auch bei der Managerbefragung und der Analyse von Wiederverkaufsdaten werden als Erfolgsmaße subjektive Einschätzungen oder manipulierbare Daten verwendet. Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 60.

⁴¹⁶ Informationseffizienz meint, dass in den Preisen der Wertpapiere jederzeit sämtliche verfügbare Informationen wiederspiegelt werden. Vgl. für weitere Informationen KAPITEL 4.1.

⁴¹⁷ Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 60.

⁴¹⁸ Ein solches Ereignis kann bspw. die Ankündigung von Mergers & Acquisitions sein.

⁴¹⁹ Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 60.

Anhand der jeweiligen Kursänderung des Wertpapiers⁴²⁰ kann der Einfluss eines bestimmten Ereignisses während eines bestimmten Zeitraums gemessen werden. Dazu wird die sog. abnormale Rendite als Erfolgsmaß⁴²¹ verwendet. Die abnormale Rendite stellt die Differenz zwischen der tatsächlich beobachteten Rendite des Wertpapiers und der Rendite, die bei ursprünglichem Informationsstand zu erwarten gewesen wäre⁴²², dar.⁴²³ Eine positive abnormale Rendite heißt, dass der Preis je Wertpapier gegenüber dem ursprünglichen Gleichgewichtspreis steigt und damit auch der Shareholder Value; die Anteilseigner erfahren einen Wertzuwachs ihres Vermögens. Bei einer negativen abnormalen Rendite erwartet der Kapitalmarkt zukünftig geringere Zahlungen aus dem Wertpapier, die Eigentümer erleiden einen Vermögensverlust.⁴²⁴

4.1.3. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie

Zur jahresabschlussorientierten Analyse kann festgehalten werden, dass durch die Gegenüberstellung der Werte der entsprechenden Kennzahlen nach der Transaktion mit dem gewichteten Durchschnitt vor der Transaktion Rückschlüsse auf den Erfolg von Mergers & Acquisitions gezogen werden können.⁴²⁵ Sie ist in der Literatur neben der Event Study die zweithäufigste Methode zur Erfolgsuntersuchung von Unternehmenstransaktionen.⁴²⁶ Da aber die Nachteile⁴²⁷ dieser Untersuchungsform zu

⁴²⁰ Die Änderung bezieht sich sowohl auf die Richtung als auch auf die Höhe des Kurses des Wertpapiers.

⁴²¹ Diese Methode geht auf E. F. FAMA ET AL. zurück, die 1969 das entscheidende Instrument zur Messung des Akquisitionserfolgs entwickelt haben. Vgl. FAMA, E. F. ET AL. (1969), S. 12.

⁴²² Gemeint ist die erwartete Rendite.

⁴²³ Vgl. LÖHR, K. (2005), S. 111.

⁴²⁴ Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 61.

⁴²⁵ Vgl. RAUSCHER, J.-I. (2007), S. 31.

⁴²⁶ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 96.

⁴²⁷ Nachteil ist zum einen, dass sich die gesetzlichen und regulatorischen Anforderungen über den Betrachtungsraum ändern können, was die Vergleichbarkeit der Daten über Jahre hinweg erschwert (vgl. BRUNER, R. F. (2004), S. 35) und zum anderen der bilanzielle Manipulationsspielraum. Als Beispiele hierfür können die Bildung stiller Reserven, die Glättungsmöglichkeiten unterschiedlicher Abschreibungsformen oder die Minimierung der Steuern durch die Verlagerung des Gewinns genannt werden. Vgl. KERLER, P. (2000), S. 103.

erheblichen Ergebnisverzerrungen führen können⁴²⁸, wird im Weiteren von der jahresabschlussorientierten Erfolgsmessung Abstand genommen.

Zur kapitalmarktorientierten Analyse kann festgehalten werden, dass durch den Abgleich einer prognostizierten mit der tatsächlichen Renditeentwicklung die Reaktion des Kapitalmarktes⁴²⁹ auf ein bestimmtes Ereignis analysiert werden kann. In Bezug auf die Erfolgsmessung von Mergers & Acquisitions wird die Wirkung einer Transaktionsankündigung auf die Kurse der Wertpapiere der beteiligten Unternehmen analysiert, um die Auswirkungen dieser Transaktion auf das Eigentümervermögen zu ermitteln.⁴³⁰ Somit kann konstatiert werden, dass mit der Event Study die Ansprüche an den Erfolgsmaßstab erfüllt sind und zudem im Vergleich zur jahresabschlussorientierten Methode besser geeignet ist, den Wertbeitrag einer Unternehmenstransaktion für die Shareholder des Käuferunternehmens zu ermitteln, zumal mit den Marktwerten ein objektives Erfolgsmaß verwendet wird.

Um die durch die Transaktionsankündigung induzierten Werteffekte bestimmen zu können bildet daher die Messung der abnormalen Renditen den methodischen Kern dieser Arbeit. Im Folgenden wird diese Untersuchungsmethode vorgestellt.

4.2. Modellbeschreibung der Event Study

Bei einer Event Study wird die Reaktion des Kapitalmarkts auf Informationen über bestimmte Ereignisse durch den Abgleich von den prognostizierten mit den tatsächlichen eingetretenen Kursen der Wertpapiere über einen bestimmten Untersuchungszeitraum analysiert. Bedingung für die Aussagekraft einer Event Study ist die Informationseffizienz der Kapitalmärkte. Daher wird zunächst die Kapitalmarkteffizienz thematisiert, bevor die Ermittlung ereignisinduzierter Kursausschläge - die abnormalen Renditen - und deren wesentliche Determinanten thematisiert werden. Daran anschließend folgt die Darstellung der Aggregation der einzelnen abnormalen

⁴²⁸ Vgl. SEIDEL, G. R. (1995), S. 16.

⁴²⁹ Vgl. RAUSCHER, J.-I. (2007), S. 3-4.

⁴³⁰ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 6.

Renditen zu sog. kumulierten abnormalen Renditen und schließlich deren Prüfung auf statistische Signifikanz.

4.2.1. Kapitalmarkteffizienz als Voraussetzung der Event Study

Eine Voraussetzung für die Durchführung einer Event Study ist die zugrunde liegende Annahme der Effizienz der Kapitalmärkte.⁴³¹ Die folgenden Ausführungen zur Begriffserläuterung der Kapitalmarkteffizienz beschränken sich im Hinblick auf das weitere Verständnis ausschließlich auf die Informationsverarbeitungseffizienz⁴³²; speziell auf die Ausprägung der kursorientierten Markteffizienz⁴³³.

Die von Fama 1970 entwickelte Hypothese der Kapitalmarkteffizienz⁴³⁴, behandelt die Bedeutung und den Einfluss von Informationen und die gezielte Informationsauswertung zur systematischen Umsetzung von Überrenditen.⁴³⁵ Einen effizienten Kapitalmarkt definiert Fama als einen Markt:

„(...) that security prices at any time ‘fully reflect’ all available information. A market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’.“⁴³⁶

Mathematisch lässt sich diese Aussage wie folgt darstellen:⁴³⁷

⁴³¹ Kapitalmarkteffizienz ist mithin ein Bestandteil des vollkommenen Marktes, bezieht sich aber im Gegensatz dazu nur auf die Informationsverarbeitung. Vgl. STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S. 33 f.

⁴³² Es lassen sich drei Formen der Markteffizienz unterscheiden: die technische Effizienz, die Institutioneneffizienz und die Informationsverarbeitungseffizienz. Vgl. LOISTL, O. (1990), S. 63 ff.

⁴³³ Die Informationsverarbeitungseffizienz lässt sich in die kurs- und performanceorientierte Markteffizienz unterteilen. Bei der kursorientierten Markteffizienz werden nur die Zeitreihen von Wertpapierkursen betrachtet, bei der performanceorientierten Markteffizienz wird diese Betrachtungsweise um den Kostenaspekt der Informationsbeschaffung erweitert. Da sich aber diese Ansicht mehr auf die Performance von Investmentfonds und Pensionskassen im Vergleich zur Benchmark bezieht, wird im weiteren Verlauf die kursorientierte Markteffizienz dargestellt. Vgl. BRUNS, C. / STEINER, M. (2007), S. 75.

⁴³⁴ Vgl. FAMA, E. F. (1970).

⁴³⁵ Vgl. STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S. 39.

⁴³⁶ FAMA, E. F. (1970), S. 383.

⁴³⁷ Vgl. FAMA, E. F. (1970), S. 384.

$$E(P_{i,t+1}|\Phi_t) = [1 + E(R_{i,t+1}|\Phi_t)]P_{i,t} \quad 4-1$$

E	Erwartungswert
$P_{i,t}$	Kurs des Wertpapiers i im Zeitpunkt t
$P_{i,t+1}$	Kurs des Wertpapiers i im Zeitpunkt t+1
$R_{i,t+1}$	Rendite des Wertpapiers i in der Periode t+1
Φ_t	Informationsstand im Zeitpunkt t

Danach ergibt sich der erwartete zukünftige Kurs eines Wertpapiers i $E(P_{i,t+1})$ auf Basis der verfügbaren Informationen Φ_t aus dem aktuellen Kurs des Wertpapiers i $P_{i,t}$ aufgezinst um die erwartete einperiodige Rendite $E(R_{i,t+1}|\Phi_t)$.

Nach der Güte bzw. dem Umfang des Informationsstands Φ_t unterteilt Fama die Informationseffizienz im Rahmen der Kapitalmarkteffizienz in drei Stufen, dabei schließt jede Form die jeweils vorherige(n) mit ein:⁴³⁸

- 1) Schwache Informationseffizienz (*weak form*):
Besagt, dass alle Kursinformationen der Vergangenheit vollständig im aktuellen Kurs des Wertpapiers eingepreist sind.
- 2) Halb-strenge Informationseffizienz (*semi-strong form*):
Besteht, wenn alle öffentlich verfügbaren Informationen im aktuellen Wertpapierkurs enthalten sind.
- 3) Strenge Informationseffizienz (*strong form*):
Unterstellt, dass alle öffentlich und nicht öffentlich verfügbaren Informationen vom aktuellen Wertpapierkurs reflektiert werden.

Der Event Study lässt sich nach Fama die mittlere Form, die halb-strenge Informationseffizienz, als Markteffizienzstufe zugrunde legen.⁴³⁹ Diese Annahme bedeutet in ihrer Konsequenz, dass die Generierung von Überrenditen durch die Nutzung der verfügbaren Informationen Φ_t nicht möglich ist, da alle verfügbaren Informationen im erwarteten Kurs des Wertpapiers i enthalten sind. Daraus folgt, dass

⁴³⁸ Vgl. FAMA, E. F. (1970), S. 383 ff.; STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S. 39 ff.

⁴³⁹ Vgl. FAMA, E. F. (1991), S. 1576 ff.

keine systematischen Abweichungen zwischen dem auf Basis der zu Beginn der Periode verfügbaren Informationen erwarteten und dem tatsächlichen Kurs existieren können. Somit gilt:⁴⁴⁰

$$E(AR_{i,t+1}|\Phi_t) = 0 \quad 4-2$$

Neue Informationen über bestimmte Ereignisse, wie bspw. der Ankündigung einer M&A-Transaktion, führen allerdings aufgrund von Erwartungsrevisionen zu Kursänderungen⁴⁴¹ der entsprechenden Wertpapiere, so dass die abnormale Rendite von Null abweicht und die Reaktion des Kapitalmarkts durch den Abgleich von den prognostizierten mit den tatsächlichen Wertpapierrenditen ermittelt werden kann:⁴⁴²

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|\Phi_{t-1}) \quad 4-3$$

Der Nachweis einer signifikant⁴⁴³ abnormalen Rendite ist damit ein Signal dafür, dass die aus der Ankündigung einer Transaktion resultierenden Kursreaktionen keine zufälligen Veränderungen des Kurses sind und als Angabe der Vermögensänderung der Shareholder des Käuferunternehmens interpretiert werden können.⁴⁴⁴ In der vorliegenden Arbeit wird von der Gültigkeit⁴⁴⁵ der mittelstrengen Informationseffizienz der Kapitalmärkte ausgegangen.

4.2.2. Abnormale Rendite als Grundformel der Event Study

Die Reaktionen des Kapitalmarkts auf die Ankündigung von M&A-Transaktionen zu ermitteln, ist Ziel der Event Study dieser Arbeit. Dazu wird sich, wie bereits erwähnt,

⁴⁴⁰ Vgl. STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S.39 ff.

⁴⁴¹ Es wird unterstellt, dass ein hoher Antizipationsgrad hinsichtlich der Reaktion des Marktes auf ein Ereignis vorliegt. Unter dem Antizipationsgrad ist die Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung zu verstehen. Je höher dieser ist, desto schneller werden Informationen in den Kursen der Wertpapiere berücksichtigt. Vgl. STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S. 5.

⁴⁴² Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 82.

⁴⁴³ Vgl. KAPITEL 4.2.5.

⁴⁴⁴ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 205.

⁴⁴⁵ Das Konzept der Kapitalmarkteffizienz wurde im Laufe der Zeit zwar vielfach kritisiert und weiterentwickelt (vgl. hierzu die Ausführungen von GROSSMANN, S. J. / STIGLITZ, J. E. (1980); HELLWIG, M. F. (1980); HELLWIG, M. F. (1982); MILGROM, P. / STOKEY, N. (1982); BREALEY, R. A. / MYERS, S. C. (2000); FAMA, E. F. (1991); PÖDDIG, T. (1996)), es konnte aber bis heute nicht widerlegt werden (vgl. hierzu die Ausführungen von CAMPPELL, J. Y. ET AL. (1997); FAMA, E. F. / FRENCH, K. R. (1998); BREALEY, R. A. / MYERS, S. C. (2000)).

abnormaler Renditen bedient⁴⁴⁶, deren Berechnungsgrundformel durch die folgende Gleichung gegeben ist:⁴⁴⁷

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad 4-4$$

$AR_{i,t}$: abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitraum t

$R_{i,t}$: tatsächliche Rendite des Wertpapiers i im Zeitraum t

$E(R_{i,t})$: erwartete Rendite des Wertpapiers i im Zeitraum t

Eine Wertpapierrendite kann aber nur in Relation zu einer Referenzrendite als abnormal bezeichnet werden. Aus diesem Grund muss zuerst die erwartete Rendite, als Referenzrendite, berechnet werden. Die Differenz zwischen der in der Ereignisperiode tatsächlich beobachteten Rendite und der erwarteten Rendite ist die abnormale Rendite.⁴⁴⁸ Die tatsächliche realisierte Rendite ist direkt am Markt zu beobachten und wird mittels der Betrachtung der Kursveränderungen des Wertpapiers und Berücksichtigung der ausgeschütteten Dividenden bestimmt.⁴⁴⁹ Die erwartete Rendite muss mit Hilfe eines Modells ermittelt werden, welches das jeweilige Ereignis nicht berücksichtigt.⁴⁵⁰ Dafür existieren verschiedene Verfahren.⁴⁵¹

4.2.2.1. Ermittlung der tatsächlichen Rendite

Die tatsächlich am Markt erreichte Rendite zu einem bestimmten Zeitpunkt, die zur Berechnung der abnormalen Rendite benötigt wird, kann auf zwei verschiedene Arten ermittelt werden. Im Folgenden werden beide Arten und ihre Berechnung vorgestellt. Die Auseinandersetzung mit dieser Thematik erfolgt, da nicht selten

⁴⁴⁶ Kritiker dieser Methode beanstanden oftmals die fehlende Aussagekraft als langfristiger Erfolgsindikator. Untersuchungen von HEALY, P. ET AL. (1992); KAPLAN, S. N. / WEISBACH, M. S. (1992); HARRISON, J. / GODFREY, P. C. (1997); SIROWER, M. (1997) zeigen jedoch eine starke positive Korrelation zwischen der abnormalen Rendite am Tag der Transaktionsankündigung und der späteren positiven Entwicklungen des Operating Cash Flow auf.

⁴⁴⁷ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), 207-208.

⁴⁴⁸ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 207.

⁴⁴⁹ Vgl. KERLER, P. (2000), S. 86.

⁴⁵⁰ Vgl. LÖHR, K. (2005), S. 111.

⁴⁵¹ Eine ausführliche Darstellung der einzelnen Verfahren erfolgt in KAPITEL 4.2.2.2. Für weitere Informationen vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 208; BÜHNER, R. (1990A), S. 9 ff.; RÖDER, K. (1999), S. 23 ff.

inkonsistente Modelle oder wenig valide statistische Schlüsse aus der Vernachlässigung dieser Problematik resultieren.⁴⁵²

4.2.2.1.1. Die diskrete Rendite

Die *diskrete Rendite*, die relative Wertänderung eines Wertpapiers von einem zum anderen Tag, wird definiert als:⁴⁵³

$$R_{i,t} = \frac{K_{i,t} - K_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} = \frac{K_{i,t}}{K_{i,t-1}} - 1 \quad 4-5$$

$R_{i,t}$: diskrete Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$K_{i,t}$: Kurs des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$K_{i,t-1}$: Kurs des Wertpapiers i im Zeitpunkt t-1 (bereinigt um realisierte Vorteile⁴⁵⁴)

4.2.2.1.2. Die stetige Rendite

Die *stetige Rendite*, als natürlicher Logarithmus der Kursänderung definiert, berechnet sich wie folgt:⁴⁵⁵

$$r_{i,t} = \ln \frac{K_{i,t}}{K_{i,t-1}} \quad 4-6$$

$r_{i,t}$: stetige Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$K_{i,t}$: Kurs des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$K_{i,t-1}$: Kurs des Wertpapiers i im Zeitpunkt t-1 (bereinigt um realisierte Vorteile)

4.2.2.1.3. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie

Der Vergleich beider Formeln zeigt, dass beide Renditedefinitionen auf dem Quotienten aus $K_{i,t}$ und $K_{i,t-1}$ basieren. Die Ähnlichkeit der Formeln gilt aber nicht für

⁴⁵² Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 1.

⁴⁵³ Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 2.

⁴⁵⁴ Unter realisierten Vorteilen sind Dividenden, Aktiensplits sowie sonstige geldwerte Vorteile etc. zu verstehen, die in dem Zeitraum zwischen t-1 und t entstanden sind.

⁴⁵⁵ Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 2 f.

die jeweilige entscheidende Eigenschaft der beiden Begriffe. Während sie sich bei der stetigen Rendite um die Additivität entlang der Zeitreihe handelt, ist sie bei der diskreten Rendite die Additivität innerhalb eines Portfolios.⁴⁵⁶ Gemeint ist, dass bei der Addition stetiger Renditen Zinseszinsseffekte mitberücksichtigt werden⁴⁵⁷, was dazu führt, dass die durchschnittlichen Renditen von Portfolios systematisch nach unten verzerrt werden⁴⁵⁸, was wiederum zu einer Unterschätzung der durchschnittlichen abnormalen Rendite⁴⁵⁹ führt.⁴⁶⁰ Daher empfiehlt G. DORFLEITNER für Zeitreihenanalysen den Gebrauch von stetigen Renditen und für Event Studies die diskreten Renditen.⁴⁶¹ Wegen der Normalverteilungseigenschaft werden in empirischen Studien aber nicht selten statt der einfachen Renditen, ihre Logarithmen verwendet. Argumentiert wird mit der approximativen Gleichheit von diskreter und stetiger Rendite bei nahe Null liegenden, absoluten Werten⁴⁶².⁴⁶³ Bestätigt wird dies von J. E. THOMPSON. Gemäß den Ergebnissen seiner Simulationsstudie kommt er zu dem Resultat, dass die gewählte Renditeberechnungsvorgehensweise keine Auswirkungen auf das Untersuchungsergebnis hat.⁴⁶⁴

In Anbetracht der obigen Ausführungen und der Empfehlungen von J. Y. CAMPBELL ET AL.⁴⁶⁵ sowie G. DORFLEITNER⁴⁶⁶ bei Ereignisstudien, aufgrund der zugrunde liegenden Portfolio-Idee, nicht logarithmierte Renditen zu verwenden, werden bei der Berechnung der abnormalen Renditen in der empirischen Studie dieser Arbeit ausschließlich diskrete Renditen verwendet.

⁴⁵⁶ Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 5-6.

⁴⁵⁷ Nachteil der logarithmierten Renditen ist, dass sie bei Berechnung von Portfoliorenditen aufgrund ihrer mathematischen Eigenschaften zu fehlerhaften Ergebnissen führen, da der Logarithmus einer Summe nicht gleich der Summe von Logarithmen ist. Vgl. WULFF, C. (2001), S. 114 f.

⁴⁵⁸ Vgl. BARBER, B. M. / LYON, J. D. (1997), S. 349 ff.

⁴⁵⁹ Vgl. KAPITEL 4.2.4.

⁴⁶⁰ Vgl. RÖDER, K. (1999), S. 14.

⁴⁶¹ Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 20-21.

⁴⁶² Stetige Renditen fallen immer geringer aus als diskrete Renditen, bei Werten um den Nullpunkt fällt die Abweichung aber sehr gering aus, es gilt: $r_{i,t} \approx R_{i,t}$. Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 3-5.

⁴⁶³ Vgl. DORFLEITNER, G. (2001), S. 22.

⁴⁶⁴ Vgl. THOMPSON, J. E. (1988).

⁴⁶⁵ Vgl. CAMPBELL, J. Y. ET AL. (1997).

⁴⁶⁶ Vgl. DORFLEITNER, G. (2001).

4.2.2.2. Ermittlung der erwarteten Rendite

Für die Ermittlung der erwarteten Rendite können verschiedene Modelle, wie das Marktmodell oder das CAPM, zur Berechnung herangezogen werden. Daneben stehen zur Berechnung noch weitere Modelle⁴⁶⁷ zur Verfügung, die aber im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter berücksichtigt werden sollen.

4.2.2.2.1. Marktmodell

Das von Markowitz⁴⁶⁸ entwickelte Marktmodell basiert auf der Annahme, dass die Rendite eines Wertpapiers ausschließlich durch die Marktportfoliorendite⁴⁶⁹ erklärt wird. Der unterstellte lineare Zusammenhang lässt sich wie folgt darstellen:⁴⁷⁰

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad 4-7$$

$E(R_{i,t})$: erwartete Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$R_{M,t}$: Rendite des Marktportfolios im Zeitpunkt t

α_i : von der Marktrendite unabhängige Rendite des Wertpapiers i

β_i : Maß für die Abhängigkeit des Wertpapiers i von der Marktrendite

$\varepsilon_{i,t}$: Störgröße, die auf die Aktie i im Zeitpunkt t einwirkt

Zudem wird unterstellt, dass die Rendite eines Wertpapiers aus einer systematischen (β_i) und einer unsystematischen Komponente (α_i) besteht.⁴⁷¹ Die Parameter α_i und β_i werden mittels einer Regression von $R_{i,t}$ über $R_{M,t}$ in der Schätzperiode⁴⁷² ermittelt. Anwendung findet hierbei das OLS-Verfahren⁴⁷³. Dabei sollte eine Über-

⁴⁶⁷ Bspw. das Modell der konstanten Mittelwerte und das Modell der Marktberreinigung. Vgl. WULFF, C. (2001), S. 121 ff. für weitergehende Informationen. Einen Überblick über die existierenden Modelle gibt RÖDER, K. (1999), S. 23 ff.

⁴⁶⁸ Vgl. MARKOWITZ, H. M. (1991).

⁴⁶⁹ Da das Marktportfolio nicht direkt beobachtbar ist, wird es durch einen Index approximiert. Vgl. ZIMMERMANN, P. (1997), S. 18-19; WINKELMANN, M. (1984), S. 17; KAPITEL 4.2.3.4.

⁴⁷⁰ Vgl. SHARPE, W. F. (1963), S. 217 ff.

⁴⁷¹ Die explizite Berücksichtigung des Marktrisikos und der durchschnittlichen Kursveränderung gilt als Vorteil des Marktmodells, so dass diese Methode hohen Zuspruch bei der Ermittlung von kumulierten abnormalen Renditen findet. Vgl. BÄSTLEIN, H. M. (1997), S. 62.

⁴⁷² Zur Schätz- und Ereignisperiode vgl. KAPITEL 4.2.3.3.

⁴⁷³ Gemeint ist die Methode der kleinsten Quadrate. J. Y. CAMPELL ET AL. zeigen, dass dieses Verfahren unverzerrt und effizient ist und daher als Schätzmethode geeignet ist. Vgl. CAMPELL, J.

lappung von Schätz- und Ereignisperiode vermieden werden.⁴⁷⁴ Die Rendite des Marktportfolios stellt in der praktischen Anwendung die erklärende (exogene) Variable und die Rendite des Wertpapiers die zu erklärende (endogene) Variable dar.⁴⁷⁵ Die explizite Berücksichtigung des Markttrisikos und der durchschnittlichen Kursveränderung gilt als Vorteil des Marktmodells, so dass diese Methode hohen Zuspruch findet.⁴⁷⁶

4.2.2.2.2. Capital Asset Pricing Model

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) nach Sharpe⁴⁷⁷, Lintner⁴⁷⁸, Mossin⁴⁷⁹ ist eines der bedeuteten Kapitalmarktmodelle⁴⁸⁰ und basiert auf den Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie⁴⁸¹. Die folgenden Ausführungen zur Berechnung des CAPM beschränken sich auf die Bestimmung der Renditengröße, welche gemäß der folgenden mathematischen Gleichung bestimmt wird:⁴⁸²

$$E(R_{i,t}) = r_f + \beta_i(R_{M,t} - r_f) \quad 4-8$$

$E(R_{i,t})$: erwartete Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$R_{M,t}$: Rendite des Marktportfolios im Zeitpunkt t

r_f : risikoloser Zinssatz⁴⁸³

β_i : systematisches Risiko des Wertpapiers i

Y ET AL. (1977), S. 158. Für eine ausführliche Darstellung der Methode vgl. bspw. AUER, L. VON (1999), S. 47 ff. Zur Berechnung vgl. MACKINLAY, A. C. (1997), S. 20. Für einen Vergleich verschiedener Schätzmethode vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985).

⁴⁷⁴ Vgl. SPREMANN, K. (2010), S. 203-205.

⁴⁷⁵ Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 95.

⁴⁷⁶ Vgl. BÄSTLEIN, H. M. (1997), S. 62.

⁴⁷⁷ Vgl. SHARPE, W. F. (1964), S. 425-442.

⁴⁷⁸ Vgl. LINTNER, J. (1965), S. 13-37.

⁴⁷⁹ Vgl. MOSSIN, J. (1966), S. 768-783.

⁴⁸⁰ Weiter Kapitalmarktmodelle sind die Arbitrage Pricing Theory (APT) nach S. A. ROSS und das 3-Faktorenmodell nach E. F. FAMA UND K. R. FRENCH. Vgl. ROSS, S. A. (1976); ROSS, S. A. (1977); FAMA, E. F. / FRENCH, K. R. (1993); FAMA, E. F. / FRENCH, K. R. (1995).

⁴⁸¹ Die moderne Portfoliotheorie baut auf Arbeiten von H. M. MARKOWITZ und W. F. SHARPE auf. Vgl. MARKOWITZ, H. M. (1952); SHARPE, W. F. (1963). Für weitere Informationen zur modernen Portfoliotheorie vgl. STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S. 2 ff.

⁴⁸² Vgl. KLEEBERG, J. / REHKUGLER, H. (2002), S. 55.

⁴⁸³ Der Nutzen des risikolosen Zinssatzes ist auf J. TOBIN zurückzuführen. Vgl. TOBIN, J. (1958).

Vom Marktmodell unterscheidet sich das CAPM durch die Erweiterung um einen risikofreien Zinssatz, zu dem beliebig viel Kapital anlegt bzw. aufgenommen werden kann. Die Höhe von r_f sollte möglichst durch die Rendite langfristiger festverzinslicher Wertpapiere⁴⁸⁴, die als risikolos einzustufen sind, approximiert werden.⁴⁸⁵ Zudem unterstellt das CAPM einen linearen Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko und der erwarteten Rendite eines Wertpapiers i .⁴⁸⁶ Die erwartete Rendite nach dem CAPM setzt sich demnach aus einem risikolosen Teil und einer Risikoprämie zusammen.

4.2.2.2.3. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie

Für die Ergebnisse einer Event Study wird die Annahme unterstellt, dass die errechneten Werte für einen vergangenen Beobachtungszeitraum auch für zukünftige Entscheidungen Gültigkeit haben. Es wird davon ausgegangen, dass die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Geschichte wiederholt, größer ist als die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Strukturveränderungen kommt.⁴⁸⁷ Da das CAPM aber auf der Annahme des *Random Walk*⁴⁸⁸ der Kursbewegungen beruht, steht es im Widerspruch zu der Gültigkeit der Annahme aus den Ergebnissen der Vergangenheit Handlungsempfehlungen für die Zukunft ableiten zu können. Das CAPM ist daher für die Event Studie dieser Arbeit ungeeignet. Des Weiteren hat die Anwendung des CAPM seit den 1970er Jahren stark abgenommen⁴⁸⁹, heute dominieren in Event Studies statistische Modelle, wobei das Marktmodell⁴⁹⁰ am häufigsten eingesetzt wird.⁴⁹¹ In dieser Arbeit findet für die Berechnung der erwarteten Rendite aufgrund der

⁴⁸⁴ Ausgerichtet wird der risikolose Zinssatz in den meisten Fällen an der Rendite langfristiger Bundesobligationen; meist wird dabei eine Zehnjahresperiode zugrunde gelegt. Vgl. VOLKART, R. / SUTER, R. (1999), S. 293.

⁴⁸⁵ Vgl. VOLKART, R. / SUTER, R. (1999), S. 293.

⁴⁸⁶ Vgl. STEINER, M. / BRUNS, C. (2007), S. 21 ff.

⁴⁸⁷ Vgl. FREI, N. / SCHLIENKAMP, C. (1998), S. 22.

⁴⁸⁸ Der *Random Walk* (Zufallsspaziergang) bezeichnet eine Zufallsfolge, in der jedes neue Element richtungsunabhängig von den vorangegangenen Elementen ist. Auf die Finanzmärkte übertragen bedeutet dies, dass der künftige Kursverlauf nicht aus der Vergangenheit vorhergesagt werden kann, da nichts, nicht einmal unveröffentlichte Fakten, für die Voraussage der Kurse von morgen von Nutzen sein kann, da alles, was bekannt ist oder bekannt sein könnte, sich bereits in den gegenwärtigen Kursen niedergeschlagen hat. Vgl. RÜTTGERS, D. (1998), S. 37.

⁴⁸⁹ Vgl. MACKINLEY, C. A. (1997), S. 19.

⁴⁹⁰ Vgl. bspw. APENBRINK, R. E. W. (1993); ECKARDT, J. (1999); SCHWERT, G. W. (2000).

⁴⁹¹ Vgl. PICKEN, L. G. (2003), S. 87.

Annahme des *Random Walk* des CAPM und um eine Vergleichbarkeit mit anderen aktuellen Studien zu gewährleisten, das Marktmodell Anwendung.

4.2.3. Determinanten für die Anwendung der Event Study

Weitere, für die Anwendung der kapitalmarktorientierte Erfolgsmessung zu berücksichtigende Aspekte werden im Folgenden dargestellt.

4.2.3.1. Ereignisdefinition

Die Messung von Reaktionen des Kapitalmarkts auf neue Informationen, setzt eine genaue Definition des Ereignisses und daraus folgend eine korrekte Bestimmung des Ereigniszeitpunktes⁴⁹² voraus.⁴⁹³ Im Zusammenhang mit Mergers & Acquisitions können verschiedene Ereigniszeitpunkte⁴⁹⁴ zur Ermittlung von Kursreaktionen verwendet werden. In der Literatur wurden im Rahmen der Bewertung von M&A-Transaktionen lange Zeit zwei Ereignisse diskutiert; der Tag der erstmaligen Ankündigung und der Tag der Durchführung.⁴⁹⁵ Durchgesetzt hat sich in aktuellen Studien die Fokussierung auf den Tag der erstmaligen Ankündigung der Transaktion.⁴⁹⁶ Aus der Annahme der Informationseffizienz⁴⁹⁷ folgt, dass mit der Transaktionsankündigung neue Informationen verfügbar sind, die eine Veränderung des Aktienkurses bewirken. Die korrekte Feststellung des approximativen Datums der erstmaligen öffentlichen Ankündigung ist für die Aussagekraft einer Event Study von maßgebender Relevanz⁴⁹⁸, da davon ausgehend die Schätz- und die Ereignis-

⁴⁹² S. J. BROWN / J. B. WARNER zeigen, dass sich durch die korrekte Festlegung des Ereigniszeitpunktes die Qualität einer Event Studie maßgeblich erhöht. Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 224 ff.

⁴⁹³ Vgl. MAY, A. (1991), S. 320.

⁴⁹⁴ Mögliche Ereigniszeitpunkte können sein: Tag der ersten öffentlichen Bekanntgabe einer möglichen Transaktion, Tag des öffentlichen Übernahmeangebotes, Tag der formellen Ankündigung eines Kaufangebots sowie Tag des rechtswirksamen Vollzugs der Transaktion. Vgl. SCHIPPER, K. / THOMSON, R. (1983); DODD, P. / RUBACK, R. (1977); HALPERN, P. (1983); BÖHMER, E. / LÖFFLER, Y. (1999).

⁴⁹⁵ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 102. Für eine ausführliche Darstellung der Diskussion über die Zeit vgl. statt vieler BÜHNER, R. (1990B).

⁴⁹⁶ Vgl. ECKHARDT, J. (1999), S. 97; BÖHMER, E. / LÖFFLER, Y. (1999); S. 302, BÜHNER, R. (1990A), S. 7; CAMPBELL, J. Y. ET AL. (1997), S. 178.

⁴⁹⁷ Vgl. KAPITEL 4.2.1.

⁴⁹⁸ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 249; DODD, P. (1980), S. 107.

periode⁴⁹⁹ zur Berechnung der abnormalen Renditen ermittelt werden. Dazu dienen börsennahe Tageszeitungen⁵⁰⁰ oder Finanzinformationsdienstleister⁵⁰¹.⁵⁰² Aufgrund der besseren Vergleichbarkeit wird in dieser Arbeit, im Einklang mit den aktuellen Studien, der Tag der erstmaligen Ankündigung als relevanter Ereignistag t_0 definiert. Als Informationsquelle über die genauen Ankündigungsdaten wird sich des Finanzinformationsdienstleisters BLOOMBERG LP bedient.

4.2.3.2. Datenfrequenz

Die Bestimmung der tatsächlichen Rendite und der Parameter des Marktmodells zur Ermittlung der erwarteten Rendite kann auf Basis von Tages-, Wochen-, oder Monatsrenditen erfolgen. Während in den meisten älteren Studien Monatsdaten⁵⁰³ Anwendung fanden, werden in aktuelleren Studien fast ausschließlich Tagesrenditen⁵⁰⁴ verwendet. Dabei ist zwischen Interday Studies⁵⁰⁵ und Intraday Studies⁵⁰⁶ zu unterscheiden. Aufgrund der unterstellten Informationseffizienz wird angenommen, dass neue Information innerhalb eines Tages vollständig im Kurs des Wertpapiers eingepreist sind und keine weiteren Kursreaktionen bzgl. der Ankündigung erfolgen.⁵⁰⁷ Daher wäre ausreichend, den Tag der erstmaligen Ankündigung der Erfolgsbewertung zugrunde zu legen⁵⁰⁸ und eine Intraday Study durchzuführen. Da aber nicht ausgeschlossen werden kann, dass eine Pressemeldung nicht schon zu Börsenzeit des Vortages bekannt war oder dass die Dauer der Informations-

⁴⁹⁹ Vgl. KAPITEL 4.2.3.3.

⁵⁰⁰ Bspw. Wall Street Journal oder Handelsblatt.

⁵⁰¹ Bspw. Bloomberg, Reuters.

⁵⁰² Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 7; ECKARDT, J. (1999), S. 98.

⁵⁰³ Vgl. FAMA, E. F. ET AL. (1969); BALL, R. / BROWN, P. (1968); BÜHNER, R. (1990A); BÜHNER, R. (1990B).

⁵⁰⁴ Die Verwendung täglicher Renditen verspricht unter dem Aspekt, der schnellen Informationsbewertungen, eine genauere Darstellung der Anpassungsreaktionen. Vgl. FAMA, E. F. (1991). Zudem verlangt die Anwendung des Marktmodells implizit, dass die Parameter im Zeitablauf konstant bleiben, wozu tägliche Renditen besser geeignet sind. Vgl. GRANDJEAN, B. (1992).

⁵⁰⁵ Studien, die den Anpassungsprozess über Tage oder Wochen beobachten. Vgl. bspw. AHARONY, J. / SWARY, I. (1980); ASQUIT, P. / MULLINS, D. M. (1983); COENENBERG, A.G. / HENES, F. (1995).

⁵⁰⁶ Studien, die den Anpassungsprozess im Tagesverlauf beobachten. Vgl. bspw. PATELL, J. M. / WOLFSON, M. A. (1982); PATELL, J. M. / WOLFSON, M. A. (1984); WOODRUF, C. S. / SENCHACK, A. J. (1988).

⁵⁰⁷ Vgl. FAMA, E. F. (1991), S. 1601.

⁵⁰⁸ Vgl. CAMPELL, J. Y. ET AL. (1997), S. 151; ASQUITH, P. (1983), S. 64.

verarbeitung variiert, wird i.d.R. ein Zwei-Tages-Ankündigungseffekt festgelegt⁵⁰⁹ und eine Interday Study durchgeführt.

4.2.3.3. Festlegung der Ereignis- und Schätzperiode

Der Tag der ersten öffentlichen Ankündigung, der Ereignistag t_0 , steht bei einer Event Study im Mittelpunkt der Betrachtung. Der Untersuchungszeitraum um t_0 besteht aus einer Ereignis- und einer Schätzperiode. Die Ereignisperiode umschreibt den Zeitraum, in dem der Erfolg von M&A-Transaktionen anhand der Kursreaktionen der Wertpapiere auf die Ankündigung bewertet werden soll bzw. die Informationen der Transaktionsankündigung annahmegemäß zu beobachten sind.⁵¹⁰ Die Schätzperiode meint den Zeitraum für die Bestimmung der Modellparameter α_i und β_i zur Simulation der Markttrendite.⁵¹¹

In der Literatur herrscht keine einheitliche Meinung über die Dauer von Ereignis- und Schätzperiode. Zudem ist zu berücksichtigen ob tägliche oder monatliche Renditen Anwendung finden⁵¹². Zur Wahl der Ereignisperiodenlänge einer Event Study werden zwei Ansätze unterschieden⁵¹³:

1. Mit zunehmender Länge der Ereignisperiode steigt die Sicherheit, dass alle Kursreaktionen auf die Ankündigung der M&A-Transaktion erfasst und gemessen werden.
2. Je kürzer die Spanne der Ereignisperiode ist, desto kleiner ist das Risiko, dass Kursreaktionen anderer Informationen die Reaktionen der Transaktionsankündigung überlagern.

⁵⁰⁹ Vgl. CAMPBELL, J. Y. ET AL. (1997), S. 151; ASQUITH, P. (1983), S. 64.

⁵¹⁰ Vgl. RAUSCHER, J.-I. (2007), S. 52.

⁵¹¹ Vgl. SCHELLER, K. R. (1999), S. 132.

⁵¹² Vgl. KAPITEL 4.2.3.2. Bei Anwendung täglicher Renditen reicht die Spanne der Ereignisperiode von einem Börsenhandelstag (Vgl. JENSEN, M. C. / RUBACK, R. S. (1983); BRADLEY, M. ET AL. (1988); DOUKAS, J. A. ET AL. (2002); GRANDJEAN, B. (1992); DATTA, D. K. / PUJA, G. (1995)) bis zu 121 Börsenhandelstagen (Vgl. GRANDJEAN, B. (1992)). Bei monatlichen Renditen werden sogar Zeiträume bis zu fünf Jahren angenommen (Vgl. BÜHNER, R. (1990B)). Bei der Schätzperiodenlänge werden bei zugrundegelegten täglichen Renditen Zeiträume von 100 bis 250 Börsenhandelstagen gewählt (vgl. BRADLEY, M. ET AL. (1988); BÖHMER, E. / LÖFFLER, Y. (1999)) und 25 bis 121 Monate bei Anwendung monatlicher Renditen (vgl. PETERSON, P. P. (1989), S. 38).

⁵¹³ Vgl. RAUSCHER, J.-I. (2007), S. 52-53.

Mit der Kürze der Ereignisperiode erhöht sich demnach die statistische Präzision der Untersuchung. Bei der Bestimmung der Schätzperiode muss außerdem beachtet werden, dass ein Zeitraum gewählt wird, der vom Einfluss der M&A-Transaktion unabhängig ist. Daher ist es üblich, diesen zeitlich vor die Ereignisperiode zu setzen (vgl. ABBILDUNG 8). Die Zuverlässigkeit des Prognosemodells steigt mit zunehmender Länge der Schätzperiode.⁵¹⁴ Während der Ereignisperiode werden die Modellparameter der Schätzperiode dann als konstant angenommen.⁵¹⁵

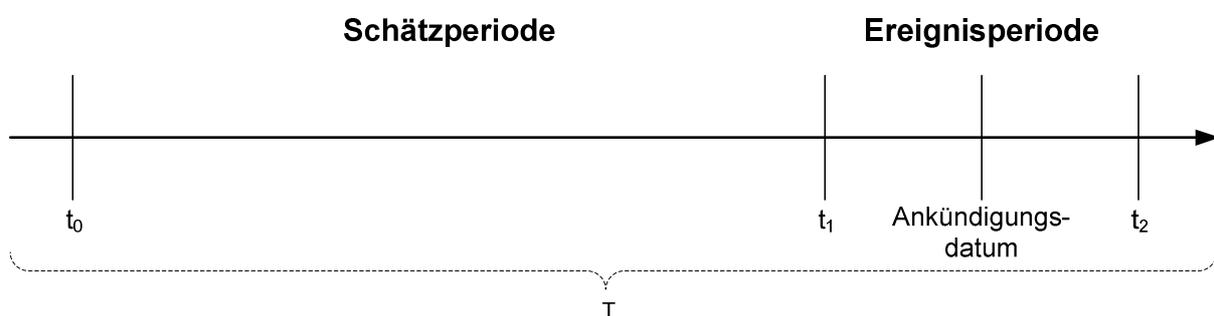


ABBILDUNG 8: Darstellung der Schätz- und Ereignisperiode

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an MACKINLAY, C. A. (1997), S. 20.

Für die Studie dieser Arbeit wird das Zeitfenster der Ereignisperiode auf jeweils 20 Börsenhandelstage vor und nach der Transaktionsankündigung festgelegt. Damit wird sich, im Einklang aktueller Event Studies⁵¹⁶, der kurzen Betrachtungsweise angeschlossen. Denn aufgrund der unterstellten Informationseffizienz⁵¹⁷ erscheint eine Untersuchung außerhalb dieses Ereignisfensters wenig erfolgversprechend; Kursveränderungen wären zufallsbasiert oder durch andere Informationen verursacht.⁵¹⁸ Die Schätzperiode wird durch ein, der Ereignisperiode vorgelagertes, Zeitfenster von 500 Börsenhandelstagen definiert. ABBILDUNG 8 kann entsprechend spezifiziert werden:

⁵¹⁴ Vgl. PETERSON, P. P. (1989), S. 38.

⁵¹⁵ Allgemein zum Marktmodell sowie zur Bestimmung von Schätzperiodenlängen vgl. WULFF, C. (2001), S. 116 ff.

⁵¹⁶ Bspw. werden bei BÜHNER, R. / DIGMAYER (2003); THOMAS, T. W. (2006); ASQUITH, P / MULLINS, D. M. (1983) ebenfalls eine Ereignisperiodenlänge von [-20;+20] Tagen verwendet.

⁵¹⁷ Vgl. KAPITEL 4.2.1.

⁵¹⁸ Vgl. SURDASANAM, S. (2003), S. 67.

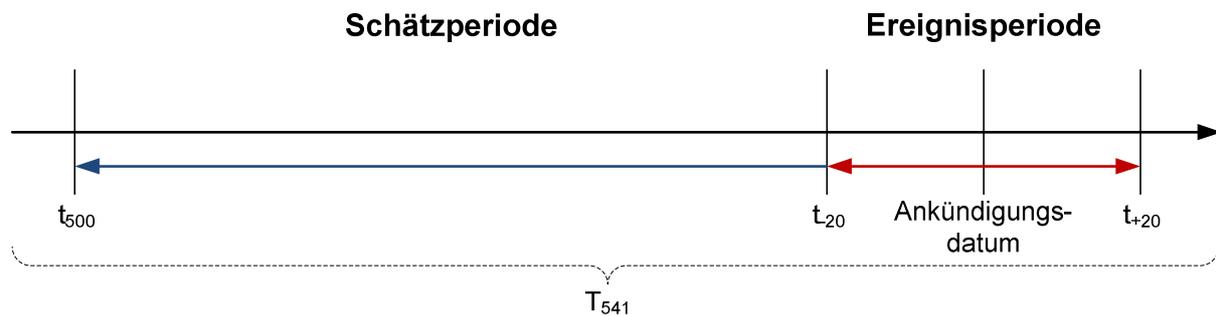


ABBILDUNG 9: Spezifizierte Darstellung der Schätz- und Ereignisperiode

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG in Anlehnung an MACKINLAY, C. A. (1997), S. 20.

Aus ABBILDUNG 9 wird deutlich, dass die Schätz- und Ereignisperiode einen durchgängigen Zeitstrahl darstellen, der insgesamt einen Zeitraum von 541 Börsenhandelstagen abdeckt, ohne dass eine Überschneidung stattfindet. Mögliche Verzerrungen durch das Ereignis der anhand der Schätzperiode ermittelten Parameter werden auf diese Weise vermieden.

4.2.3.4. Marktadjustierung

Das Marktportfolio zur Bestimmung der Rendite des Marktes stellt die Gesamtheit aller Wertpapier dar. Es enthält von jedem Wertpapier, gemäß dem jeweiligen Anteil am Gesamtwert aller umlaufenden Wertpapiere, entsprechende Volumina.⁵¹⁹ Wie schon zu KAPITEL 4.2.2.2.1. erwähnt, ist das Marktportfolio aber nicht direkt beobachtbar und muss durch einen Index approximiert werden. Der Index, welcher sich aus der Kapitalisierung der Wertpapiere und Einzelanlagen am Kapitalmarkt ergibt, reflektiert dann das Anlageverhalten der Investoren.⁵²⁰ Dabei gibt es grundsätzlich die Wahl zwischen Marktindex und Branchenindex, ferner zwischen Kurs- und Performanceindex⁵²¹ und zudem zwischen gleichgewichtetem oder kapitalgewich-

⁵¹⁹ Vgl. PERRIDON, L. ET AL. (2009), S. 262.

⁵²⁰ Vgl. SPREMANN, K. (2008), S. 313.

⁵²¹ Der Unterschied liegt in der Berücksichtigung der Ausschüttungen.

tem Index^{522, 523}. Die Literatur umfasst zahlreiche Diskussionen und empirische Untersuchungen⁵²⁴ zur Wahl dieser Größen.

Festgehalten werden kann, dass auf die kurzfristige Sicht⁵²⁵ ein breiter Marktindex⁵²⁶ zur Approximation an das Marktportfolio gewählt werden kann⁵²⁷ und nicht ein selbst zusammengestellter Marktindex⁵²⁸ als Marktportfolio vergewendet werden muss. Uneinigkeit besteht dagegen darin, ob der Index gleichgewichtet oder kapitalgewichtet zu sein hat. S. J. BROWN / J. B. WARNER ziehen den gleichgewichteten Index vor⁵²⁹, P. P. PETERSON und M. STEINER / J. KLEEGERG den kapitalgewichteten Index. Sie vertreten die Meinung, dass der kursgewichtete Index stärker mit den Aktienrenditen korreliert und damit Verzerrungen in den Schätzparametern auftreten können.⁵³⁰

Für die Event Studie dieser Arbeit wird der MSCI World-Index⁵³¹ im Rahmen des Marktmodells zur Bestimmung der Marktportfoliorendite herangezogen, da eine weltweite Betrachtung der Mergers & Acquisitions über alle Branchen erfolgen soll und durch den MSCI World-Index, der Aktien aus unterschiedlichen Ländern und Branchen beinhaltet, auf die kurzfristige Sicht ausreichend berücksichtigt wird.

4.2.3.5. Der Umgang mit den Transaktionskosten

Nicht zu vernachlässigen sind die Transaktionskosten, die bei dem Handel mit Wertpapieren entstehen, die realisierten Renditen entsprechend mindern und letzt-

⁵²² Der Unterschied liegt in der Gewichtung der dem Index zugrunde liegenden Wertpapiere.

⁵²³ Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 54-55.

⁵²⁴ Vgl. u.a. ROLL, R. (1977); WINKELMANN, M. (1980); BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980); WINKELMANN, M. (1984); HICKS, J. (1987); ZIMMERMANN, P. (1997); CLARK E. / KASSIMATIS, K. (2006).

⁵²⁵ Bei einem Ereignisfenster über 41 Tagen liegt eine kurzfristige Betrachtung vor.

⁵²⁶ In der Praxis wurden oftmals Aktienindices (z.B. DAX, Dow Jones Industrial Average oder S&P500) als Proxy herangezogen. Vgl. ZIMMERMANN, P. (1997), S. 94; BENNINGA, S. / CZACZKES, B. (2000), S. 188; TEALL, J. L. / HASAN, I. (2002), S. 111; DAMODARAN, A. (2002), S. 187.

⁵²⁷ Vgl. CAMPBELL, J. Y., ET AL. (1997), S. 155.

⁵²⁸ Zur Aufstellung eines wert- oder gleichgewichteten Index vgl. BRAILSFORD, T. J. (1997), S. 11.

⁵²⁹ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 242.

⁵³⁰ Vgl. PETERSON, P. P. (1989), S. 50 f.; STEINER, M. / KLEEGERG, J. (1991), S. 180.

⁵³¹ Der MSCI World-Index, ein kapitalgewichteter Preis- und Marktindex, auch World-Index genannt, wird seit dem 31.12.1969 vom US-amerikanischen Finanzdienstleister Morgan Stanley Capital International berechnet und beinhaltet Aktien aus unterschiedlichen Ländern und Branchen. Damit ist er einer der wichtigsten Indizes der Welt. Vgl. o.V. (2010).

endlich zu einer geringeren Verzinsung des investierten Kapitals der Shareholder führen. Die Literatur unterscheidet allgemein in explizite und implizite Transaktionskosten. Explizite Transaktionskosten entstehen dem Anleger aufgrund von Informations- und Entscheidungskosten über ein entsprechendes Investitionsobjekt⁵³² sowie durch Kosten des Handelsgeschehens⁵³³.⁵³⁴ Im Zusammenhang mit der Möglichkeit einer sofortigen Ausführung einer Kauf- bzw. Verkaufsoffer entstehen implizite Transaktionskosten. Der Anleger trägt bei einem Kauf die Kosten in Höhe eines Zuschlags zum Gleichgewichtskurs bzw. eines Abschlags bei einem Verkauf. Diese Kosten stellen somit den Preis der Liquidität dar, welcher von den Anlegern bei der Inanspruchnahme zu entrichten ist.⁵³⁵

Im Hinblick auf die empirische Studie dieser Arbeit beeinflussen die Transaktionskosten die Ergebnisse nicht wesentlich, daher bleiben sie im Weiteren unberücksichtigt.

4.2.4. Berechnung der kumulierten abnormalen Rendite

Nach der Festlegung aller wesentlichen Parameter zur Bestimmung der tatsächlichen Rendite und der erwarteten Rendite kann entsprechend FORMEL 4-4 ex post die abnormale Rendite $AR_{i,t}$ der Aktie i am Handelstag t berechnet werden, indem die tatsächliche Rendite von der erwarteten Rendite subtrahiert wird. Die Differenz zwischen der tatsächlich realisierten und der theoretisch nach dem Marktmodell zu erwartenden Rendite eines Wertpapiers stellt die Überrendite oder abnormale Rendite dar und spiegelt die Reaktion des Marktes auf die Information der Transak-

⁵³² Investitionsobjekt meint hier eine Aktiengesellschaft bzw. ihre am Kapitalmarkt gehandelten Anteilsscheine.

⁵³³ Zu den impliziten Transaktionskosten gehören u.a. die Provisionen der Wertpapierhändler (BLUME, M. E. (1993); KEIM, D. B. / MADHAVAN, A. (1998)), die Clearing- und Maklergebühren, Steuern sowie Risikoabtretungskosten. Unter den Risikoabtretungskosten sind Aufwendungen zu verstehen, die ein Anleger bereit ist zu zahlen, um bestimmte Risiken nicht tragen zu müssen. Diese Risiken können in Informations- und Realisationsrisiken differenziert werden. Das Informationsrisiko ist auf schlechte oder im Extremfall falsche Informationen zurückzuführen. Kosten entstehen dem Anleger daraus, dass Wertpapiere zu einem niedrigen Kurs verkauft bzw. zu einem hohen Kurs erworben werden. Kosten aus dem Realisationsrisiko entstehen, falls eine Order zu einem ungünstigeren Kurs ausgeführt wird, als bei korrekter Orderausführung. Für eine ausführliche Darstellung vgl. SCHMIDT, H. (1970).

⁵³⁴ Vgl. KAUL, M. (2001), S.29.

⁵³⁵ Vgl. KAUL, M. (2001), S.30.

tionsankündigung wider.⁵³⁶ Durch die Berechnung der abnormalen Rendite wird demnach der Werteffekt der Ankündigung von M&A-Transaktionen in der Kursentwicklung des Wertpapiers isoliert.⁵³⁷

Ziel der Event Study ist es, Faktoren zu isolieren, die einen positiven Einfluss auf die Wertpapierkurse der Käufer an M&A-Transaktionen beteiligten Unternehmen haben. Um den Durchschnittseffekt als eine zusammenfassende Größe der abnormalen Kursreaktionen im Zeitpunkt t zu erhalten, werden die abnormalen Renditen zu durchschnittlichen abnormalen Renditen (*average abnormal return*)⁵³⁸ aggregiert. Bei n Wertpapieren beträgt diese zum Zeitpunkt t:⁵³⁹

$$AAR_t = \sqrt[n]{(1 + AR_{1,t}) \cdot (1 + AR_{2,t}) \cdot \dots \cdot (1 + AR_{n,t})} \quad 4-9$$

AAR_t : durchschnittliche abnormale Rendite im Zeitpunkt t

$AR_{i,t}$: abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen in der Stichprobe

Für eine querschnitts- als auch zeitraumbezogene Ermittlung werden als Erfolgsindikator kumulierte durchschnittliche Überrenditen (*cumulative average abnormal return*) ermittelt.⁵⁴⁰ In der Literatur werden zur Bestimmung dieser die additive Verknüpfung, die multiplikative Verknüpfung der Überrenditen sowie die Bestimmung von Buy-and-hold-Überrenditen verwendet.⁵⁴¹ Die additive Ermittlungsweise von

⁵³⁶ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 13.

⁵³⁷ Vgl. SCHELLER, K. R. (1999), S. 132.

⁵³⁸ Hierbei ist zu beachten, dass aufgrund der Verwendung diskreter Renditen die Ermittlung mit Hilfe des geometrischen Mittels zu erfolgen hat. Das arithmetische Mittel würde ein positiveres Bild der erreichten Durchschnittsrendite wiedergeben. Vgl. FREI, N. / SCHLIENKAMP, C. (1998), S. 23.

⁵³⁹ Vgl. SPREMANN, K. (2008), S. 78. Aufgrund naher Null liegender und z.T. negativer Werte erfolgt die Berechnung über folgende Formel:

$$AAR_t = \exp\left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \ln x_i\right) \text{ bzw. } AAR_t = \left(\exp\left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \ln(x_i + 1)\right)\right) - 1$$

⁵⁴⁰ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 13.

⁵⁴¹ Vgl. MITCHELL, M. L. / STAFFORD, E. (2000). Ergänzend zu den Berechnungsvorgehensweisen der kumulierten Überrenditen vgl. WULFF, C. (2001), S. 134 ff.

kumulierten Überrenditen geht auf E. F. FAMA ET AL.⁵⁴² zurück und wird wie folgt dargestellt ermittelt.⁵⁴³

$$CAAR_t = \sum_{t=1}^T AAR_t \quad 4-10$$

$CAAR_t$: kumulierte durchschnittliche Rendite im Zeitpunkt t berechnet nach der additiven Verknüpfung

AAR_t : durchschnittliche abnormale Rendite im Zeitpunkt t

T : Zeitraum der betrachteten Ereignisperiode

Die multiplikative Verknüpfung der Überrenditen geht auf R. BALL / P. BROWN⁵⁴⁴ zurück. Das Ergebnis einer kumulierten multiplikativen Verdichtung von Überrenditen wird in einem Abnormal-Performance-Index (API) erfasst. Der API , der bei der Berechnung der durchschnittlichen Rendite, im Gegensatz zu $CAAR$, Zinseszins-effekte auch berücksichtigt, lässt sich wie folgt ermitteln:⁵⁴⁵

$$API_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \prod_{t=1}^T (1 + AR_{i,t}) \quad 4-11$$

API_t : kumulierte abnormale Rendite im Zeitpunkt t berechnet nach der multiplikativen Verknüpfung

$AR_{i,t}$: abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen

T : Zeitraum der betrachteten Ereignisperiode

Die Ermittlung der Überrenditen mit Hilfe der Buy-and-Hold-Strategie⁵⁴⁶ erfolgt gemäß der folgenden Gleichung:⁵⁴⁷

⁵⁴² Vgl. FAMA, E. F. ET AL. (1969).

⁵⁴³ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 13.

⁵⁴⁴ Vgl. BALL, R. / BROWN, P. (1968).

⁵⁴⁵ Vgl. COPELAND, T. E. ET AL. (2008), S. 477.

⁵⁴⁶ Grundlegend zur Buy-and-Hold-Strategie vgl. SEIFERT, U. (2006), S. 120 ff. und die dort angegebenen Literaturhinweise.

⁵⁴⁷ Vgl. SEIFERT, U. (2006), S. 121.

$$BHAR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{i,t})) \right] \quad 4-12$$

$BHAR_{i,t}$: kumulierte abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t berechnet nach der Buy-and-Hold-Strategie

$R_{i,t}$: tatsächliche Rendite des Wertpapiers i im Zeitraum t

$E(R_{i,t})$: erwartete Rendite des Wertpapiers i im Zeitraum t

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen

T : Zeitraum der betrachteten Ereignisperiode

In Anlehnung an die Vorgehensweise aktueller Event Studies, wird in dieser Arbeit zur Ermittlung der kumulierten Überrenditen die additive Verknüpfung (FORMEL 4-10) angewendet.

4.2.5. Testverfahren zur Prüfung der Modellvoraussetzungen

Die Untersuchungsmethode der Event Study erfordert abschließend die empirische Absicherung der statistischen Signifikanz⁵⁴⁸ der AAR_t und $CAAR_t$. Es ist zu prüfen, inwieweit die Kursveränderungen systematischer oder zufälliger Natur sind.⁵⁴⁹ Die entsprechenden Hypothesen lauten:

H_0 : $AAR_t / CAAR_t$ ist gleich Null.

H_1 : $AAR_t / CAAR_t$ ist ungleich Null.

Grundsätzlich können dafür parametrische und nicht-parametrische Testverfahren eingesetzt werden.⁵⁵⁰ Um fehlspezifizierte Ergebnisse zu vermeiden, ist ein Testverfahren zu wählen, das den Eigenschaften der ermittelten abnormalen Renditen gerecht wird.⁵⁵¹ Die möglichen Testverfahren werden im Weiteren anhand der AAR_t erläutert, besitzen sofern nicht anders angegeben aber auch für die $CAAR_t$ Gültigkeit.

⁵⁴⁸ Statistisch Signifikanz bedeutet in diesem Zusammenhang, dass sich die ermittelten Werte deutlich von Null unterscheiden. Vgl. FABER, D. (2010), S. 122.

⁵⁴⁹ Vgl. RAUSCHER, J.-I. (2007), S. 54.

⁵⁵⁰ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 214 ff.

⁵⁵¹ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S. 217.

4.2.5.1. Parametrische Testverfahren

Bei den Parametrischen Testverfahren, deren Basis jeweils ein t-Test⁵⁵² bildet, wird i.d.R. die Normalverteilung der abnormalen Renditen vorausgesetzt.⁵⁵³ Die die abnormalen Renditen von Wertpapieren sind jedoch selten normalverteilt. Unter der Voraussetzung, dass die Ziehungen der Untersuchungsstichproben unabhängig und gleich verteilt sind, kann aber bei ausreichend vielen Ziehungen⁵⁵⁴ entsprechend dem zentralen Grenzwertsatz davon ausgegangen werden, dass AAR_t bzw. $CAAR_t$ normalverteilt sind.⁵⁵⁵ Daher kann der Untersuchung dieser Arbeit eine Normalverteilung unterstellt werden.

Ein weiterer Aspekt ist die häufige Varianzabweichung der Renditen der Ereignisperiode zur Schätzperiode.⁵⁵⁶ Bereits geringe Abweichungen⁵⁵⁷ können dazu führen, dass herkömmliche Signifikanz-Tests die Nullhypothese zu selten verwerfen.⁵⁵⁸ Des Weiteren ist eine mögliche Kollinearität der Renditen zu berücksichtigen. Ereignisse, die industrie- bzw. weltweite Bedeutung haben, können zu Renditen⁵⁵⁹ führen, die miteinander korreliert⁵⁶⁰ sind, weil die Ankündigung des Ereignisses bei allen Unternehmen die gleiche Reaktion hervorruft. Für den Fall, dass die Unternehmen von dem Ereignis selbst in unterschiedlichem Maße betroffen sind, kann eine Ungleichverteilung der abnormalen Renditen die Folge sein. Diese Fälle, so zeigen S. J. BROWN / J. B. WARNER, können wiederum zu einem Scheitern der herkömmlichen Testverfahren führen.⁵⁶¹

⁵⁵² Es gibt verschiedene Arten des t-Tests. Speziell zu Signifikanztests für Event Studies vgl. bspw. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980), S 249 ff, 252 f.; BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985), S. 7 f., 27 ff; PETERSON, P. P. (1989), S. 47 ff. Für eine Übersicht dieser Tests vgl. SERRA, A. P. (2002).

⁵⁵³ Vgl. ANDERSON, O. ET AL. (1997), S. 175.

⁵⁵⁴ Die erforderliche Stichprobengröße liegt bei 50 Beobachtungen. Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985), S. 5. Die Stichprobengröße dieser Arbeit bezieht sich auf 30.285 Beobachtungen.

⁵⁵⁵ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985), S. 4-5.

⁵⁵⁶ Vgl. PATELL, J. M. / WOLFSON, M. A. (1979), S. 128.

⁵⁵⁷ Mögliche Abweichungen können mit einem Test auf Homogenität der Varianzen (F-Test) überprüft werden. Vgl. WELLEK, S. (1994), S. 68 ff.

⁵⁵⁸ Vgl. BOEHMER, E. ET AL. (1991), S. 269 f.

⁵⁵⁹ Analog somit auch zu abnormalen Renditen.

⁵⁶⁰ Nicht voneinander unabhängige Renditen.

⁵⁶¹ Vgl. BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985), S. 22-25. Sie zeigen, dass ein gleichmäßiger Effekt auf alle Unternehmen Voraussetzung für das Funktionieren herkömmlicher t-Tests ist.

Basierend auf diesen Erkenntnissen entwickelten E. BOEHMER ET AL., ausgehend von dem Test von J. M. PATELL⁵⁶² die sog. *standardized cross-sectional Teststatistik*, welche die Kollinearität der Renditen und mögliche Varianzveränderungen⁵⁶³ berücksichtigt.⁵⁶⁴ Aus diesem Grund findet, in Anlehnung an aktuelle Studien⁵⁶⁵, die standardized cross-sectional Teststatistik zur Überprüfung der statistischen Signifikanz von AAR_t und $CAAR_t$ in dieser Arbeit Anwendung. Das Testverfahren standardisiert die abnormalen Renditen durch die geschätzte Standardabweichung der Residuen des Marktmodells aus der Schätzperiode.⁵⁶⁶ Damit wird eine Robustheit gegenüber ereignisinduzierter Erhöhungen der Varianz der abnormalen Rendite⁵⁶⁷ und damit eine robustere Überprüfung der Nullhypothese⁵⁶⁸ gewährleistet. Die Prüfgröße z ⁵⁶⁹, die die Anwendung des Marktmodells voraussetzt, berechnet sich wie folgt:⁵⁷⁰

$$z = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SR_{i,t}}{\sqrt{\frac{1}{n(n-1)} \sum_{i=1}^n (SR_{i,t} - \sum_{i=1}^n \frac{SR_{i,t}}{n})^2}} \quad 4-13$$

$SR_{i,t}$: standardisierte abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen in der (Sub-) Untersuchungsstichprobe

Die Standardisierung der abnormalen Rendite von Wertpapier i am Ereignistag t $SR_{i,t}$ erfolgt durch:

⁵⁶² Vgl. PATELL, J. M. (1976).

⁵⁶³ Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 62.

⁵⁶⁴ Vgl. BOEHMER, E. ET AL. (1991), S. 270.

⁵⁶⁵ Vgl. bspw. MENTZ, M. (2006); PAUSER, S. H. (2007); KAUP, K. C. (2008); MENTZ, M. / SCHIERECK, D. (2008), BÖHMER, E. / LÖFFLER, Y. (1999);

⁵⁶⁶ Vgl. BOEHMER, E. ET AL. (1991), S. 259.

⁵⁶⁷ Vgl. MACKINLAY, C. A. (1997), S. 27.

⁵⁶⁸ Ist die Nullhypothese richtig, wird sie, im Vergleich zu klassischen Signifikanz-Tests, seltener verworfen. Ist die Nullhypothese falsch, wird sie öfter verworfen. Vgl. BOEHMER, E. ET AL. (1991), S. 260 ff.

⁵⁶⁹ Unter der Annahme, dass die abnormalen Renditen normalverteilt sind, ist die Prüfgröße z Student-t-verteilt mit T-2 Freiheitsgraden. Vgl. BOEHMER, E. ET AL. (1991), S. 259.

⁵⁷⁰ Vgl. BOEHMER, E. ET AL. (1991), S. 269 f.

$$SR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\hat{\sigma}_i \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}}} \quad 4-14$$

- $SR_{i,t}$: standardisierte abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t
- $\hat{\sigma}_i$: geschätzte Standardabweichung der abnormalen Rendite des Wertpapiers i
- $AR_{i,t}$: abnormale Rendite des Wertpapiers i am Tag t
- \bar{R}_M : durchschnittliche Marktrendite in der Schätzperiode
- $R_{M,t}$: Marktrendite am Tag t
- n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen in der (Sub-) Untersuchungsstichprobe
- T : Anzahl der Tage in der Schätzperiode

Die Methode von E. BOEHMER ET AL. ist zur Bestimmung der statistischen Signifikanz der AAR_t entwickelt worden. Um auch für die $CAAR_t$ die Prüfgröße z gemäß FORMEL 4-13 berechnen zu können, ist eine weitere Standardisierung notwendig, die nach dem Vorschlag von W. H. MIKKELSON / M. M. PARTCH⁵⁷¹ erfolgt.⁵⁷²

$$SR_{i,t} = \frac{CAAR_{i,e_1-e_2}}{\hat{\sigma}_i \sqrt{T + \frac{T_S^2}{T} + \frac{\sum_{t=e_1}^{e_2} (R_{M,t} - T_S \bar{R}_M)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{M,t} - \bar{R}_M)^2}}} \quad 4-15$$

- $SR_{i,t}$: standardisierte abnormale Rendite des Wertpapiers i zum Zeitpunkt t
- $\hat{\sigma}_i$: geschätzte Standardabweichung der abnormalen Rendite des Wertpapiers i
- $CAAR_{i,e_1-e_2}$: kumulierte abnormale Rendite des Wertpapiers i über den Zeitraum e_1 bis e_2
- \bar{R}_M : durchschnittliche Marktrendite in der Schätzperiode
- $R_{M,t}$: Marktrendite am Tag t
- e_1, e_2 : erster bzw. letzter Tag der Betrachtung von $CAAR$ in der Ereignisperiode
- T : Anzahl der Tage in der Schätzperiode
- T_S : Anzahl der Tage der Betrachtung von $CAAR$ in der Ereignisperiode

Die aufgestellte Nullhypothese wird abgelehnt, wenn die empirischen Prüfgrößen über den theoretischen liegen. In diesem Fall können die abnormalen Renditen als statistisch signifikant bezeichnet werden. Dementsprechend gelten die abnormalen

⁵⁷¹ Vgl. MIKKELSON, W. H. / PARTCH, M. M. (1988), S. 122-123.

⁵⁷² Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 64; PAUSER, S. H. (2007), S. 100.

Renditen als nicht statistisch signifikant, wenn die Nullhypothese bestätigt werden kann.

4.2.5.2. Nicht-Parametrische Testverfahren

Neben dem Einsatz eines Parametrischen Testverfahrens ist es in modernen Event Studies üblich, ein Nicht-Parametrisches Testverfahren durchzuführen, um das Problem nicht normalverteilter abnormaler Renditen zu überwinden. Nicht-Parametrische Testverfahren stellen keine Anforderungen an die statistischen Eigenschaften der Untersuchungsstichprobe.⁵⁷³ Es gibt verschiedene verteilungsfreie Verfahren⁵⁷⁴, wobei sich der *Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest* besonders eignet⁵⁷⁵, das neben den Vorzeichen auch die Größenordnung der jeweiligen abnormalen Rendite berücksichtigt.⁵⁷⁶

Der Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest ist ein Mediantest, bei dem zunächst von den beobachteten abnormalen Renditen der Median der Nullhypothese⁵⁷⁷ abgezogen wird:⁵⁷⁸

$$AR'_{i,t} = AR_{i,t} - Med_0 \quad 4-16$$

$AR'_{i,t}$: korrigierte abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

$AR_{i,t}$: abnormale Rendite des Wertpapiers i im Zeitpunkt t

Med_0 : Median der Nullhypothese

Im nächsten Schritt werden die $AR'_{i,t}$ entsprechend ihrer Höhe in Reihenfolge gebracht und mit Rangzahlen versehen; der höchste $AR'_{i,t}$ -Wert bekommt dabei den

⁵⁷³ Vgl. MENTZ, M. (2006), S. 64.

⁵⁷⁴ Für einen Überblick über die verschiedenen Verfahren vgl. SERRA, A. P. (2002), S. 7-10 und die dort angegebene Literatur.

⁵⁷⁵ Vgl. CORRADO, C. J. (1989), S. 388.

⁵⁷⁶ Vgl. SERRA, A. P. (2002), S. 8.

⁵⁷⁷ Da die Nullhypothese getestet wird, entspricht der Median dem Wert Null und dementsprechend sind $AR'_{i,t}$ und $AR_{i,t}$ identisch. Vgl. SCHLITGEN, R. (2003), S. 340.

⁵⁷⁸ Vgl. SCHLITGEN, R. (2003), S. 340.

höchsten Rangwert zugewiesen. Aus der Summe aller positiven Rangzahlen ergibt sich die Prüfgröße S_n .⁵⁷⁹

$$S_n = \sum_{i=1}^n r^+ \quad 4-17$$

S_n : Prüfgröße

r^+ : positiver Rangwert

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen in der Stichprobe

Abschließend muss der Wert der Prüfgröße S_n mit den dazugehörigen kritischen Werten verglichen werden. Bei einer ausreichend großen Stichprobe nähert sich die Verteilung von S_n einer Normalverteilung an, so dass gilt:⁵⁸⁰

$$E(S_n) = \frac{n(n+1)}{4} \quad 4-18$$

$E(S_n)$: Erwartungswert der Prüfgröße S_n

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen in der Stichprobe

$$\sigma^2(S_n) = \frac{n(n+1)(2n+1)}{24} \quad 4-19$$

$\sigma^2(S_n)$: Varianz der Prüfgröße S_n

n : Anzahl der Ankündigungen der M&A-Transaktionen in der Stichprobe

4.2.5.2. Implikationen im Hinblick auf die empirische Studie

In dieser Arbeit wird die *standardized cross-sectional Teststatistik* nach E. BOEHMER ET AL. eingesetzt, um die Robustheit der Ergebnisse zu überprüfen. Auf den Einsatz eines Nicht-Parametrisches Testverfahren wird verzichtet. Aufgrund der Größe der Analytestichprobe⁵⁸¹ kann anhand des Parametrischen Testverfahrens eine solide Aussage über den Einfluss von Unternehmens- oder Transaktionseigenschaften auf den Erfolg von M&A getätigt werden.

⁵⁷⁹ Vgl. SERRA, A. P. (2002), S. 8.

⁵⁸⁰ Vgl. SCHLITGEN, R. (2003), S. 341, SERRA, A. P. (2002), S. 8.

⁵⁸¹ In die Analytestichprobe wurden 30.285 M&A-Transaktionen aufgenommen. Vgl. KAPITEL 5.2. Entsprechend I. THOMAS führen in dieser Größenordnung die verschiedenen Signifikanztests zu vergleichbaren Ergebnissen. Vgl. THOMAS, I. (2008), S. 221

4.3. Zusammenfassende Darstellung der Erfolgsmessung

TABELLE 16 fasst die Ausführungen dieses Kapitels und damit die festgelegten Parameter der empirischen Erfolgsmessung übersichtlich zusammen.

Parameter der Erfolgsmessung	
Was	Wie
Untersuchungsmethodik	Event Study
Kapitalmarkteffizienzstufe	halb-strenge Informationseffizienz
Ermittlung der tatsächlichen Renditen	diskrete Rendite
Simulation der erwarteten Renditen	Marktmodell
Schätzverfahren	OLS-Regression
Ereignisdefinition	Tag der erstmaligen M&A-Ankündigung
Datenfrequenz	täglich
Ereignisperiode	-20 bis + 20 (= 41 Börsenhandelstage)
Schätzperiode	-521 bis -21 (= 500 Börsenhandelstage)
Untersuchungsperiode	-521 bis +20 (= 541 Börsenhandelstage)
Marktadjustierung	MSCI World
Transaktionskosten	bleiben unberücksichtigt
Berechnung CAAR	additive Verknüpfung
Parametrischer Signifikanztests	standardized cross-sectional Teststatistik nach E. Boehmer et al.

TABELLE 16: Untersuchungsparameter der Erfolgsmessung

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

5. Empirische Analyse

Gegenstand dieses Kapitels ist die empirische Untersuchung der potentiellen Erfolgsfaktoren. Zunächst werden die wesentlichen Kriterien der Datensichtung und -aufbereitung erläutert, die Vorgehensweise zur Bestimmung der relevanten Transaktionen schließt sich daran an. Es folgt eine deskriptive Beschreibung der Analysestichprobe entlang der ausgewählten Faktoren⁵⁸² bevor deren Einflussnahme auf den Transaktionserfolg anhand der Event Studie ermittelt wird.

5.1. Datensichtung und Aufbereitung

Um der Auswertungsproblematik empirisch erhobener Daten aufgrund von nicht kompletten bzw. nicht plausiblen Daten entgegenzuwirken, muss zuvor definiert werden, wie mit fehlenden Daten und Ausreißern umzugehen ist.

5.1.1. Ausreißer

Ausreißer sind gemessene, erhobene oder experimentell gefundene Werte, die nicht den erwarteten Werten bzw. nicht den restlichen Werten der Verteilung entsprechen. Entweder lassen sie sich auf Fehler bei der Datenaufnahme bzw. -bearbeitung zurückführen oder es handelt sich um Extremwerte innerhalb der Stichprobe.⁵⁸³ Unterschieden werden kann zwischen univarianten und multivarianten Ausreißern. Univariante Ausreißer ergeben sich aus der Betrachtung eines einzelnen Merkmals ohne Berücksichtigung der übrigen Daten und können relativ einfach identifiziert werden. Multivariante Ausreißer hingegen beziehen sich auf eine Kombination von mehreren Ausprägungen, welche für sich genommen jedoch nicht ungewöhnlich sind. Deren Identifizierung ist mit erheblichem Aufwand verbunden. Die meisten statistischen Verfahren reagieren auf Ausreißer empfindlich⁵⁸⁴, können aber auch nicht ohne weiteres entfernt werden, da sie eine große Bedeutung haben können.⁵⁸⁵

⁵⁸² Vgl. KAPITEL 3.3.

⁵⁸³ Vgl. STEVENS, J. P. (2002), S. 12.

⁵⁸⁴ Vgl. STEVENS, J. P. (2002), S. 13.

⁵⁸⁵ Vgl. ESBENSEN, K. H. / GUYOT, D. (2001), S. 78.

Um die Qualität der statistischen Untersuchung sicherzustellen, ist es erforderlich, die vorhandenen Ausreißer zu identifizieren und zu entscheiden, wie mit diesen verfahren werden soll.⁵⁸⁶ In der Literatur existiert keine klare Vorgehensweise für die Identifikation von Ausreißern. Eine Möglichkeit besteht in der Aufdeckung außergewöhnlicher Werte mit Hilfe von Expertenwissen. Hierzu ist ein umfassendes Verständnis des untersuchten Fachgebiets erforderlich. Zudem muss die gesamte Datenbasis manuell durchgesehen werden, um Einzelfälle spezifisch entscheiden zu können. Je nach Umfang der Datenbasis ist dieses Vorgehen demzufolge sehr aufwändig. Des Weiteren bieten Programme verschiedene Verfahren der Analyse an.⁵⁸⁷

Letztendlich liegt die Entscheidung darüber, welche Werte tatsächlich Ausreißer sind, immer bei dem Analytiker, wobei die Kriterien der Identifikation anzugeben sind. Nach der Identifikation können die Ausreißer für das weitere Vorgehen entweder aus der Analyse ausgeschlossen werden oder Eingang in die Analyse finden. Die gewählte Vorgehensweise wirkt sich dabei i.d.R. erheblich auf das Ergebnis der statistischen Auswertung aus.⁵⁸⁸

Ausreißer werden in der vorliegenden Arbeit mit Hilfe des Boxplots⁵⁸⁹ identifiziert. Ein Boxplot stellt die Lage der Verteilung der Werte eines Merkmals grafisch dar. Die so identifizierten Ausreißer werden aus der Datenbasis entfernt.

5.1.2. Fehlende Werte

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass in jeder Datenerhebung fehlende Werte existieren.⁵⁹⁰ Diese sind in der Regel über die verschiedenen Merkmale unabhängig voneinander verteilt.⁵⁹¹ Die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten fehlender Werte nimmt mit der Größe der Stichprobe zu, die Gründe dafür sind mannigfaltig.⁵⁹² Das

⁵⁸⁶ Vgl. STEVENS, J. P. (2002), S. 13.

⁵⁸⁷ Vgl. STEVENS, J. P. (2002), S. 125 ff. Hierauf sei auch zur weiteren Vertiefung verwiesen.

⁵⁸⁸ Vgl. ESBENSEN, K. H. / GUYOT, D. (2001), S. 78.

⁵⁸⁹ Auf die ausführliche Darstellung der Boxplot-Analyse wird verzichtet und auf die vorhandene Literatur verwiesen, vgl. bspw. TUKEY, J. W. (1977).

⁵⁹⁰ Vgl. ALLISON, P. D. (2002), S. 1.

⁵⁹¹ Vgl. ALLISON, P. D. (2002), S. 2.

⁵⁹² Vgl. ALLISON, P. D. (2002), S. 1.

Vorgehen bei fehlenden Daten hängt von der Struktur bzw. vom Zufälligkeitsgrad der fehlenden Daten ab (vgl. TABELLE 17).

Zufälligkeitsgrade fehlender Werte	
Zufälligkeitsgrad	Definition
Missing Completely at Random	Die fehlenden Werte treten vollkommen zufällig auf. Die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten eines fehlenden Wertes bei einem Merkmal steht nicht im Zusammenhang mit der Ausprägung anderer Merkmale.
Missing at Random	Das Auftreten fehlender Werte steht teilweise im Zusammenhang mit einem anderen erhobenen Merkmal. Es ist jedoch kein Zusammenhang zwischen dem Auftreten des fehlenden Wertes bei einem Merkmal sowie dessen tatsächlicher Ausprägung festzustellen.
Nonrandom Missing	Es existieren nachweisbare Gesetzmäßigkeiten für das Auftreten fehlender Werte; Zufälligkeit kann vollkommen ausgeschlossen werden. Entweder liegt ein Zusammenhang zwischen dem Auftreten fehlender Werte eines Merkmals und dessen Ausprägung vor oder zwischen dem Auftreten fehlender Werte verschiedener Merkmale oder beides. Das Auftreten fehlender Werte kann somit vollständig durch das Merkmal selbst oder ein anderes Merkmal erklärt und damit auch prognostiziert werden.

TABELLE 17: Zufälligkeitsgrade

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG, vgl. ALLISON, P. D. (2002), S. 3 ff.

Abhängig vom vorliegenden Zufälligkeitsgrad können verschiedene Vorgehensweisen zur Behandlung fehlender Daten unterschieden werden. Bei einem fallweisen Ausschluss werden ausschließlich vollständige Datensätze für die weitergehende Analyse verwendet, alle Fälle mit mindestens einem fehlenden Wert werden aus der Datenerhebung gelöscht. Diese Vorgehensweise kann ausschließlich bei zufällig fehlenden Werten (*Missing Completely at Random*) angewendet werden und ist nur bei Vorliegen einer großen Stichprobe zu empfehlen. Bei einem paarweisen Ausschluss bleiben alle Datensätze erhalten. Es werden nur die jeweils fehlenden Daten von der Analyse ausgeschlossen. Dieses kann jedoch zu verschiedenen großen Stichprobenumfängen führen und bei der statistischen Analyse unter Umständen mathematische Inkonsistenzen erzeugen. Im Falle von nicht zufällig auftretenden fehlenden Werten (*Missing at Random* und *Nonrandom Missing*) kann diese Vorgehensweise empfohlen werden. Eine dritte Möglichkeit ist die Vervollständigung der fehlenden

Werte mit Hilfe induktiver oder statistischer Verfahren. Es ist allerdings nur durchführbar, wenn Regelmäßigkeiten erkennbar und die vorliegenden Daten metrisch sind.⁵⁹³

Bei den folgenden Untersuchungen wird im Fall fehlender Daten generell ein fallweiser Ausschluss durchgeführt. Nur bei dem Merkmal *Transaktionsvolumen* wird ein paarweiser Ausschluss durchgeführt.

5.2. Datenbasis und Selektionskriterien

Für die Event Study wurde eine großzahlige und mehrjährige Datenstichprobe erhoben. Der dieser empirischen Untersuchung zugrunde gelegte Datensatz an Mergers & Acquisitions basiert auf der Datenbank des Finanzinformationsdienstleisters BLOOMBERG LP. Der Datensatz hat anfänglich insgesamt 143.417 ausgeführte Transaktionen enthalten. Für die Aufnahme in die Stichprobe zur Analyse der M&A-Transaktionen, mussten zudem folgende Kriterien erfüllt sein:

- Die Transaktion wurde zwischen dem 01.01.1980 und dem 14.12.2009 angekündigt und abgeschlossen (BLOOMBERG LP: Deal-Status Filter: *completed*). Um die Unsicherheit über die tatsächlich erfolgte Durchführung zu minimieren und das Datenmaterial diesbezüglich weitgehend zu homogenisieren, müssen die Transaktionen in dem Untersuchungszeitraum abgeschlossen sein.⁵⁹⁴
- Bei dem Transaktionstyp handelt es sich um sog. *Akquisitions* (BLOOMBERG LP: Deal-Typ Filter: *ACQ*), M&A-Deals, die als sog. *Divestment*⁵⁹⁵ (BLOOMBERG LP: Deal-Typ Filter: *DIV*) aufgeführt sind, werden nicht berücksichtigt. Damit wird sichergestellt, dass nur von Käuferseite initiierte M&A in die Auswertungen einfließen.
- Sowohl das akquirierende Unternehmen als auch das Zielunternehmen sind während des Untersuchungszeitraums börsennotiert. Eine entsprechend aus-

⁵⁹³ Vgl. ALLISON, P. D. (2002), S. 5 ff.

⁵⁹⁴ Vgl. BRADLEY, M. ET AL. (1988), S. 5; LANG, L. H. P. ET AL. (1989), S. 140.

⁵⁹⁵ Bei Divestments, also Veräußerungen bzw. Beteiligungsverkäufen, geht die Initiative nicht vom Käufer sondern dem Verkäufer aus, daher bleiben sie, um der M&A-Definition aus KAPITEL 2.1.1. zu entsprechen bei der Analyse unberücksichtigt. Zudem wird so eine homogene Datenbasis sichergestellt.

reichende Kurszeitreihe ist für das Käuferunternehmen über diesen Zeitraum verfügbar.

- Um nur solche Transaktionen zu berücksichtigen, die durch den Übergang von Leitungs- und Kontrollbefugnissen⁵⁹⁶ gekennzeichnet sind, gehen nur diejenigen Transaktionen in die Untersuchungsstichprobe ein, deren Erwerbsquote bei 100 % liegt.
- Die Wertpapiere der beteiligten Käuferunternehmen der betrachteten Transaktionen weisen liquide⁵⁹⁷ Werte auf.
- Herkunftsland und Branche von Erwerber und Target unterliegen keinen Restriktionen.

Die Anfangsstichprobe von 143.417 Transaktionen wurde auf die oben aufgeführten Kriterien überprüft und für die Analyse um sämtliche Datensätze mit unzureichenden Daten bzw. um diejenigen, die den Kriterien nicht entsprechen, bereinigt. 30.285 M&A-Transaktionen wurden in die Analysestichprobe aufgenommen und werden induktiv erforscht und ausgewertet. Die Größe dieser Stichprobe erlaubt eine kapitalmarktorientierte Erfolgsmessung in Anlehnung an R. BÜHNER in Form von Portfolioanalysen: Es werden ohne Berücksichtigung der speziellen Umstände von Einzelfällen größere Stichproben untersucht.⁵⁹⁸ Zudem ist durch die Anwendung statistischer Methoden⁵⁹⁹ eine schließende Überprüfung möglich.

5.3. Beschreibung der Analysestichprobe

Um die Struktur und faktorspezifischen Charakteristika des Datensatzes herauszustellen, wird zunächst eine deskriptive Auswertung der Analysestichprobe vorgenommen. Dies erleichtert die Einordnung der Ergebnisse der induktiven Analyse.

⁵⁹⁶ Vgl. M&A-Definition in KAPITEL 2.1.1.

⁵⁹⁷ Illiquide Wertpapiere weisen nur eine geringe Liquidität auf, da sie über mehrere Tage hinweg nicht gehandelt wurden. Durch die Berücksichtigung von liquiden und illiquiden Wertpapieren in einer Untersuchungsstichprobe fallen u.U. die CAAR zu hoch aus, wodurch nicht der tatsächliche Einfluss eines Ereignisses widerspiegelt wird. Vgl. SCHOLLES, M. / WILLIAMS, J. (1977), S. 316 f.

⁵⁹⁸ Vgl. BÜHNER, R. (1990A), S. 6.

⁵⁹⁹ Vgl. KAPITEL 4.2.5.

5.3.1. Zeitlicher Fokus

Die Auswertung des zeitlichen Fokus erfolgt unterteilt in zwei Schritten. Zunächst erfolgt eine Betrachtung der Jahre, daran anschließend werden die einzelnen Monate betrachtet.

5.3.1.1. Jahre

Die Verteilung der M&A-Transaktionen auf die einzelnen Jahre der Analytestichprobe wird in ABBILDUNG 10 veranschaulicht. Zu erkennen ist in der rechtsschiefen Verteilung, dass die Anzahl der M&A-Transaktionen im Laufe des Beobachtungszeitraums stark variiert, wie auch nochmals durch die nachfolgende ABBILDUNG 11 verdeutlicht wird.

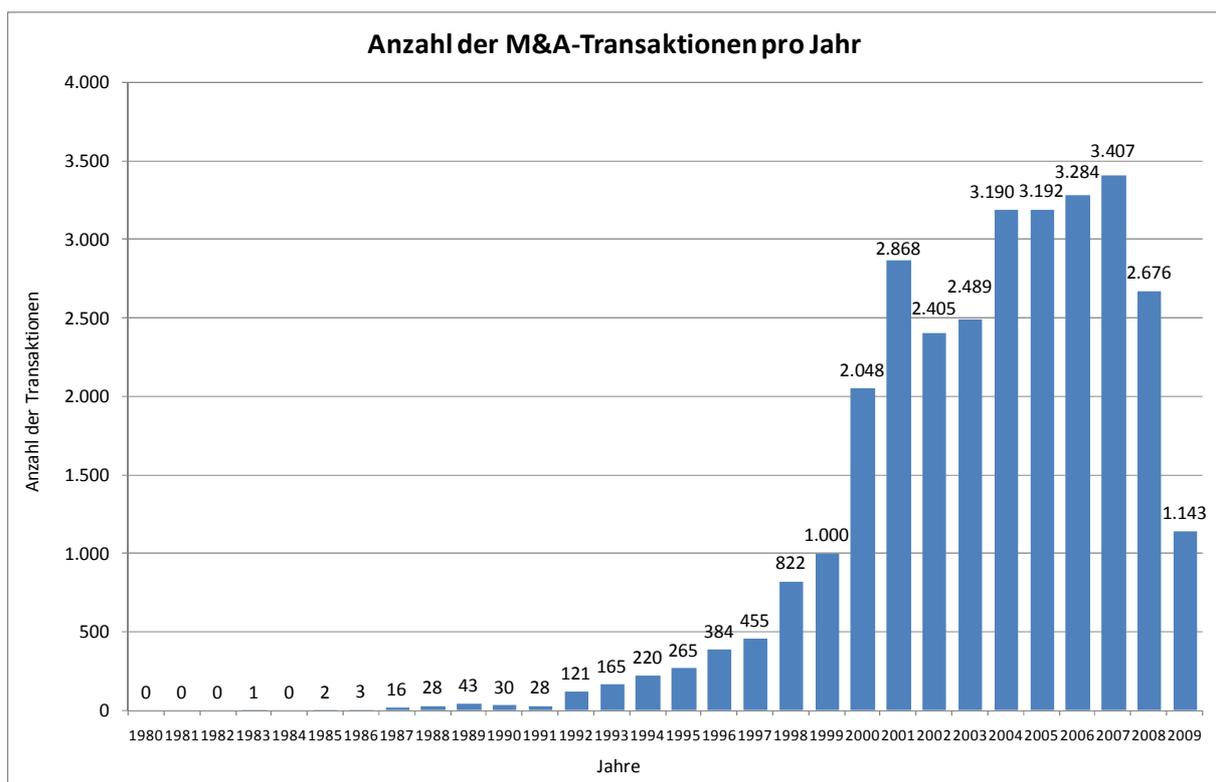


ABBILDUNG 10: Entwicklung der M&A-Transaktionen der Analytestichprobe⁶⁰⁰

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶⁰⁰ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 217.

Bis zu Beginn der 1990er Jahre ist die Anzahl der Transaktionen vergleichsweise gering.⁶⁰¹ Ab dem Jahr 1991 steigt die Zahl jährlich an und kulminiert im Jahr 2001 mit 2.868 M&A; dem Höhepunkt der fünften M&A-Welle⁶⁰². Es kommt zu einem Rückgang um ca. 16 %, dem ab dem Jahr 2003 wieder ein jährlicher Zuwachs an Transaktionen folgt. Im Jahr 2007 ist mit 3.407 M&A der Höhepunkt der sechsten Welle⁶⁰³ erreicht. Der folgende Abschwung der Wirtschaft lässt sich an der vergleichsweise geringen Anzahl der Transaktionen in den Jahren 2008 und 2009 ablesen. Es kann konstatiert werden, dass die Analysestichprobe große Übereinstimmungen mit den Ausführungen in KAPITEL 2.1.2.1. und ABBILDUNG 1 zeigt.⁶⁰⁴

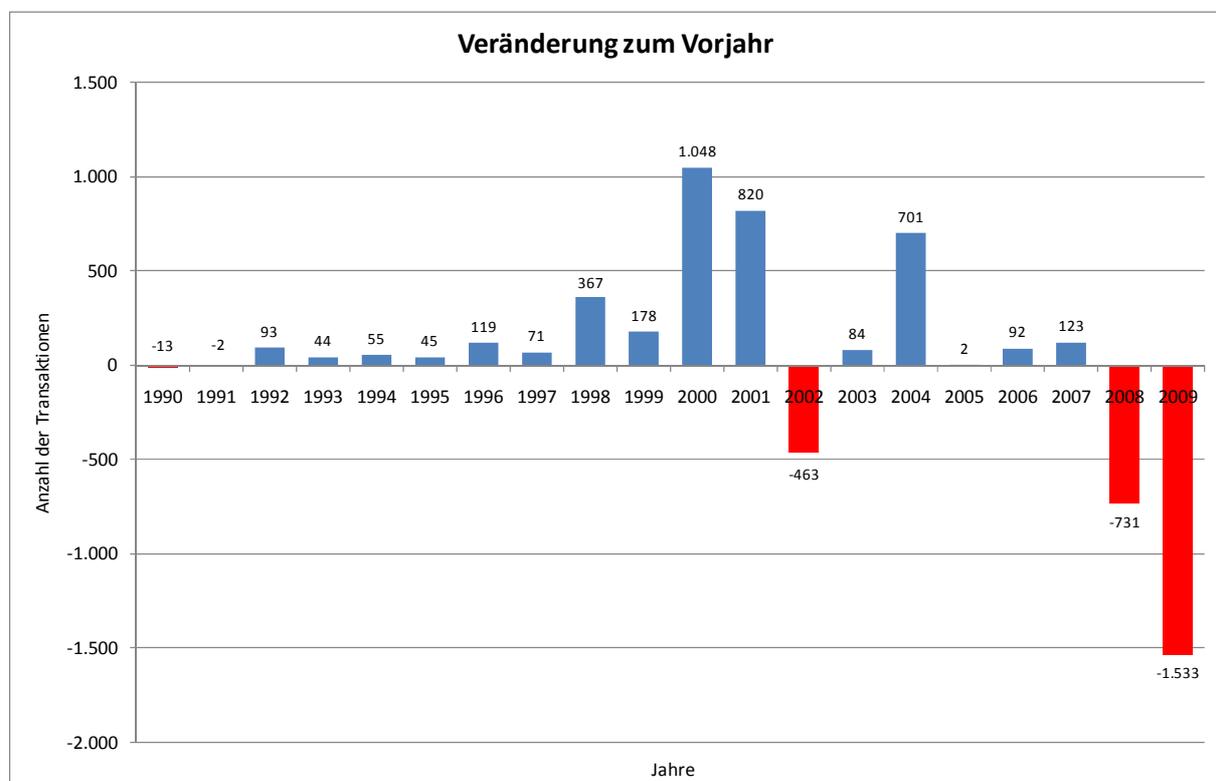


ABBILDUNG 11: Veränderung der M&A-Transaktionen zum Vorjahr⁶⁰⁵

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶⁰¹ Vgl. hierzu auch JANSEN, S. A. (2008), S. 63.

⁶⁰² Vgl. KAPITEL 2.1.2.1.5.

⁶⁰³ Vgl. KAPITEL 2.1.2.1.6.

⁶⁰⁴ Die zeitliche Verschiebung um ein Jahr zu den Ausführungen in KAPITEL 2.1.2.1.5. und ABBILDUNG 1 ist zu vernachlässigen, da sich beides auf den US-amerikanischen Markt bezieht, hier aber eine weltweite Betrachtung vorgenommen wird.

⁶⁰⁵ Die Jahre 1980 bis 1989 bleiben im Folgenden aufgrund der geringen Transaktionsstärke bei der Betrachtung in Anlehnung an AHNEFELD, M. ET AL. (2006) unberücksichtigt.

Der Vergleich der Transaktionsanzahl mit dem MSCI World-Index⁶⁰⁶ über denselben Zeitraum (vgl. ABBILDUNG 12) lässt Parallelen bei den jeweiligen Verläufen erkennen: Die Verteilung der M&A-Aktivitäten folgt dem Börsenverlauf: In Hausse-Phasen⁶⁰⁷ steigt auch die Anzahl der M&A-Deals sowie sie in Baisse-Phasen⁶⁰⁸ rückläufig sind.

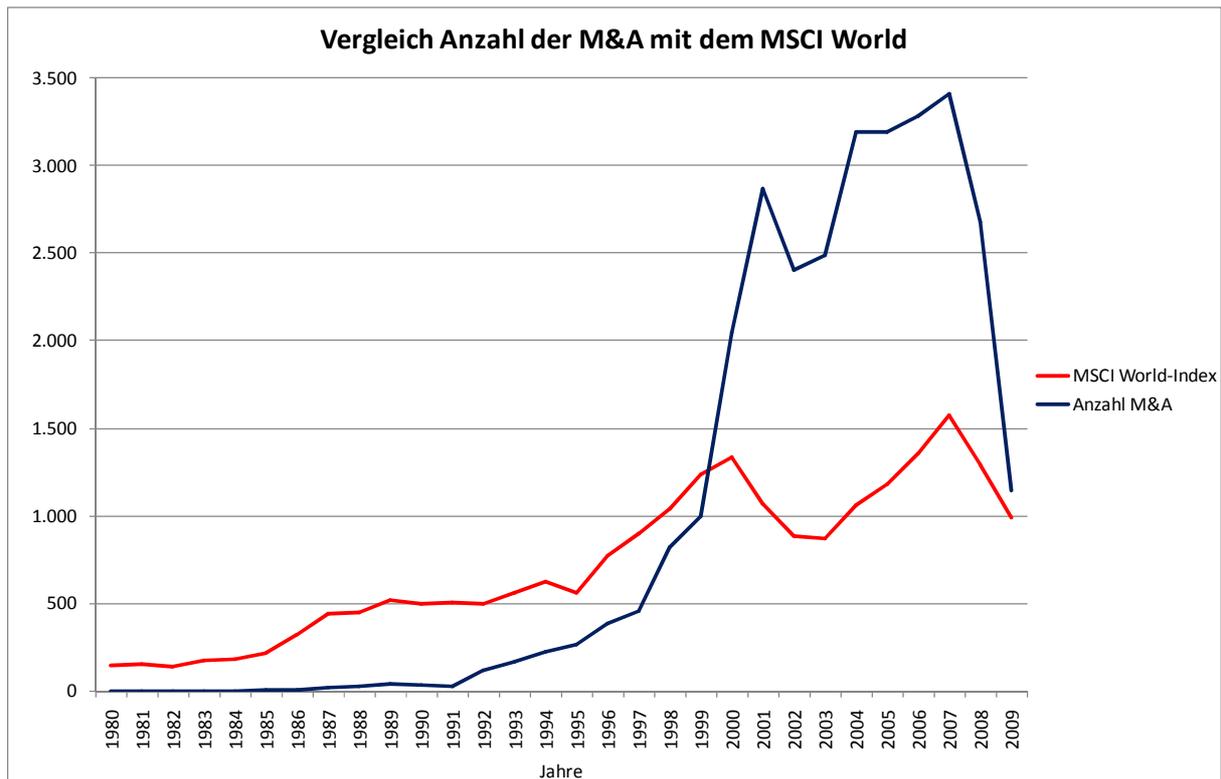


ABBILDUNG 12: Vergleich der M&A-Volumina mit dem MSCI World Index⁶⁰⁹

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Bis zum Jahr 1999 verläuft die M&A-Kurve unterhalb des MSCI World-Index, steigt aber nahezu proportional mit an. Gut zu erkennen ist beim MSCI World-Index der Börseneinbruch im Jahr 1995 in Folge der überraschenden Konjunkturschwäche in den USA und Deutschland, die sich aber scheinbar nicht auf die Anzahl an Transaktionen ausgewirkt hat. Im Jahr 2000 steigen die M&A-Aktivitäten überproportional an, deren Kurve seitdem über der des MSCI World-Index verläuft. Die Einbrüche beider Kurvenverläufe aufgrund des Platzen der New-Economy-Blase⁶¹⁰

⁶⁰⁶ Vgl. FN. 531.

⁶⁰⁷ Hausse, auch Bullenmarkt genannt, steht an der Börse für steigende Kurse.

⁶⁰⁸ Baisse, auch Bärenmarkt genannt, steht an der Börse für fallende Kurse.

⁶⁰⁹ Bei den Werten des MSCI World-Index handelt es sich Jahresdurchschnittswerte.

⁶¹⁰ Das Ende der 5. M&A-Welle ist erreicht. Vgl. KAPITEL 2.1.2.1.5.

in den Jahren 2000 bis 2003 sind deutlich zu erkennen. In den Jahren 2004 bis 2007 folgt ein Boom, der mit der Subprimekrise im Jahr 2007 wiederum von einer Baisse abgelöst wurde. Aufgrund der gleichläufigen Performance kann, wie schon in vorherigen Studien⁶¹¹, von einem eindeutigen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktienmärkte und der globalen M&A-Aktivitäten ausgegangen werden und damit von einer starken positiven Korrelation zwischen der Wirtschaftsentwicklung und dem Transaktionsmarkt.

5.3.1.2. Monate

Die Verteilung der Anzahl der M&A-Transaktionen im Jahresverlauf (vgl. ABBILDUNG 13) weist ebenfalls einen wellenförmigen Verlauf auf.

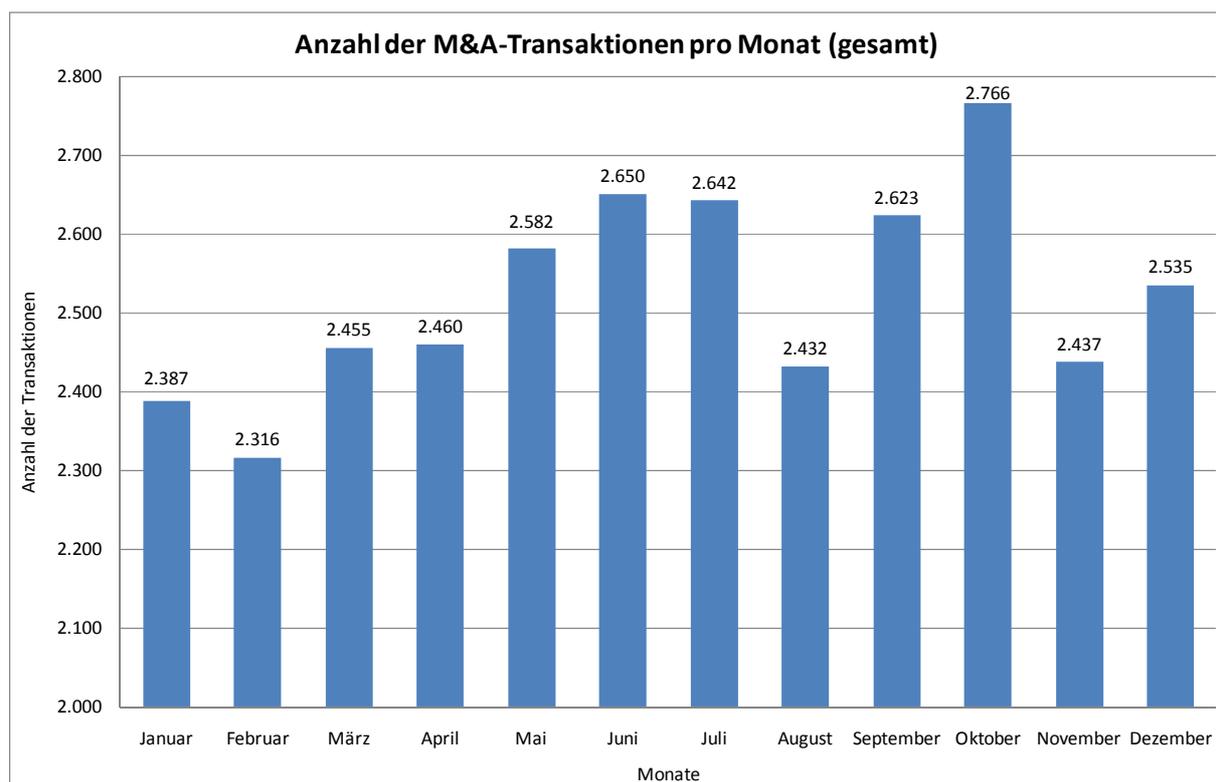


ABBILDUNG 13: Anzahl der M&A-Transaktionen pro Monat (gesamt)⁶¹²

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶¹¹ Vgl. SHLEIFER, A. / VISHNY, R. W. (2003), S. 19; RHODES-KROPP, M. / VISWANATHAN, S. (2004), S. 2685; KAPITEL 2.1.2.1.7.

⁶¹² Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 217.

Dabei übersteigt die Anzahl der M&A in jedem Monat die Marke von 2.300. Das Minimum bildet der Monat Februar mit 2.318 M&A. In den Folgemonaten erfolgt ein kontinuierlicher Anstieg bis zu einem ersten Höhepunkt im Juni mit 2.650 Transaktionen. Bis August sinkt die Zahl der M&A um etwa 8 % auf 2.423 Deals. Es schließt sich ein erneuter Aufschwung in den Monaten September und Oktober an. Hier liegt auch das Jahresmaximum mit 2.766 Transaktionen und einer Zunahme von ca. 13,5 % entspricht. Im November bricht die Zahl der M&A erneut ein (Rückgang um 12 %) und fällt auf das August-Niveau zurück, steigt im Dezember wieder leicht (2.535 Deals) und liegt im Januar bei 2.387 Transaktionen.

Um zu überprüfen, ob dieser Verlauf einer typischen Jahresverteilung entspricht und nicht auf Monatsextremwerten in einzelnen Jahren beruht, folgt in ABBILDUNG 14 eine nach Jahren differenzierte Darstellung der Transaktionen je Monat.

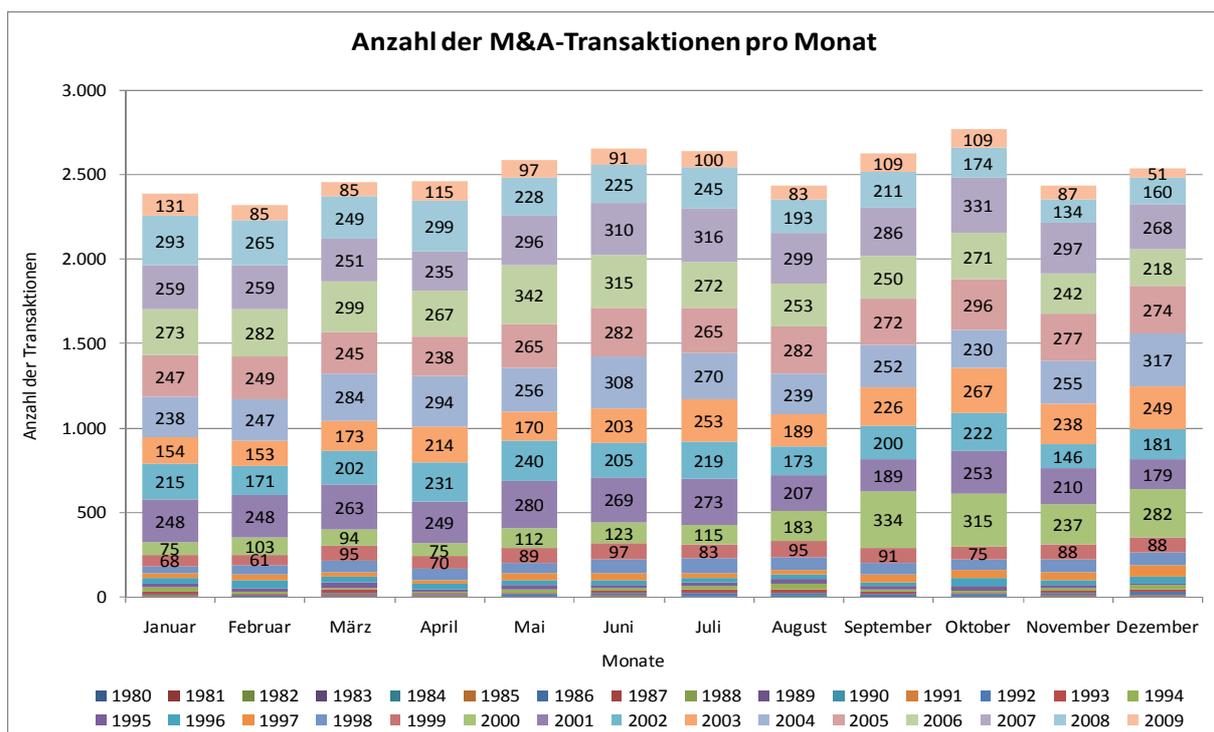


ABBILDUNG 14: Anzahl der M&A pro Monat differenziert nach Jahren⁶¹³

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Dabei ist der wellenförmige Verlauf der Gesamtdarstellung in ABBILDUNG 13 mit Minima in den Monaten Februar, August und November sowie Maxima in den

⁶¹³ Für eine vollständige Auflistung siehe ANHANG S. 217.

Monaten Juni/Juli und Oktober bei der überwiegenden Zahl der betrachteten Jahre zu beobachten. Einzig im Jahr 2000 ist der Verlauf atypisch zu dem der übrigen Jahre, wie auch die nachstehende ABBILDUNG 15 verdeutlicht.

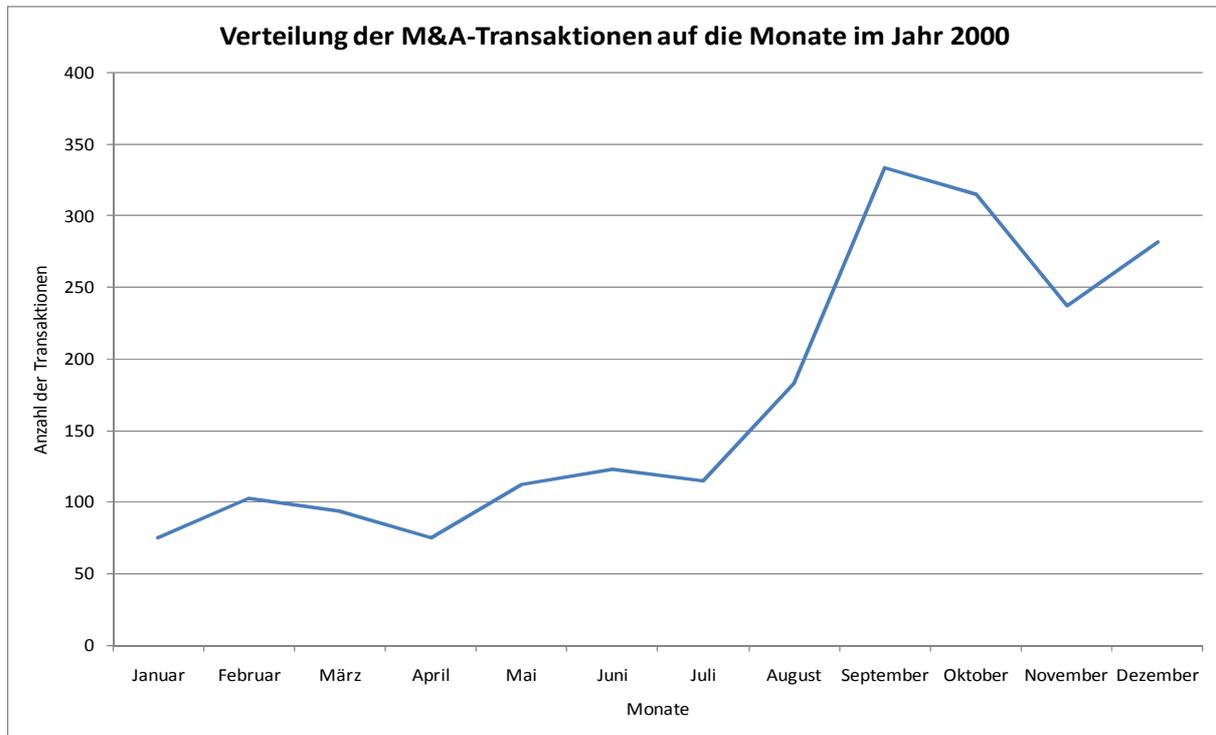


ABBILDUNG 15: Verteilung der M&A-Transaktionen auf die Monate im Jahr 2000

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Neben einem positiven Ausschlag im Monat Februar ist im Jahr 2000 ein Anstieg der Transaktionen in den Monaten Juli bis September um über 190 % auf 334 M&A zu beobachten. Bei der Gesamtverteilung führt dieser Extremwert zu einer verzerrten Darstellung.

Unter Ausschluss des Jahres 2000 tritt die wellenförmige Verteilung der M&A-Transaktionen über die Monate noch deutlicher hervor (vgl. ABBILDUNG 16). Deutlich zu erkennen ist ein transaktionsarmer Monat Februar, dem eine kontinuierliche Zunahme von insgesamt ca. 14 % in den Monaten März bis Juli auf das Jahresmaximum folgt. Im August sinkt die Zahl der M&A um 11 %, worauf in den Monaten September und Oktober erneut ein Aufschwung von 9 % zu beobachten ist. Das Jahresminimum bildet nun der Monat November (Rückgang um etwa über 10 %), dem die im Mittelfeld liegenden Monate Dezember und Januar folgen.

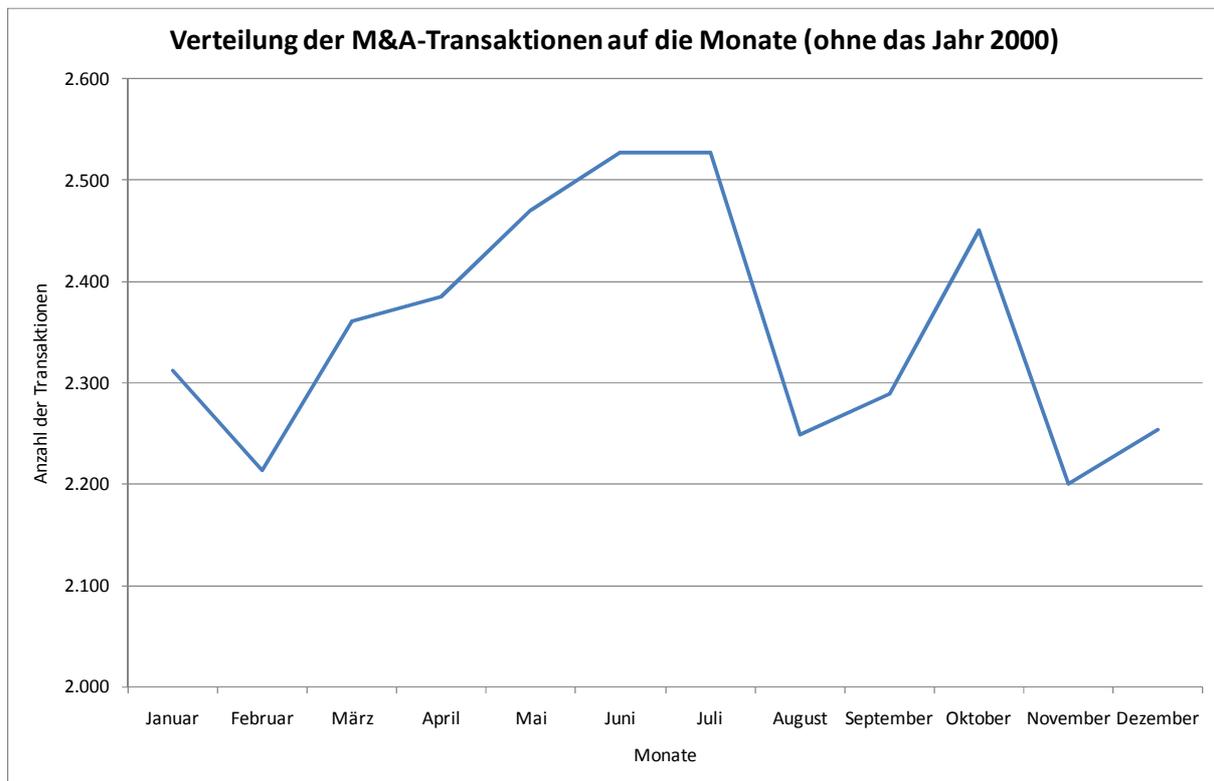


ABBILDUNG 16: Verteilung der M&A-Transaktionen ohne das Jahr 2000

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Anhand der vorliegenden Analysestichprobe lässt sich, in Anlehnung an andere Studien⁶¹⁴, festhalten, dass die Anzahl der Transaktionen über das Jahr hinweg saisonalen Schwankungen unterliegt. Tendenziell liegen die Minima in den Monaten Februar, August und November und die Maxima in den Monaten Mai bis Juli und Oktober. Zudem kann konstatiert werden, dass in der ersten Jahreshälfte mehr Transaktionen durchgeführt werden, als in der zweiten Jahreshälfte. Ein Grund dafür kann die Veröffentlichungspraxis der Jahresabschlüsse der Unternehmen sein. So liegen den Käuferunternehmen bei der Auswahl geeigneter Transaktionspartner aktuelle Zahlen vor.

⁶¹⁴ Vgl. FN. 285.

5.3.2. Geografischer Fokus

Die Betrachtung des geografischen Fokus der M&A-Transaktionen erfolgt zunächst nach Kontinenten. In einem zweiten Schritt wird die Länderebene betrachtet. Dabei wird nach der Zugehörigkeit der Erwerber- und Zielunternehmen differenziert.

5.3.2.1. Kontinente

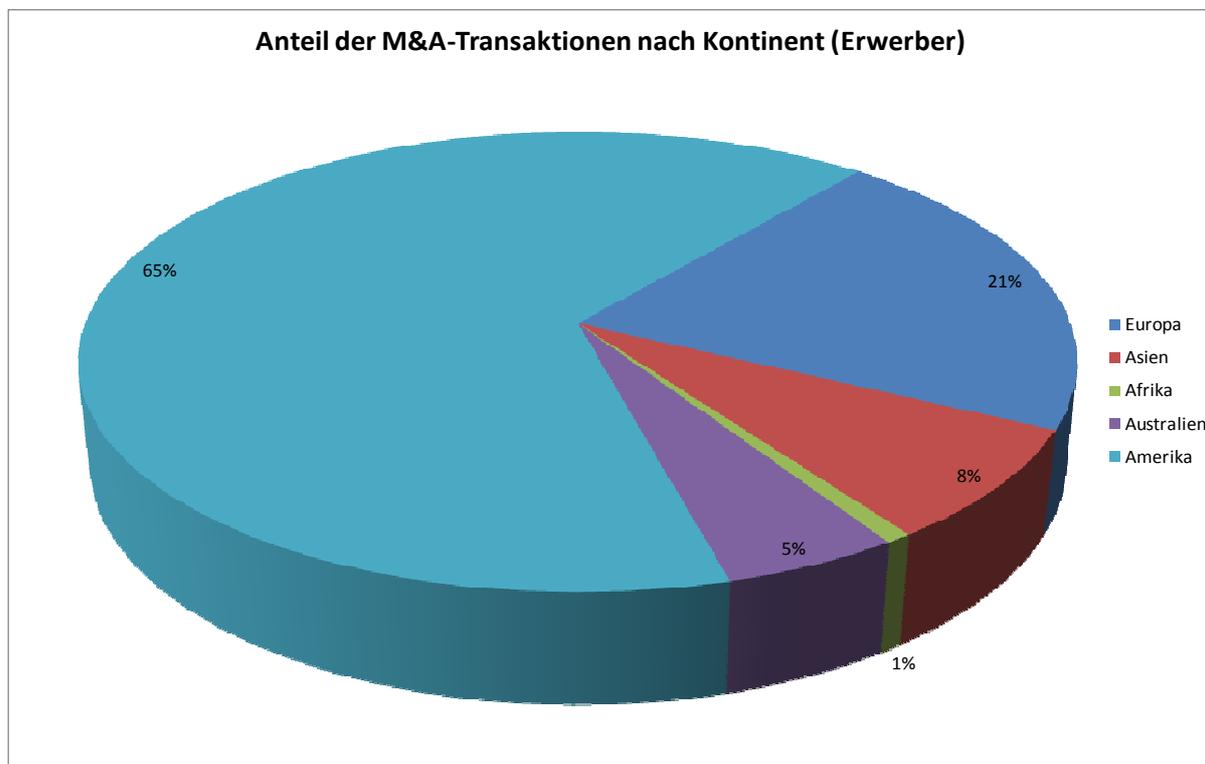


ABBILDUNG 17: Herkunftskontinente der Käuferunternehmen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

ABBILDUNG 17 stellt die Verteilung der Zugehörigkeit der an Transaktionen beteiligten Käuferunternehmen auf die jeweiligen Kontinente dar. Mit 19.770 M&A ist Amerika mit großem Abstand der transaktionsstärkste Kontinent aus Erwerbersicht; 65 % der Transaktionen werden von Amerika aus initiiert. Es folgt Europa mit einem Anteil von ca. 21 %, wiederum mit einigem Abstand folgen Asien (etwa 8 %), Australien (fast 5 %) und Schlusslicht Afrika mit knapp 1 % Anteil an den Transaktionen.

Die geografische Zuordnung der Zielunternehmen auf die Kontinente (vgl. ABBILDUNG 18) weist große Ähnlichkeiten zu ABBILDUNG 17 auf. Am stärksten vertreten ist erneut

Amerika mit einem Anteil von über 63 %. Das bedeutet, dass die Transaktionsziele in der Analysestichprobe bei 19.145 Deals in Amerika liegen. Es folgen mit 18 % Europa, Asien (8 %), Australien (5 %) und Afrika mit wiederum 1 % an der Gesamttransaktionszahl.

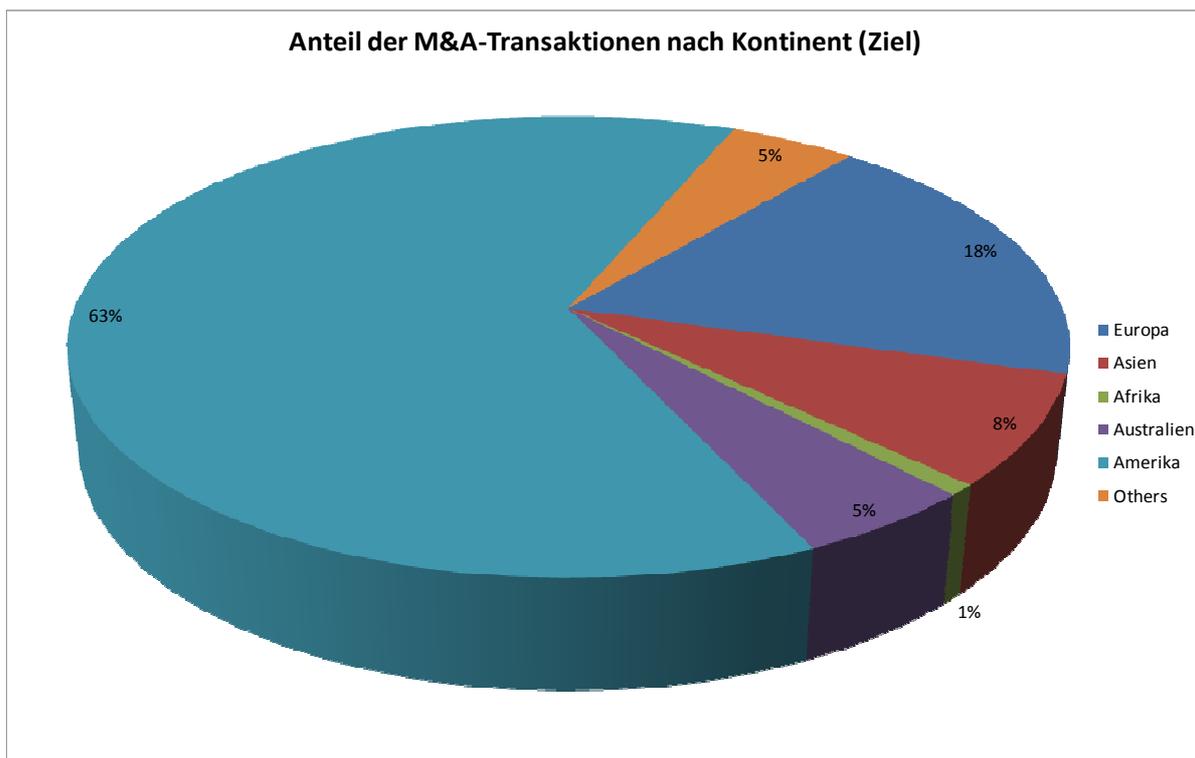


ABBILDUNG 18: Herkunftskontinente der Zielunternehmen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Diese nahezu identische Verteilung lässt vermuten, dass bei dem Großteil der Transaktionen der Analysestichprobe Käufer und Target auf demselben Kontinent ansässig sind, was nachfolgend näher betrachtet wird.

5.3.2.2. Continental M&A vs. Crosscontinental M&A

ABBILDUNG 19 stellt für jeden Kontinent die Anteile an Continental M&A und Crosscontinental M&A gegenüber. Für die Gesamtanalysestichprobe liegt das Verhältnis in etwa bei 4:1 für Continental M&A, dem auf den Kontinenten Asien und Australien nahezu exakt entsprochen wird. In Amerika hingegen reicht der Anteil an Continental M&A an die 90 %. Den anderen Extremfall stellt Europa dar, hier liegt der Anteil an Crosscontinental M&A bei nur annähernden 40 %.

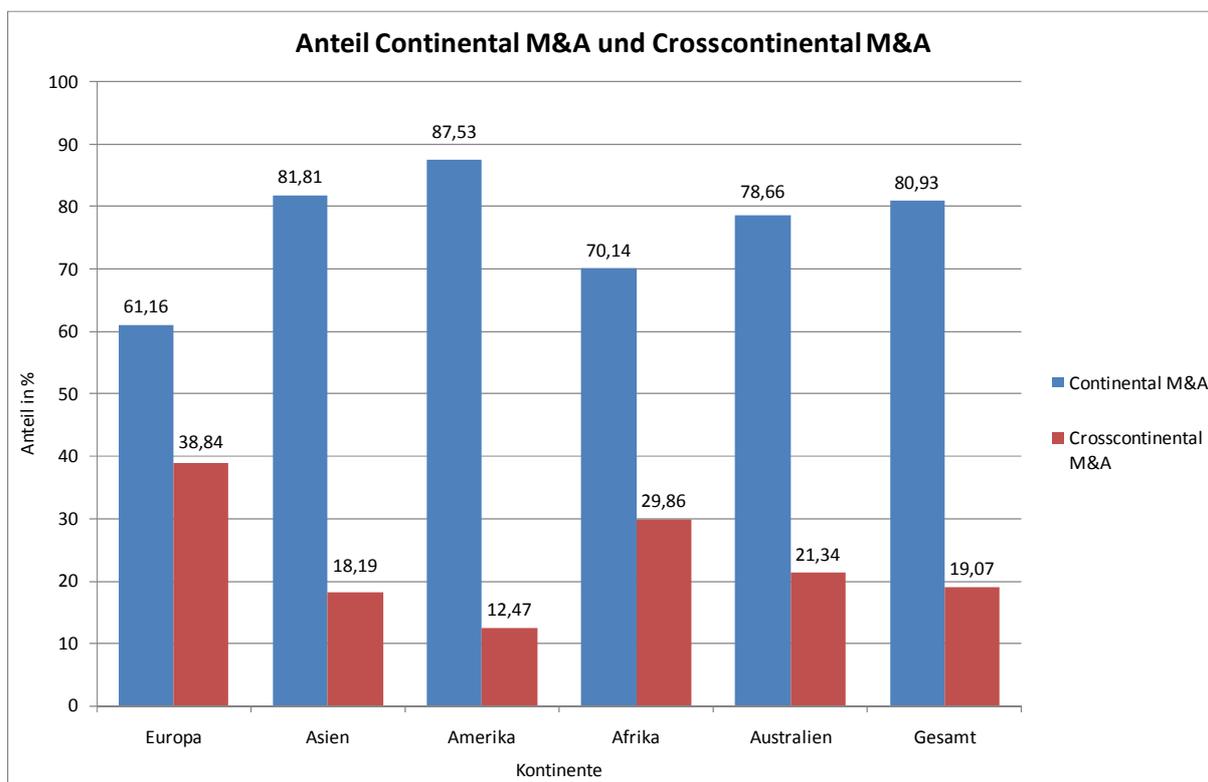


ABBILDUNG 19: Continental M&A vs. Crosscontinental M&A pro Kontinent

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Verteilung der M&A-Transaktionen über die Kontinente							
Erwerberkontinent	Zielkontinent Europa	Zielkontinent Asien	Zielkontinent Amerika	Zielkontinent Afrika	Zielkontinent Australien	"restliche Welt"	Gesamt
Europa	3.922	139	1.496	32	148	676	6.413
Asien	77	1.952	174	9	27	147	2.386
Amerika	1.452	233	17.305	25	176	579	19.770
Afrika	22	3	21	155	12	8	221
Australien	96	21	149	11	1.176	42	1.495
Gesamt	5.569	2.348	19.145	232	1.539	1.452	30.285

TABELLE 18: Aufteilung der M&A-Transaktionen auf die Kontinente⁶¹⁵

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Die differenzierte Übersicht der Verteilung der M&A auf die einzelnen Kontinente (vgl. TABELLE 18) bestätigt die hohen Werte an Continental M&A. Die Zielunternehmen befinden sich hauptsächlich auf demselben Kontinent wie die Unternehmen

⁶¹⁵ Die Zuteilung der einzelnen Länder auf die jeweiligen Kontinente orientiert sich an den in der Analysestichprobe vorliegenden Erwerberländern. Daher kommt es zu Abweichung mit den Zielkontinenten.

der Käufer. Hauptsächlich finden Crosscontinental M&A mit in Amerika ansässigen Unternehmen statt. Vor allem von Europa aus werden viele Transaktionen mit Zielen in Amerika initiiert, anders herum tätigen Unternehmen aus Amerika den größten Teil ihrer Crosscontinental M&A mit europäischen Zielunternehmen, wie der nahezu identische Wert auf beiden Seiten belegt.

Es lässt sich zusammenfassen, dass Amerika sowohl auf Erwerber- als auch auf Targetseite der dealstärkste Kontinent ist. Europa folgt mit großem Abstand. Die meisten Transaktionen finden innerhalb des eigenen Kontinents statt, wobei Amerika als Zielkontinente bei Crosscontinental M&A hoch frequentiert ist. Für weitergehende Informationen über die geografische Verteilung der M&A der Analysestichprobe, werden im Folgenden die Transaktionen im Hinblick auf ihre Länderzugehörigkeit betrachtet.

5.3.2.3. Länder

ABBILDUNG 20 illustriert die geografische Verteilung der Herkunftsländer der Käuferunternehmen. Mit Abstand führen Erwerber, deren Unternehmen ihren Sitz in den Vereinigten Staaten haben, die Rangliste an. Mit 17.770 Transaktionen haben die Vereinigten Staaten einen Anteil von etwa 59 % an der Gesamttransaktionszahl und können daher als aktivster M&A-Markt bezeichnet werden⁶¹⁶. Es folgen Großbritannien mit 2.608 M&A und einem Anteil ca. 9 %, Kanada mit 1.905 Deals (6,3 %) und Australien mit 1.405 Transaktionen (4,6 %). Die Differenz zwischen dem Erst- und Zweitplatzierten liegt bei 15.162 Deals. Dies entspricht einem M&A-Rückgang in Großbritannien ggü. den Vereinigten Staaten von über 85 % und erklärt damit auch den hohen Gesamtanteil Amerikas (s. ABBILDUNG 17). Zudem ist interessant, dass bereits von den drei größten Käuferländern knapp $\frac{3}{4}$ der gesamten M&A-Transaktionen initiiert werden.

⁶¹⁶ Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang die Ansässigkeit des Finanzdienstleisters Bloomberg L.P. in den USA. Aufgrund der besseren Möglichkeit der Informationsbeschaffung kann es bezüglich der Datenbasis zu Verschiebungen zugunsten der USA gekommen sein.

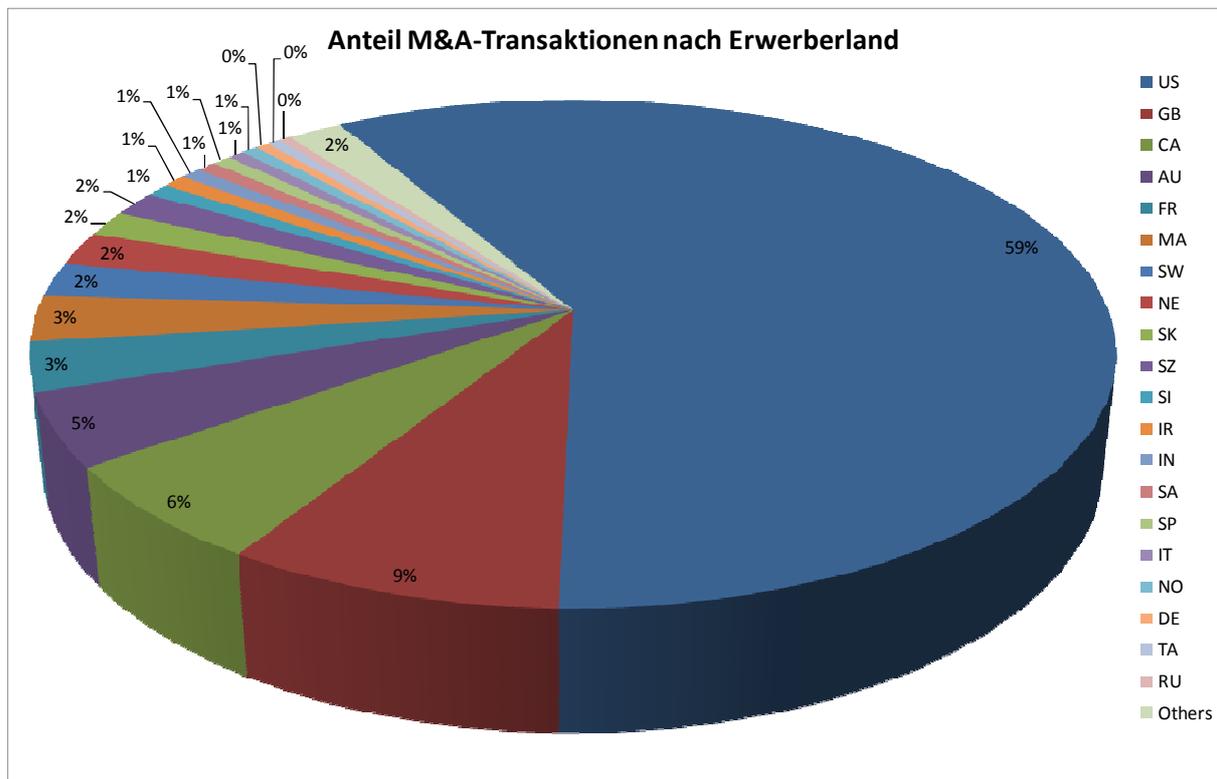


ABBILDUNG 20: Herkunftsländer der Käuferunternehmen⁶¹⁷

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

In Bezug auf die Verteilung und die Rangfolge der Länderzugehörigkeiten der Targets ergibt sich wiederum ein nahezu identisches Bild zur Erwerberseite. Die Vereinigten Staaten führen mit 16.918 Deals, welches einem Anteil von ca. 56 % entspricht, die Rangliste an und sind damit das meist frequentierteste Zielland. Es folgen Großbritannien mit 2.818 Transaktionen und einem Anteil von etwa 9 %, Kanada mit 2.050 (6,8 %) und Australien mit 1.389 (4,6 %) M&A, wie in der folgenden ABBILDUNG 21 illustriert ist. Es erneut der enorme Abstand zwischen den Vereinigten Staaten als Erstplatzierten und Großbritannien als Zweitplatzierten zu erkennen, der Rückgang liegt erneut bei nahezu 85 %.

⁶¹⁷ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 216, 219.

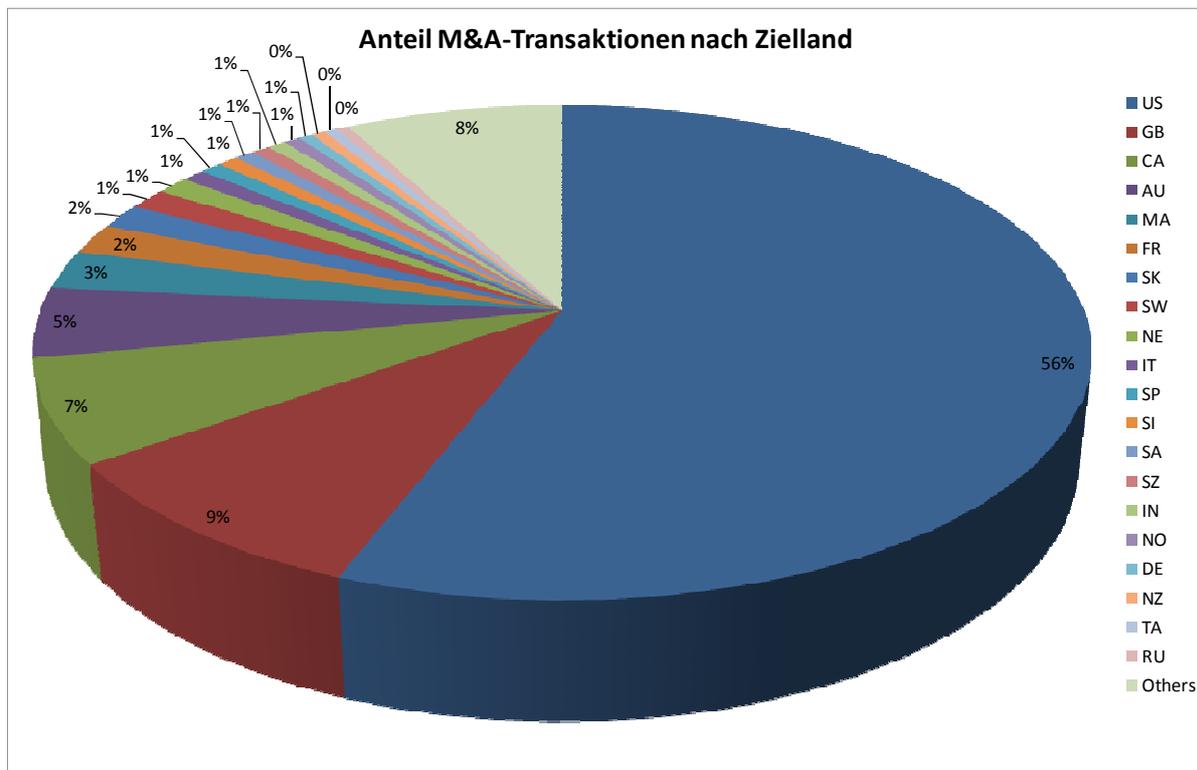


ABBILDUNG 21: Herkunftsländer der Zielunternehmen⁶¹⁸

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Wie schon auf der Ebene der Kontinente (vgl. ABBILDUNGEN 17 und 18) ist auch auf Länderebene (vgl. ABBILDUNGEN 20 und 21) die nahezu identische geografische Verteilung von Erwerber- und Zielseite auffällig. Dies bedeutet, dass der Anteil an Transaktionen in denen Unternehmen des entsprechenden Landes als Erwerber auftreten mit dem Anteil übereinstimmt in denen Unternehmen dieses Landes als Ziel in eine M&A-Transaktion involviert sind. Demnach liegt die Vermutung nahe, dass fast ausschließlich National M&A durchgeführt werden.

5.3.2.4. National M&A vs. Crossborder M&A

Für detailliertere Angaben über die jeweilige Verteilung von National M&A zu Crossborder M&A, soll die folgende TABELLE 13 einen ersten Eindruck vermitteln.

⁶¹⁸ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 216, 219.

Verteilung der M&A-Transaktionen über die Länder										
Erwerber \ Ziel	US	GB	CA	AU	FR	MA	SW	NE	SK	SZ
US	14.847	747	587	129	158	3	63	77	23	61
GB	494	1.503	47	67	50	1	31	40	5	16
CA	469	42	1.255	28	16	0	5	7	0	1
AU	121	71	21	1.046	3	3	3	1	0	2
FR	205	113	46	9	282	0	17	16	1	11
MA	1	13	5	5	2	742	0	1	1	1
SW	82	42	10	16	17	1	230	14	3	8
NE	176	60	13	11	23	1	9	159	1	4
SK	8	1	1	1	0	0	0	0	450	0
SZ	159	44	29	11	17	0	7	11	3	85

TABELLE 19: Auszug aus der Verteilung der M&A-Transaktionen über die Länder⁶¹⁹

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Diagonale, die von links oben nach rechts unten verläuft, bestätigt die Vermutung, dass hauptsächlich National M&A durchgeführt werden. Bekräftigt wird dieses zudem durch die Darstellung in ABBILDUNG 22. Darin sind die aus Erwerbersicht 20 größten Länder abgebildet, deren jeweilige Transaktionsziele an der horizontalen Achse abgetragen sind. Deutlich zu erkennen ist, dass zu nahezu jedem Käuferland durch den jeweils größten Balkenabschnitt auf der horizontalen Achse das eigene Land als Zielland abbildet ist. Das bedeutet, dass die meisten der M&A im eigenen Land stattfinden. Aufgrund der jeweiligen Dealstärke ist dies in der Abbildung besonders gut bei den Vereinigten Staaten, Kanada, Malaysia und Südkorea zu erkennen.

⁶¹⁹ Für eine vollständige Auflistung siehe ANHANG S. 219.

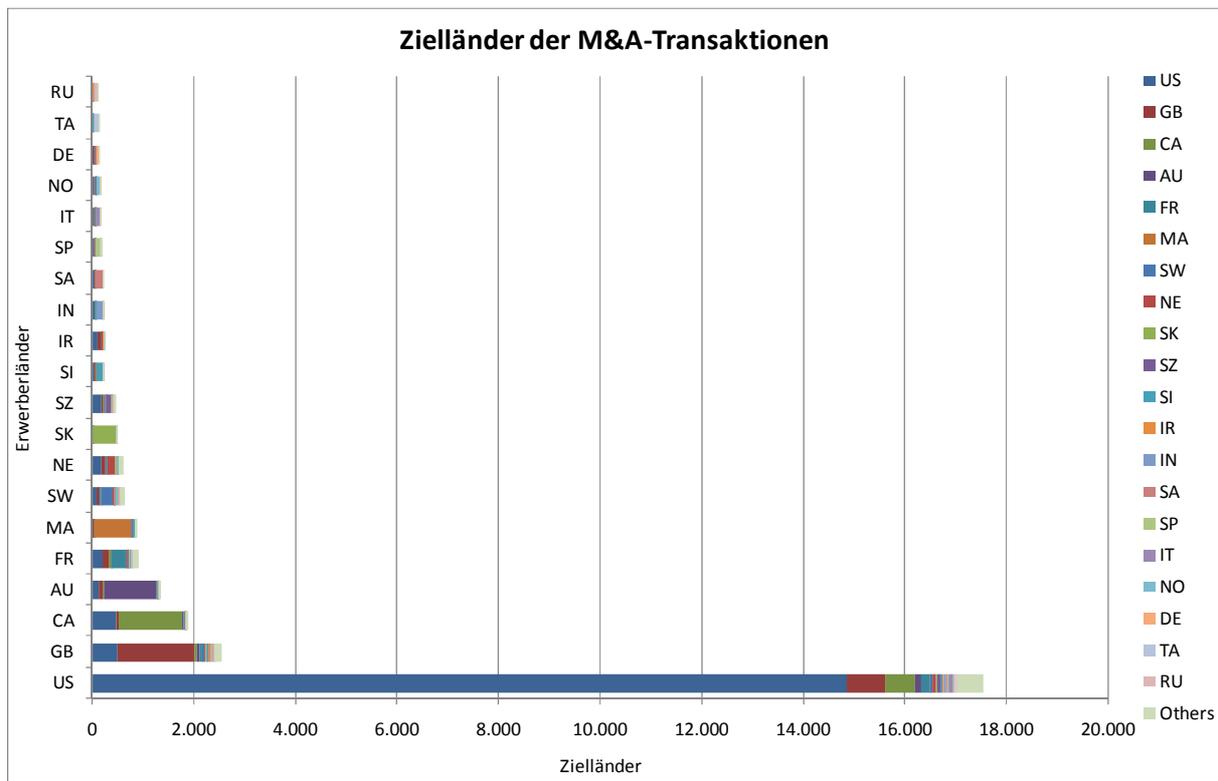


ABBILDUNG 22: Zielländer der M&A-Transaktionen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Diese Aussage gilt aber nicht generell. Die jeweiligen Anteile an National M&A und Crossborder M&A variieren zwischen den einzelnen Ländern z. T. erheblich. Es ist zwischen Ländern zu unterscheiden, deren Hauptanteil an M&A mit Targets im Ausland stattfinden, wie bspw. Irland und die Schweiz⁶²⁰ (vgl. nachfolgende ABBILDUNG 23), sowie den schon oben genannten Ländern Südkorea, Malaysia und die Vereinigten Staaten, deren M&A-Aktivitäten sich jeweils zu über 80 % auf das eigene Land beschränken. Insgesamt betrachtet, kann für die vorliegende Analysestichprobe festgehalten werden, dass es sich bei ca. 72 % der Deals um National M&A handelt, der Anteil von Crossborder M&A liegt bei ungefähr 28 %.

Um eventuelle Gesetzmäßigkeiten bzgl. des Verhältnisses von National M&A zu Crossborder M&A und einzelnen Ländern zu identifizieren, werden in den Folgenden ABBILDUNGEN 24 bis 26 verschiedene Unterteilungen vorgenommen.

⁶²⁰ Der jeweilige Anteil an Crossborder-M&A liegt bei ca. 88 % bzw. 82,5 %.

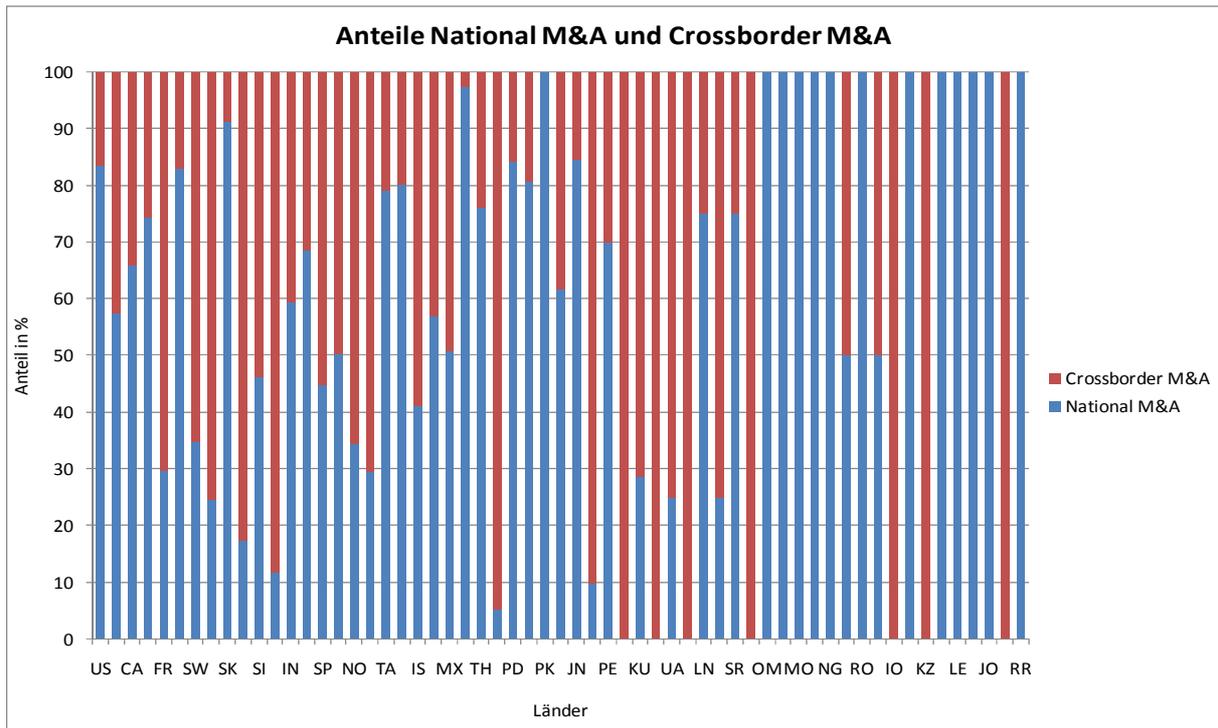


ABBILDUNG 23: Anteile National M&A und Crossborder M&A⁶²¹
 Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

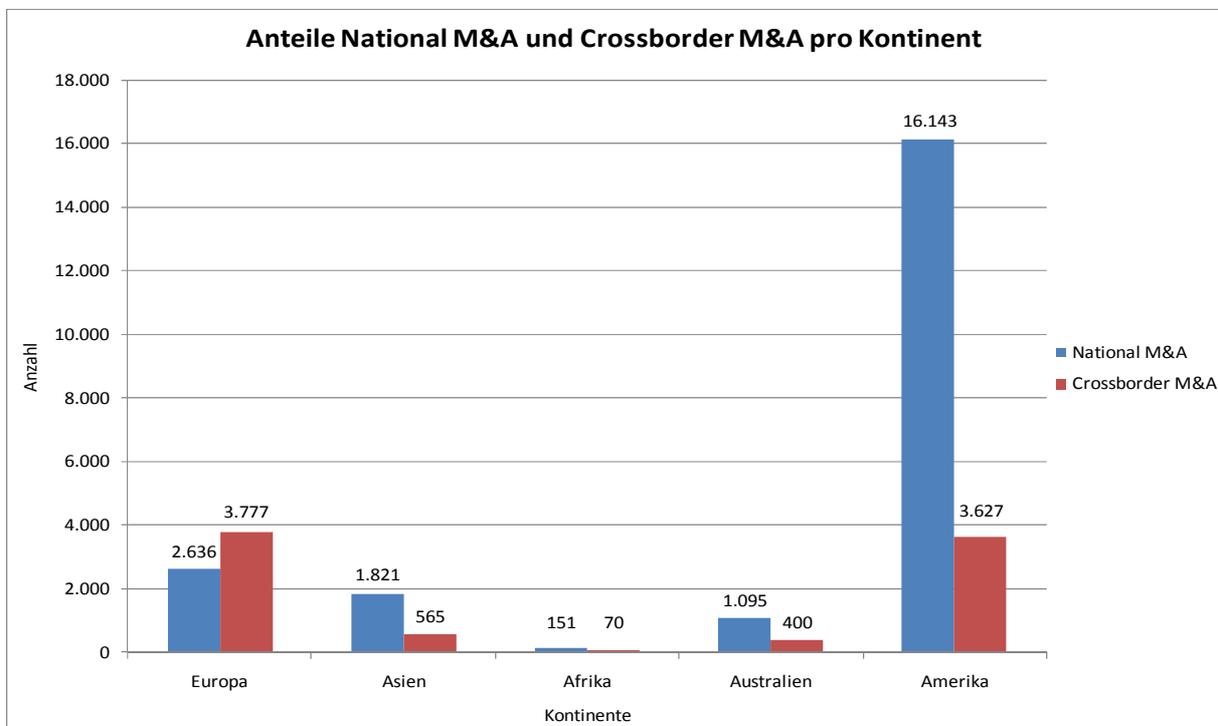


ABBILDUNG 24: Darstellung National M&A und Crossborder M&A pro Kontinent
 Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶²¹ Für eine vollständige Auflistung siehe ANHANG S. 220.

In ABBILDUNG 24 erfolgt zunächst die Betrachtung auf Ebene der Kontinente. Zu erkennen ist, dass auf jedem Kontinent der Anteil an National M&A überwiegt. Die Ausnahme bildet Europa, hier ist der Anteil an Crossborder M&A höher.

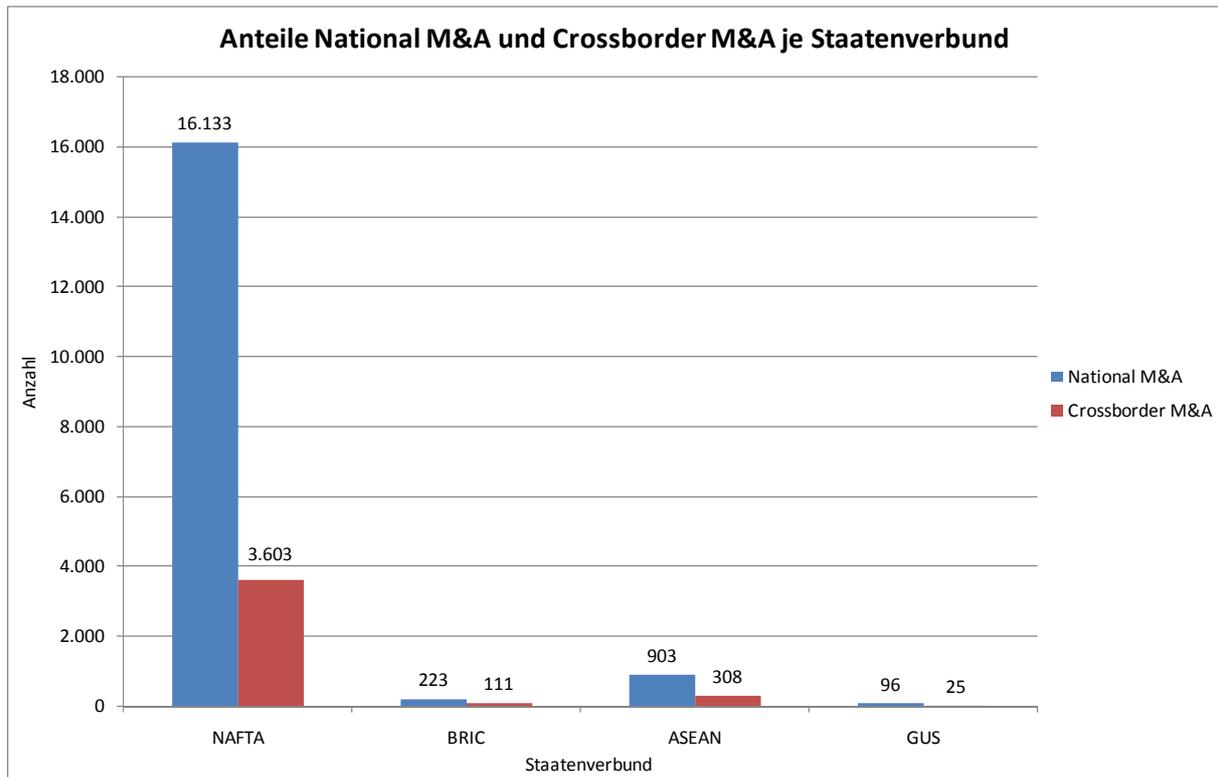


ABBILDUNG 25: National M&A und Crossborder M&A je Staatenverbund⁶²²

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Eine Gegenüberstellung einzelner Staatenverbunde bringt keine weiteren Erkenntnisse (vgl. ABBILDUNG 25), der Anteil an National M&A ist jeweils immer größer als der an Crossborder M&A. Dieses Ergebnis ergibt sich auch bei dem Vergleich der Transaktionen der acht größten Industrienationen (G 8) mit den Transaktionen, die von Schwellenländern (G 15⁶²³) initiiert werden (vgl. ABBILDUNG 26).

⁶²² Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 221.

⁶²³ Den G 15 gehören 18 Mitgliedsstaaten an (Stand Juni 2010).

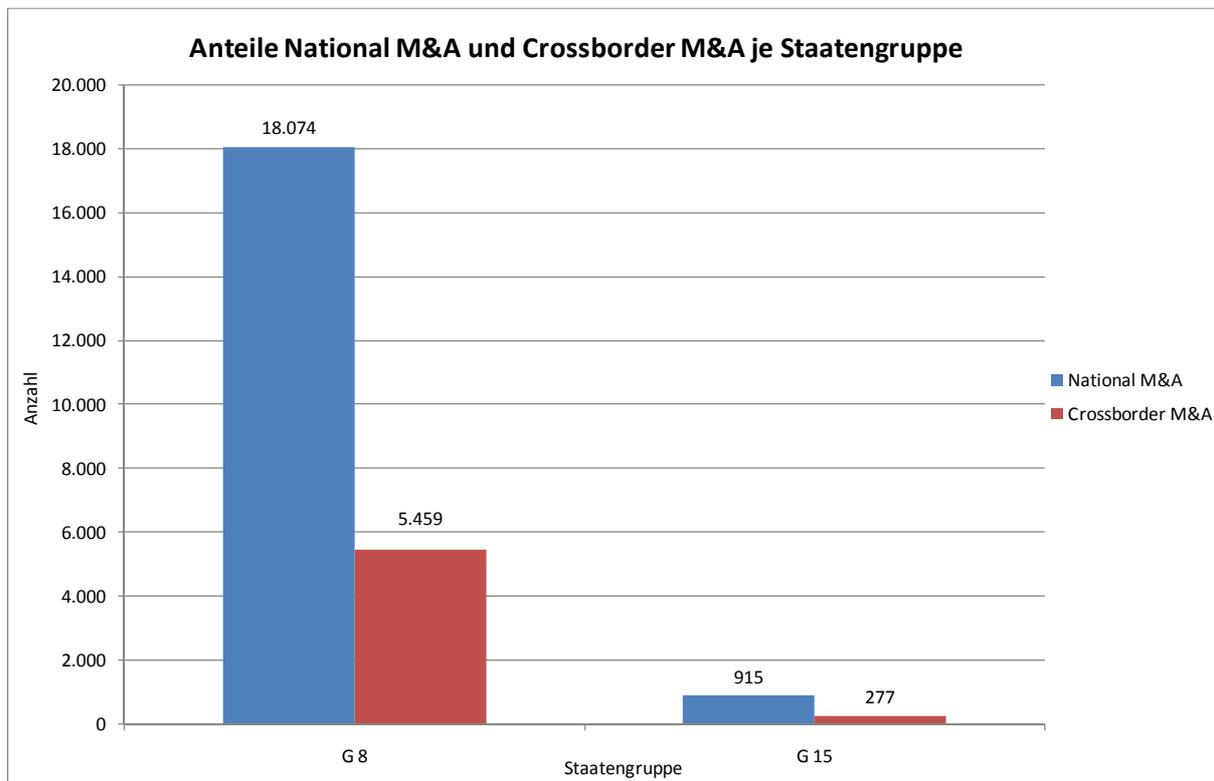


ABBILDUNG 26: National M&A und Crossborder M&A je Staatengruppe⁶²⁴

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Bezogen auf die geografische Verteilung der M&A-Transaktionen kann in Bezug auf die vorliegende Analysestichprobe zusammengefasst werden, dass der Schwerpunkt der Transaktionen in den USA liegt, gefolgt von Großbritannien. Dies entspricht der Bedeutung dieser Länder als Ursprungsland von Investitionen auf dem weltweiten M&A-Markt. Sie zählen zu den modernen Industrienationen mit hoch entwickelten Finanzmärkten. Des Weiteren werden meist National M&A abgewickelt, nur in Europa werden vermehrt Crossborder M&A durchgeführt.

5.3.3. Wirtschaftlicher Fokus

Im Hinblick auf den wirtschaftlichen Fokus der M&A-Transaktionen der Analysestichprobe erfolgt zunächst eine Betrachtung der einzelnen Sektoren, der sich eine Untergliederung in die jeweiligen Branchen anschließt.

⁶²⁴ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 222.

5.3.3.1. Sektoren

In ABBILDUNG 27 ist die Verteilung der Sektore Zugehörigkeit der Unternehmen auf der Erwerberseite grafisch dargestellt. Insgesamt lassen sich dreizehn Sektoren unterscheiden. Der Sektor *Consumer, Non-cyclical* mit 5.742 Deals und einem Anteil von knapp 19 % stellt den aktivsten Erwerbersektor dar. Die Sektoren *Industrial* und *Financial* folgen mit 5.410 (17,86 %) bzw. 5.286 (17,45 %) Transaktionen. Die Schlusslichter sind in absteigender Reihenfolge die Sektoren *Funds* und *Government* mit jeweils drei und *Mortgage Securities* mit keinen Aktivitäten. In Bezug auf die Zuordnung der Branchen⁶²⁵ auf die jeweiligen Sektoren fällt auf, dass die Anzahl der Branchen innerhalb eines Sektors variiert. Dies kann u.a. eine mögliche Erklärung für die unterschiedliche Verteilung der M&A-Transaktionen auf die Sektoren sein.

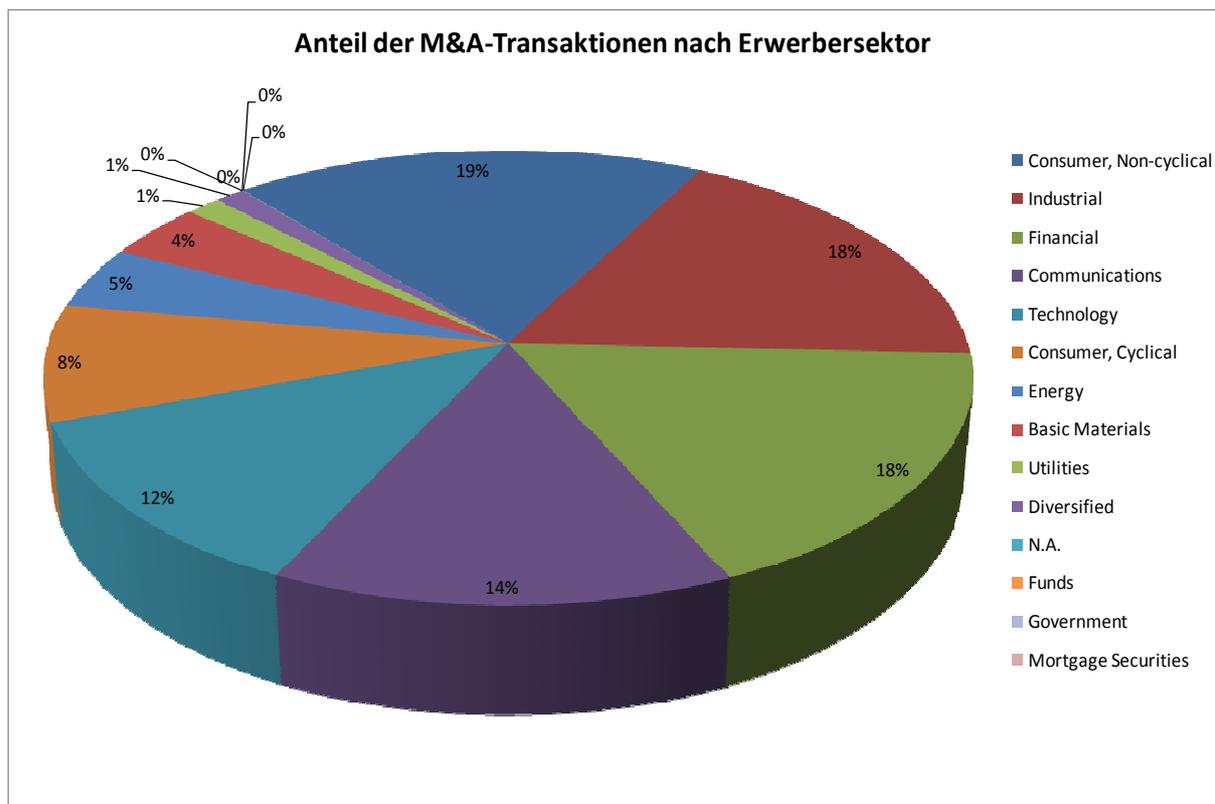


ABBILDUNG 27: Sektorezugehörigkeit der Käuferunternehmen⁶²⁶

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶²⁵ Die Klassifizierung entspricht der des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP. Die Sektorenklassifikation umfasst 13 Sektoren sowie 84 Branchen. Dem ANHANG S. 223 f. ist eine Übersicht über die Zusammensetzung der unterschiedlichen Sektoren zu entnehmen.

⁶²⁶ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 225.

Die Sektorenzugehörigkeit der Zielunternehmen der Transaktionen (vgl. ABBILDUNG 28) entspricht wiederum annähernd der Verteilung der Käuferseite Auf den Sektor *Consumer, Non-cyclical* entfällt ein Anteil von über 21 % (6.488 Deals), dem die Sektoren *Industrial* (16 %) und *Financial* (15 %) nachfolgen. Die Sektoren *Funds*, *Government* und *Mortgage Securities* sind nur selten als Target in Transaktionen involviert. Aufgrund dessen kann angenommen werden, dass ein Großteil der M&A mit Zielunternehmen aus dem eigenen Sektor initiiert werden.

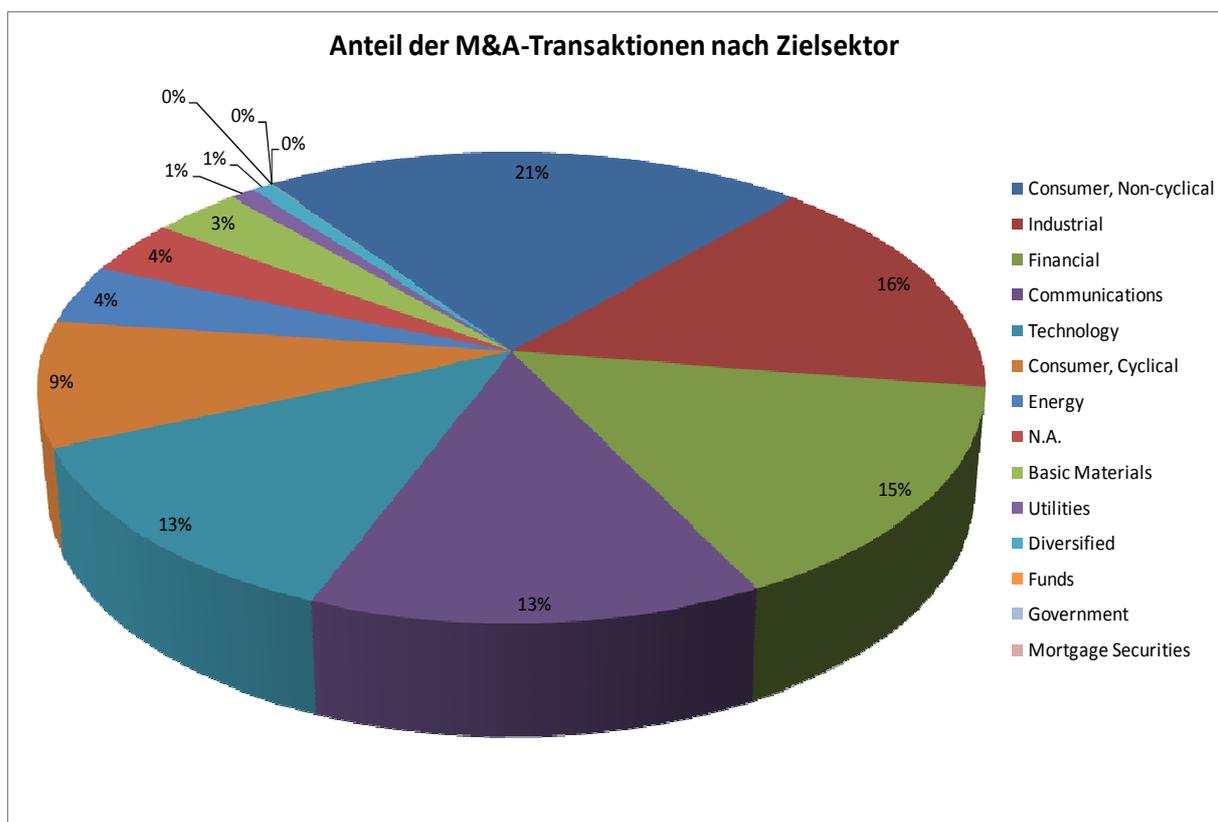


ABBILDUNG 28: Sektorenzugehörigkeit der Zielunternehmen⁶²⁷

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die nachfolgende ABBILDUNG 29 veranschaulicht das Verhältnis von sektorinternen zu sektorexternen Unternehmenstransaktionen. Auf der vertikalen Achse sind die Erwerbersektoren aufgeführt, deren jeweilige Transaktionsziele an der horizontalen Achse abzulesen sind. Bei den acht transaktionsstärksten Erwerbersektoren ist deutlich zu erkennen, dass der Sektor der Zielunternehmen zu einem Großteil dem

⁶²⁷ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 225.

eigenen Sektor entspricht. Insgesamt kann festgehalten werden, dass nur 34 %⁶²⁸ der M&A-Deals der Analysestichprobe als sektorextern zu identifizieren sind. Um die Angaben hinsichtlich der Transaktionsrichtung und damit der strategischen Intention spezifizieren zu können, erfolgt im Anschluss eine Branchenbetrachtung.

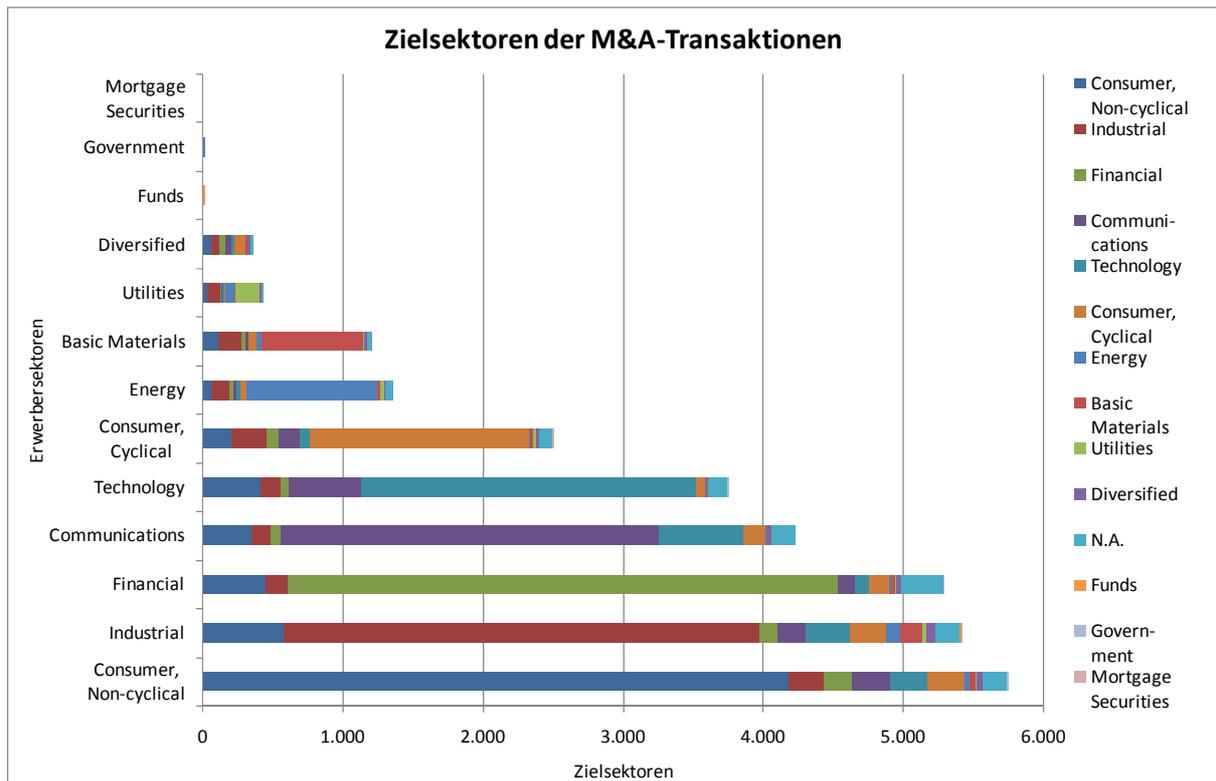


ABBILDUNG 29: Zielsektoren der M&A-Transaktionen⁶²⁹
 Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

5.3.3.2. Branchen

Die Branche *Banks* ist mit 2.402 Deals die transaktionsstärkste Branche. Ihr Anteil beträgt knapp 8 %. Die Branchen *Commercial Services* (2.316 Transaktionen; Anteil ca. 7,5 %), *Software* (1.840 Transaktionen; Anteil 6 %) und *Telecommunications* (1.526 Transaktionen; Anteil 5 %) schließen sich an. Auffällig ist, dass die zehn stärksten Branchen anteilig bereits fast 50 % der M&A auf sich vereinen und alle den fünf größten Sektoren zugehörig sind. Die Schlusslichter bilden die Branchen *Debt*

⁶²⁸ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 225.
⁶²⁹ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 225.

Fund (zwei Transaktionen), *Country Funds-Closed-end* und *Stock Funds* (jeweils eine Transaktion) aus dem Sektoren *Financial* und *Funds*. Die Verteilung der Branchenzugehörigkeit der Erwerberunternehmen wird in ABBILDUNG 30 grafisch dargestellt.

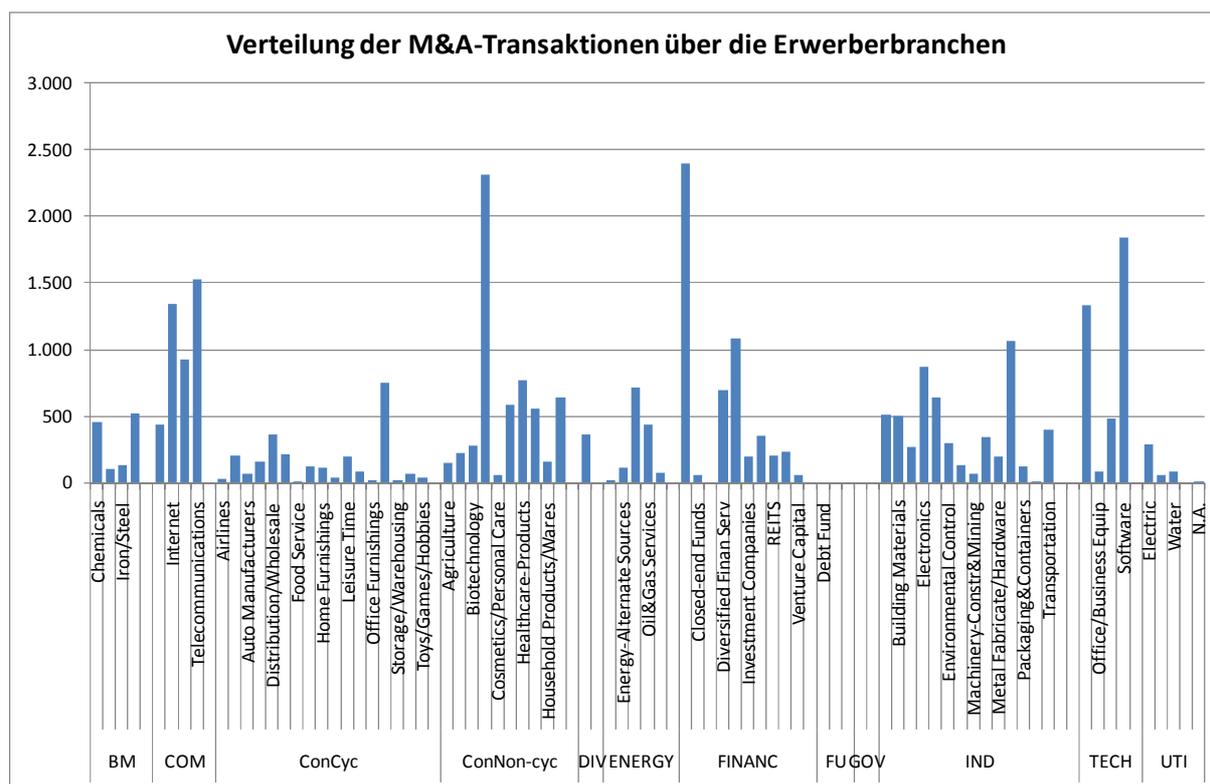


ABBILDUNG 30: Branchenzugehörigkeit der Käuferunternehmen⁶³⁰

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Verteilung der Branchenzugehörigkeit⁶³¹ der Zielunternehmen variiert zum Teil erheblich zu denen der Erwerber. Die größte Zielbranche ist mit einem Anteil von über 10 % und 3.210 Transaktionen *Commercial Services* aus dem Sektor *Consumer, Non-cyclical*. Es folgt die Branche *Software* (2.374 Deals; Anteil knapp 8 %) aus dem Sektor *Technology*. Die Branchen *Internet* (1.719 Transaktionen; Anteil ca. 5,5 %) und *Telecommunications* (1.328 M&A; Anteil ca. 4,4 %), beide aus dem Sektor *Communications* schließen sich an (vgl. ABBILDUNG 31). Die zehn

⁶³⁰ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 226.

⁶³¹ Dabei wurde sich an den Branchen der Erwerberseite orientiert. *Others* beinhaltet weitere Branchen, die nur auf der Zielseite in Erscheinung treten. Aufgrund der geringen Anzahl wurden diese nicht separat aufgeschlüsselt.

transaktionsstärksten Zielbranchen erreichen einen Gesamtanteil von fast 48 %⁶³². Dabei ist auffällig, dass keine Branche aus dem Sektor *Industrial* involviert ist. Dass dieser Sektor dennoch zu den fünf größten Zielsektoren gehört, ist in der Anzahl an Branchen begründet, die diesem zugeordnet sind. Die Branchen *Debt Fund*, *Municipal* (jeweils zwei Deals) und *Stock Funds* (eine Transaktion), aus den Sektoren *Funds* und *Government*, bilden das Ende der Rangliste.

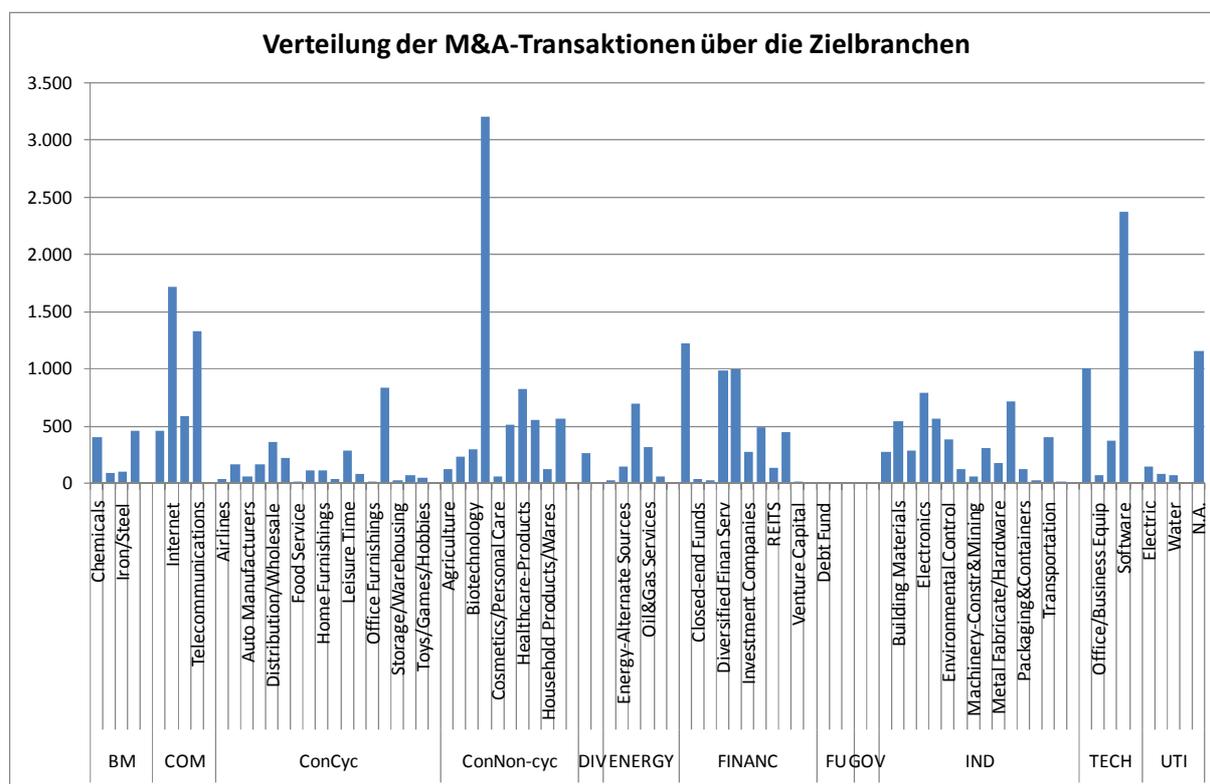


ABBILDUNG 31: Branchenzugehörigkeit der Zielunternehmen⁶³³

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Betrachtung der jeweiligen M&A-Anzahl auf Erwerber- und Zielseite⁶³⁴ zeigt aber, dass keine extremen Branchenverschiebungen vorliegen, sondern die starken Branchen der Erwerberseite auch bei den Zielbranchen vordere Rangplätze einnehmen. Es kann angenommen werden, dass die Erwerber bei einem Großteil der M&A branchenintern investieren.

⁶³² Anzumerken ist, dass Transaktionen, deren Zielbranche nicht benannt wurde (Bloomberg LP: Ziel Branche Filter: N.A.), mit 1.156 Fällen einen Anteil von etwa 3,8 % ausmacht, der in der Rangliste aber keine Berücksichtigung findet.

⁶³³ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 227.

⁶³⁴ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 226 f.

5.3.3.3. Bindungsrichtung

Zur Veranschaulichung des Verhältnisses von brancheninternen zu branchenexternen M&A-Transaktionen, dient die nachstehende ABBILDUNG 31. Abgebildet sind auf der vertikalen Achse beispielhaft die zehn transaktionsstärksten Branchen auf Erwerberseite, die jeweiligen Zielbranchen der Transaktionen sind an der horizontalen Achse abgetragen. Bei den abgebildeten Branchen liegen die Zielunternehmen der meisten Transaktionen im eigenen Sektor. Den Spitzenreiter bildet die Branche *Insurance*, bei der über 63 % der M&A innerhalb der eigenen Branche durchgeführt werden, gefolgt von den Branchen *Software* mit ca. 57 % und *Commercial Services* (ca. 56 %). Die meisten branchenfremden Transaktionen werden in der Branche *Miscellaneous Manufactur* (etwa 72 %) aus dem Sektor Industrial durchgeführt, was sich allein schon durch die Branchenbezeichnung erklären lässt.

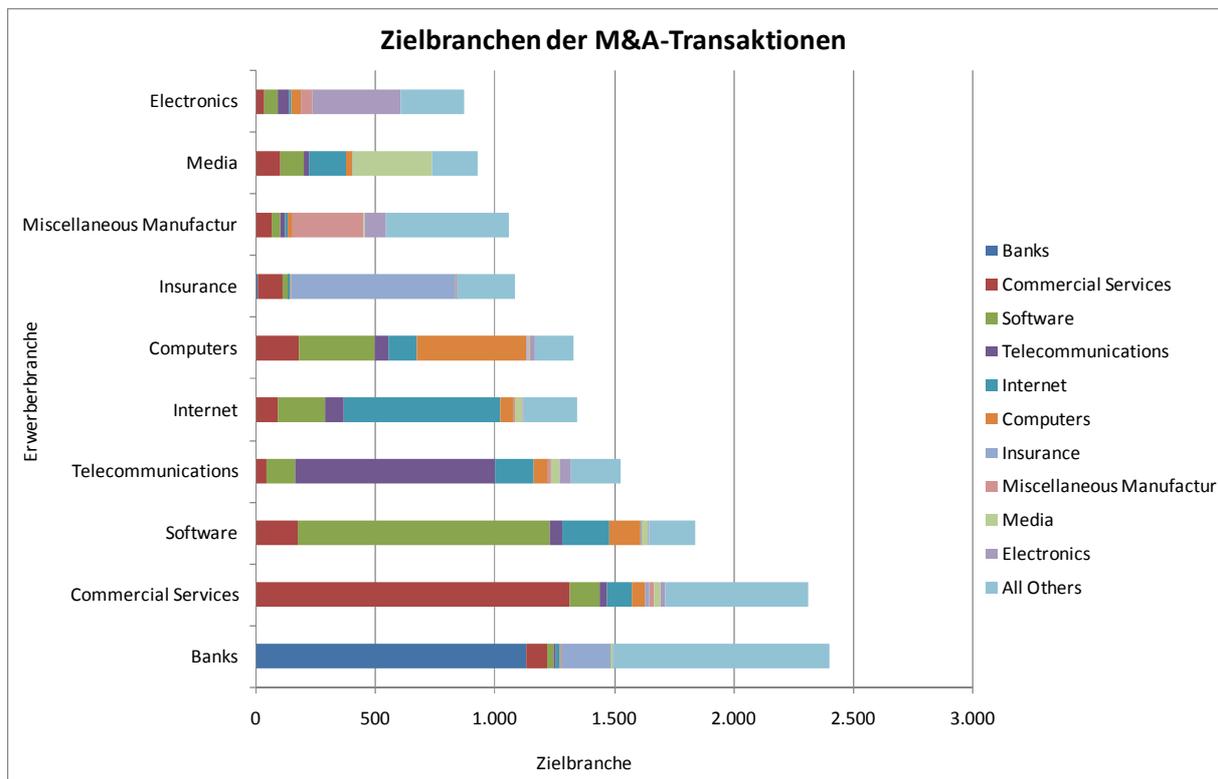


ABBILDUNG 32: Zielbranchen der M&A-Transaktionen⁶³⁵

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶³⁵ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 228 f.

Insgesamt ist der Anteil an Transaktionen, die branchenintern stattfinden, mit 49,7 % leicht geringer, als der Anteil an branchenexternen Transaktionen (50,3 %). Die Bindungsrichtung⁶³⁶ der Transaktionen ist damit etwa zur einen Hälfte als horizontal bzw. vertikal zu qualifizieren und zur anderen Hälfte als lateral. Da in der Literatur⁶³⁷ die horizontale Bindungsrichtung die dominante Form ist, überrascht dieses Ergebnis.

Zusammengefasst werden kann, dass es Sektoren wie auch Branchen gibt, die stärker in Transaktionen involviert sind, als andere. Die größten Sektoren der Analysestichprobe sind *Consumer*, *Non-cyclical*, *Industrial* und *Financial*. Der Anteil an sektorexternen Transaktionen liegt bei 34 %. Die transaktionsstärksten Branchen sind *Banks*, *Commercial Services* und *Software*. Die strategische Ausrichtung der Transaktionen der Stichprobe hat entgegen der herrschenden Literaturmeinung nur zu knapp 50 % eine fokussierende Intention.

5.3.4. Transaktionsvolumen

Wie zuvor⁶³⁸ bereits erwähnt, erfolgt bei der Analyse des Transaktionsvolumens ein paarweiser Ausschluss derjenigen Transaktionen, bei denen keine Daten über die Höhe des Transaktionsvolumens (BLOOMBERG LP: Gemeldeter Gesamtwert) vorliegen. Über die gesamte Analysestichprobe verbleiben noch 16.997 Deals, dies entspricht einem Anteil von über 56 %.

In der Verteilung (vgl. ABBILDUNG 33) fällt ein Extremwert auf, der, um Verzerrungen zu vermeiden, aus der weiteren Analyse ausgeschlossen wird, so dass in die Analyse des Transaktionsvolumens 16.996 Beobachtungen einfließen.

⁶³⁶ Da es aufgrund der Datengrundlage nicht möglich ist, zwischen der horizontalen und vertikalen Bindungsrichtung weiter zu unterscheiden, werden diesen im Folgenden als Fokussierende M&A bezeichnet und diejenigen mit einer lateralen Bindungsrichtung als Diversifizierende M&A.

⁶³⁷ Vgl. S. 59.

⁶³⁸ Vgl. KAPITEL 5.1.2.

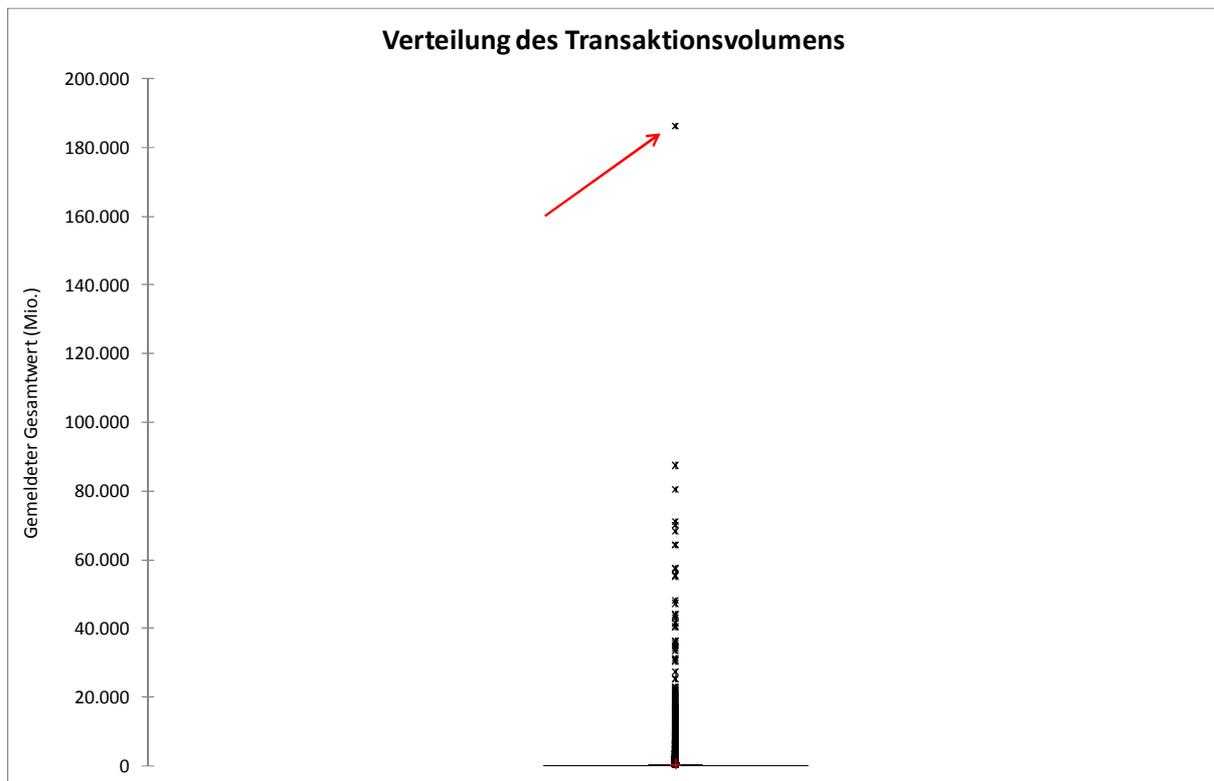


ABBILDUNG 33: Boxplot des Transaktionsvolumens

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Zunächst wurden die Transaktionen nach der Größe ihres Transaktionsvolumens sortiert und in Quartile⁶³⁹ mit jeweils 4.249 Beobachtungen unterteilt. Die jeweiligen Mittelwerte sind ABBILDUNG 34 zu entnehmen.

Auffällig sind die großen Spreads zwischen den jeweiligen Quartilen, besonders der Zuwachs des Transaktionsvolumens um über 2.500 % vom dritten zum vierten Quartil. Demnach liegt das Volumen bei $\frac{3}{4}$ der Transaktionen durchschnittlich bei etwa 28 Mio. USD und bei $\frac{1}{4}$ der Deals bei ca. 1,6 Mrd. USD. Eine mögliche Erklärung dieser gravierenden Unterschiede kann die fehlende Begrenzung der Analyse-stichprobe auf ein Mindesttransaktionsvolumen sein, wie es in anderen Studien⁶⁴⁰ üblich ist.

⁶³⁹ Ein Quartilssplit zerlegt die Gesamtheit in vier gleich große Teilgesamtheiten um M&A nach der Größe zu kategorisieren. Es werden kleine, mittelkleine, mittelgroße und große Transaktionen unterteilt. Vgl. BLEYMÜLLER, J. ET AL. (2002), S. 15-16, 23.

⁶⁴⁰ Vgl. bspw. THOMAS, I. (2008), min. 20 Mio. USD; MÜßHOFF, J. (2007), min. 100 Mio. USD; MENTZ, M. (2006), min. 50 Mio. USD, KAUP, K. C. (2008), min. 50 Mio. USD.

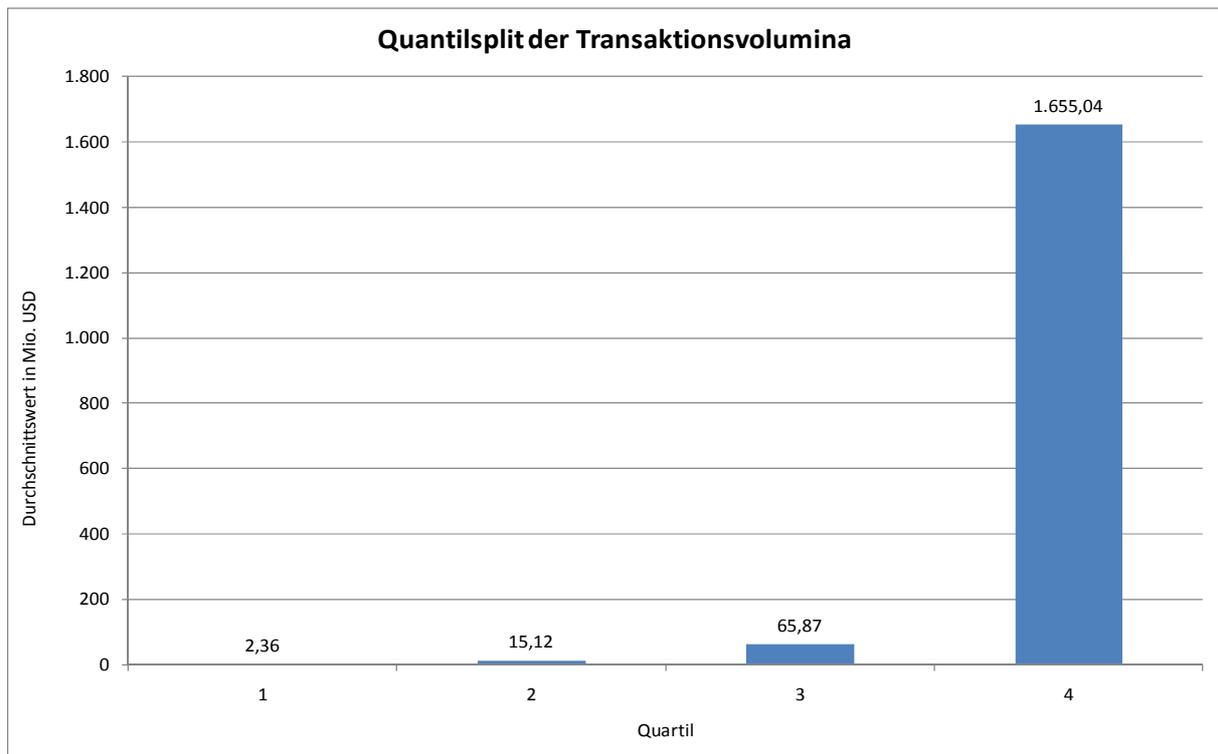


ABBILDUNG 34: Quantilsplit

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

In einem weiteren Schritt erfolgte eine Aufteilung der Transaktionen nach der Höhe ihres jeweiligen Transaktionsvolumens (vgl. ABBILDUNG 35). Über die Hälfte der Transaktionen der Stichprobe haben demnach ein Transaktionsvolumen zwischen einer und 50 Mio. USD. Der reale Anteil an Transaktionsvolumina, die die eine Mrd. USD überschreiten, liegt mit 1.164 Fällen bei nur knapp 7 %.

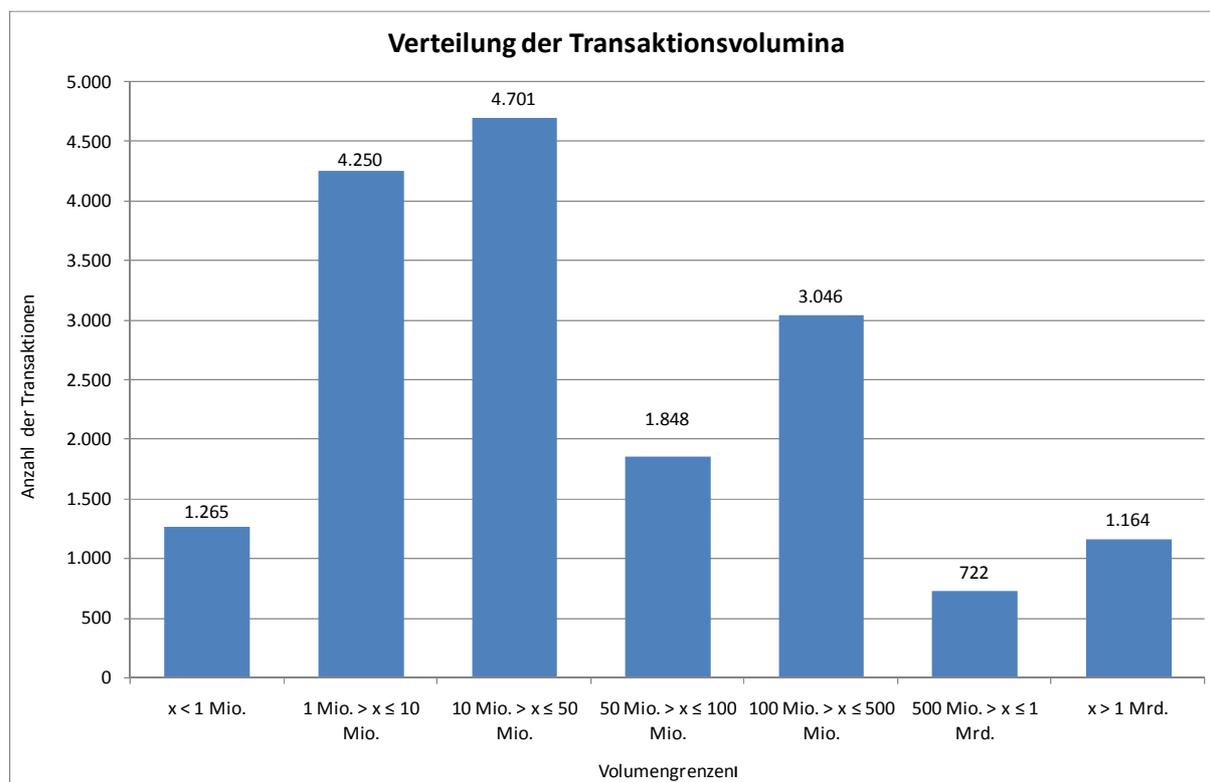


ABBILDUNG 35: Verteilung der Transaktionsvolumina

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Nicht nur die Anzahl der Transaktionen⁶⁴¹, sondern auch die Höhe des Transaktionsvolumens variiert im Zeitablauf, wie aus ABBILDUNG 36 ersichtlich wird. Auffällig ist vor allem der Volumen-Anstieg in den Jahren 1992 bis 1998 und das Verharren auf relativ hohem Niveau bis zum Jahr 2000. Das Transaktionsvolumen liegt in diesem Zeitraum bei durchschnittlich 886 Mio. USD. Nach einem volumenschwachen Jahr 2002 (189 Mio. USD) ist in den Jahren 2003 und 2004 wieder ein Anstieg zu beobachten, dessen Niveau bis zum Jahr 2009 in etwa gehalten wird, dieses liegt mit einem durchschnittlichen Transaktionsvolumen von 294 Mio. USD deutlich unter dem der 1990er Jahre. Zudem ist interessant, dass der Anstieg des Transaktionsvolumens in den 1990er Jahren mit einer steigenden Anzahl an M&A einhergeht. Diese Entwicklung ist in den 2000er Jahren nicht mehr zu beobachten; das Transaktionsniveau bleibt trotz eines Transaktionsanstiegs (vgl. ABBILDUNG 10) konstant.

⁶⁴¹ Vgl. KAPITEL 5.3.1.1.

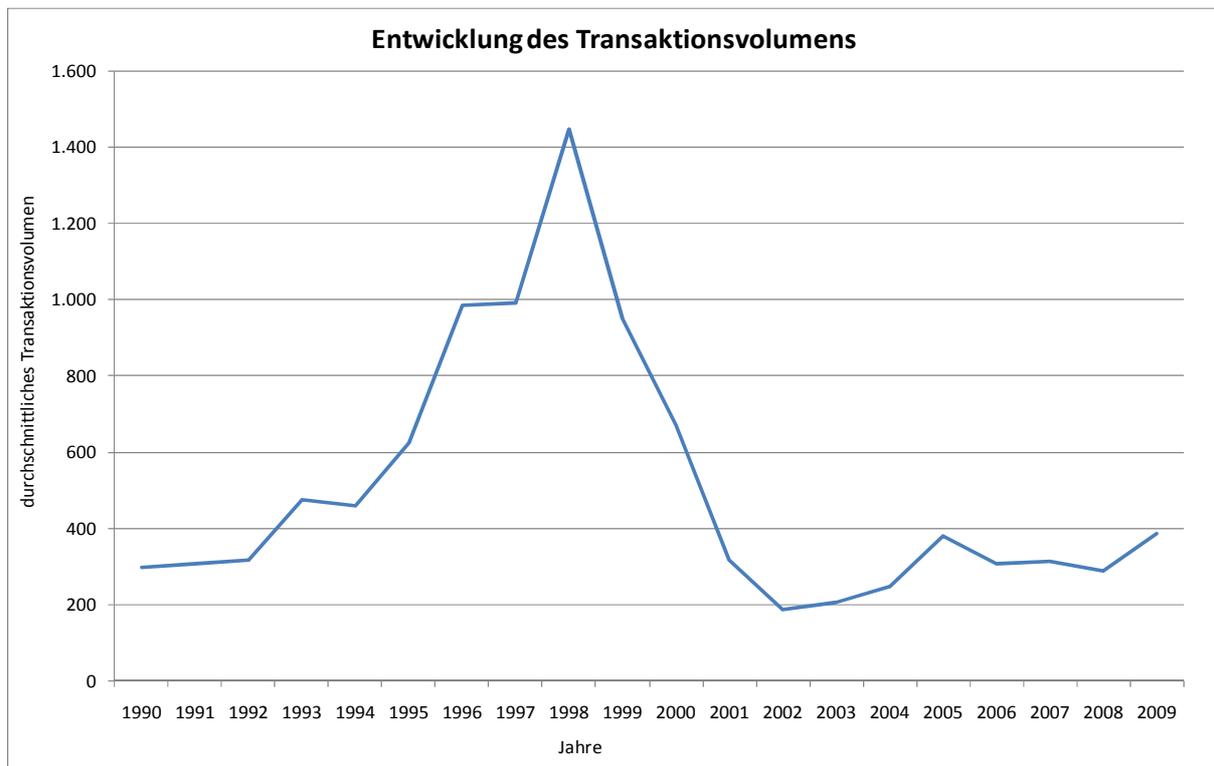


ABBILDUNG 36: Entwicklung des Transaktionsvolumens im Zeitablauf⁶⁴²

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Auch im Jahresverlauf schwankt das Transaktionsvolumen. Dabei ähnelt der Verlauf dem aus ABBILDUNG 16. Wieder liegen die Minima in den Monaten Februar, August und November und auch die Maxima in den Monaten Juni und Oktober entsprechen der Abbildung über den Verlauf der Anzahl der Transaktionen im Jahresverlauf. Auffällig ist, wie auch aus ABBILDUNG 37 ersichtlich wird, das verhältnismäßig hohe Transaktionsvolumen im Januar. Dieses liegt bei durchschnittlich etwa 600 Mio. USD. Zum Februar fällt es um knapp 43 % auf 344,84 Mio. USD pro Deal ab. Im Weiteren setzt sich der wellenförmige Verlauf über das Jahr hinweg fort, wobei die Schwankungen geringer sind und hauptsächlich in einem Korridor zwischen 350 und 500 Mio. USD je Transaktion verlaufen.

⁶⁴² Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 232.

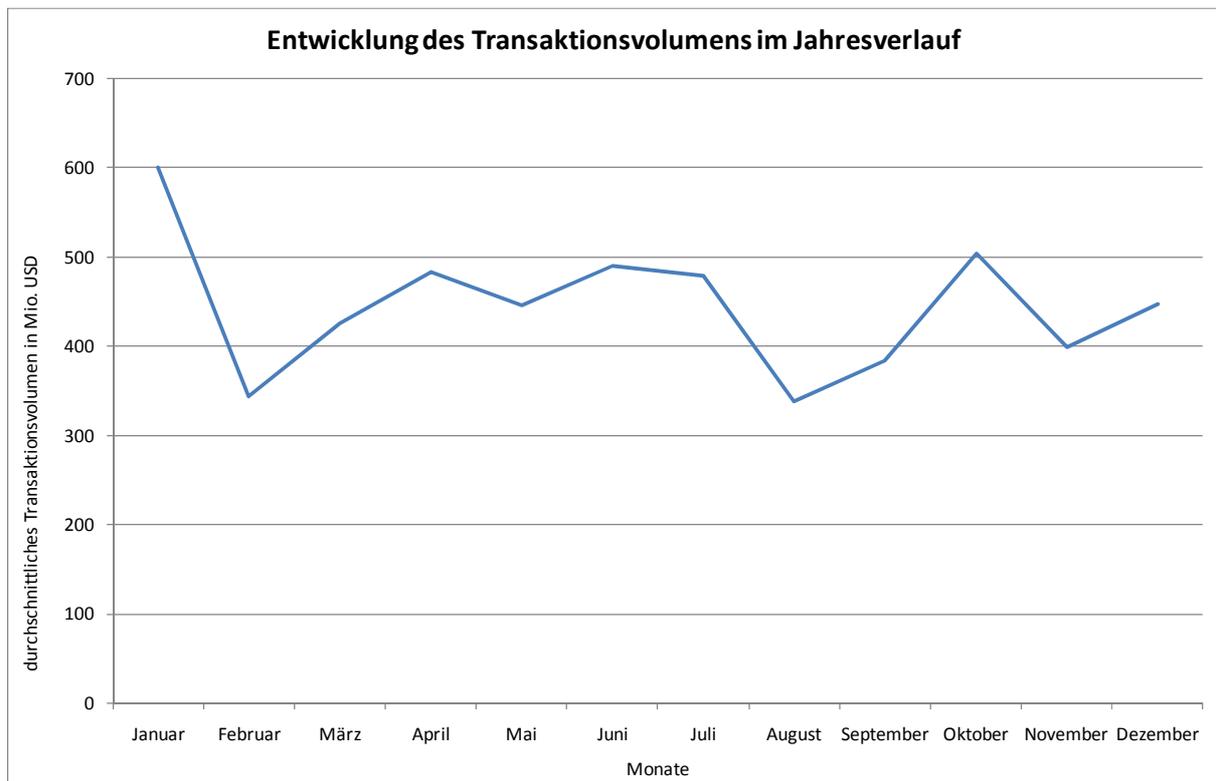


ABBILDUNG 37: Entwicklung des Transaktionsvolumens im Jahresverlauf⁶⁴³

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Betrachtung der durchschnittlichen Transaktionsvolumina auf den Herkunftskontinenten der Erwerber (vgl. ABBILDUNG 38) zeigt für Afrika, bei einem Transaktionsanteil von knapp 1 %, einen vergleichsweise hohen Wert mit 213 Mio. USD. Asien und Australien, die etwa 8 % bzw. 5 % der Transaktionen initiieren, investieren durchschnittlich 102 Mio. USD bzw. 173 Mio. USD und sind damit deutlich unter dem Volumen-Niveau Afrikas. Am meisten investieren Unternehmen aus Amerika in ihre Zielunternehmen. Das Transaktionsvolumen liegt hier im Durchschnitt bei 517 Mio. USD. Europa folgt mit einem durchschnittlichen Volumen von 383 Mio. USD je M&A.

⁶⁴³ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 230.

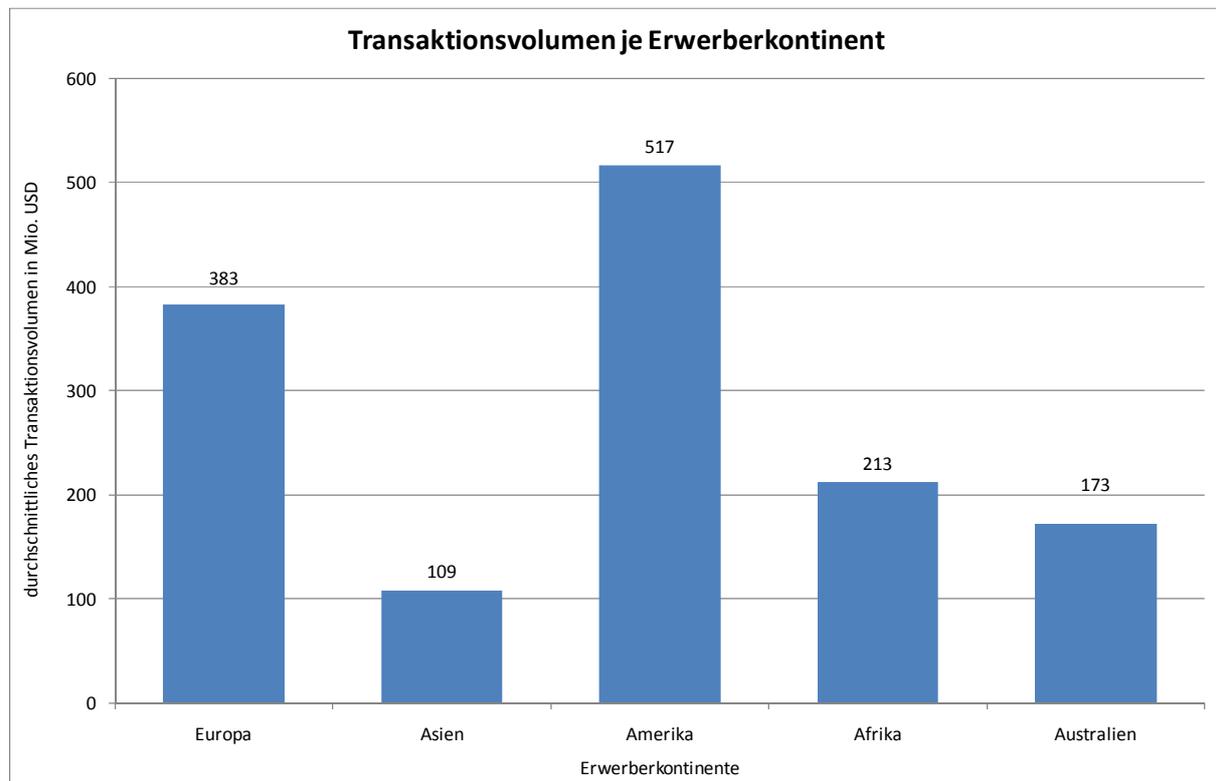


ABBILDUNG 38: Transaktionsvolumina je Erwerberkontinent⁶⁴⁴

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Da der Anteil an Continental M&A auf jedem Kontinent überwiegt⁶⁴⁵, entspricht die Verteilung des Transaktionsvolumens auf der Zielseite (vgl. ABBILDUNG 39) in etwa der auf Erwerberseite. Das höchste durchschnittliche Volumen je M&A erreicht Amerika mit 556 Mio. USD und das niedrigste liegt mit 104 Mio. USD erneut in Asien. Interessant sind die Volumina-Verschiebungen von Erwerber- zu Zielseite in Europa und Amerika, da zwischen diesen beiden Kontinenten die intensivsten Cross-continental-Verbindungen bestehen und sich in Anzahl fast entsprechen. Die Differenz von Erwerber- zu Zielseite liegt in Europa bei -89 Mio. USD, dagegen in Amerika bei +39 Mio. USD. Demnach investieren amerikanische Unternehmen in ihre Zielunternehmen, die in Europa liegen, weniger als in Ziele, die auf dem eigenen Kontinent liegen. In Europa verhält sich der Trend genau entgegengesetzt.

⁶⁴⁴ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 231.

⁶⁴⁵ Vgl. KAPITEL 5.3.2.2.

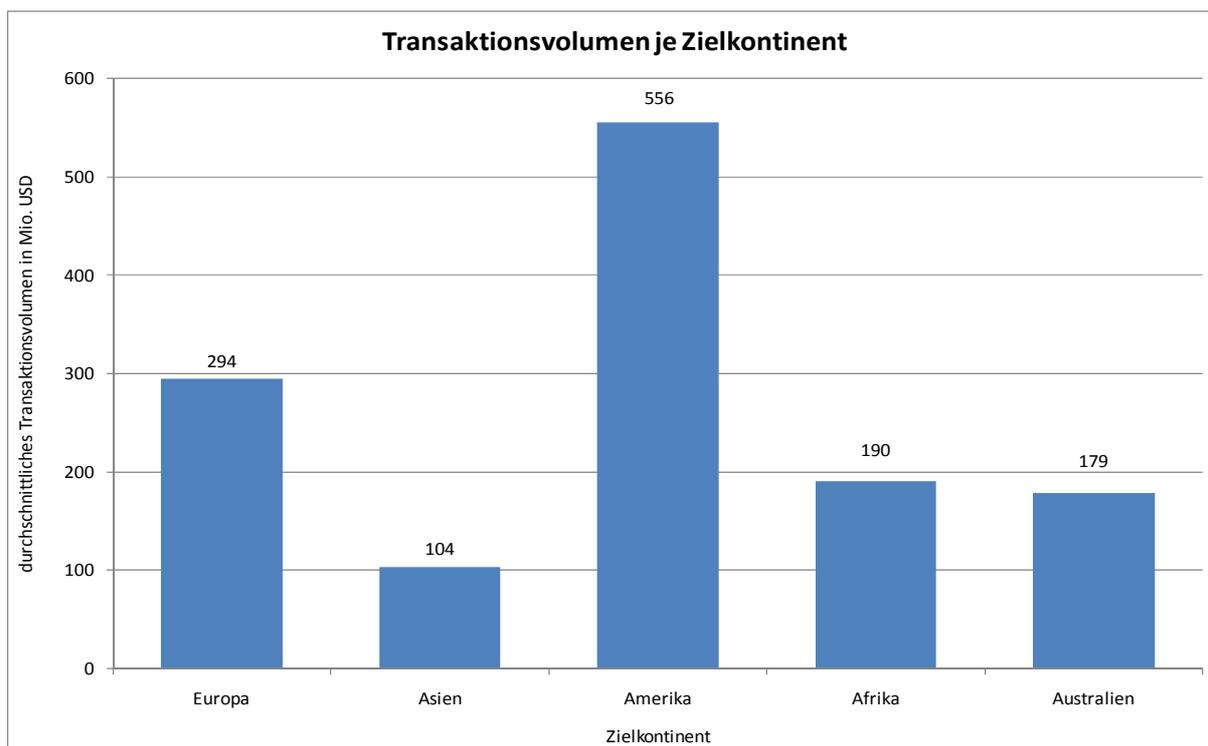


ABBILDUNG 39: Transaktionsvolumina je Zielkontinent⁶⁴⁶

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

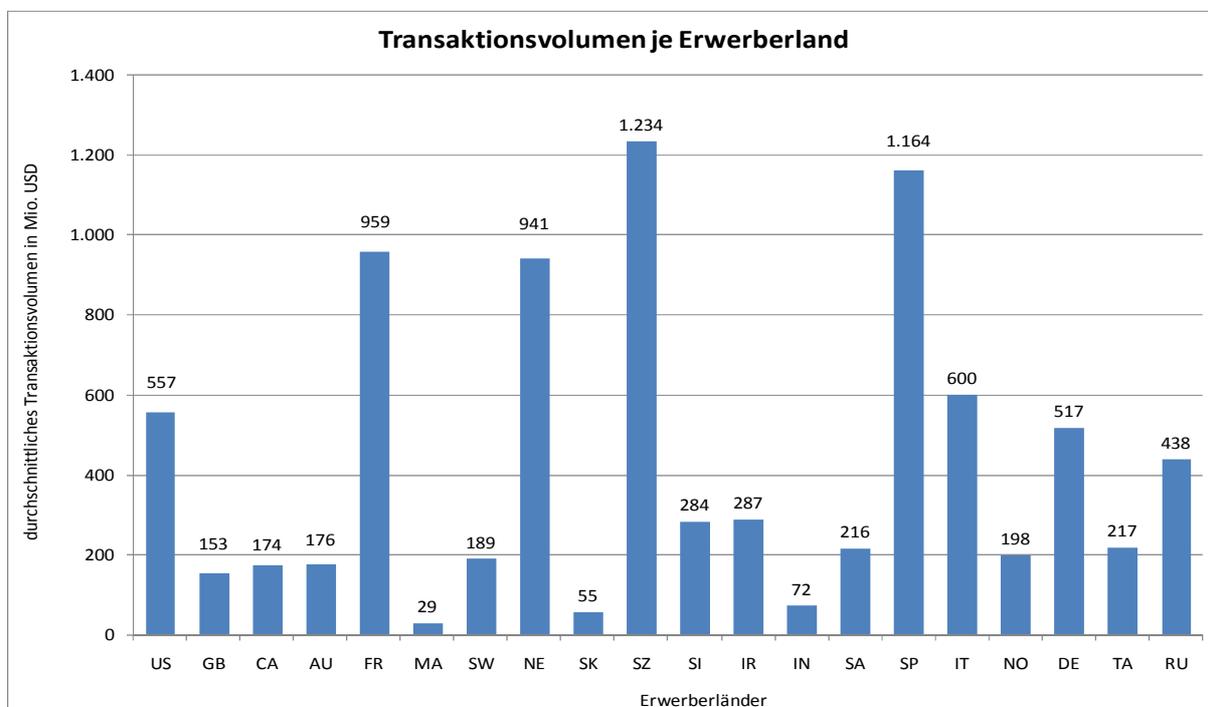


ABBILDUNG 40: Transaktionsvolumina je Erwerberland

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶⁴⁶ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 231.

In ABBILDUNG 40 werden zu den 20 größten Erwerberländern⁶⁴⁷ die durchschnittlichen Transaktionsvolumina dargestellt. Es fällt auf, dass die transaktionsstärksten Länder vergleichsweise geringe Transaktionsvolumina aufweisen, wie z. B. Großbritannien oder Malaysia. Dagegen investieren Länder mit einer eher geringen Anzahl an initiierten Transaktionen im Schnitt hohe durchschnittliche Volumina, wie bspw. Spanien oder die Schweiz.

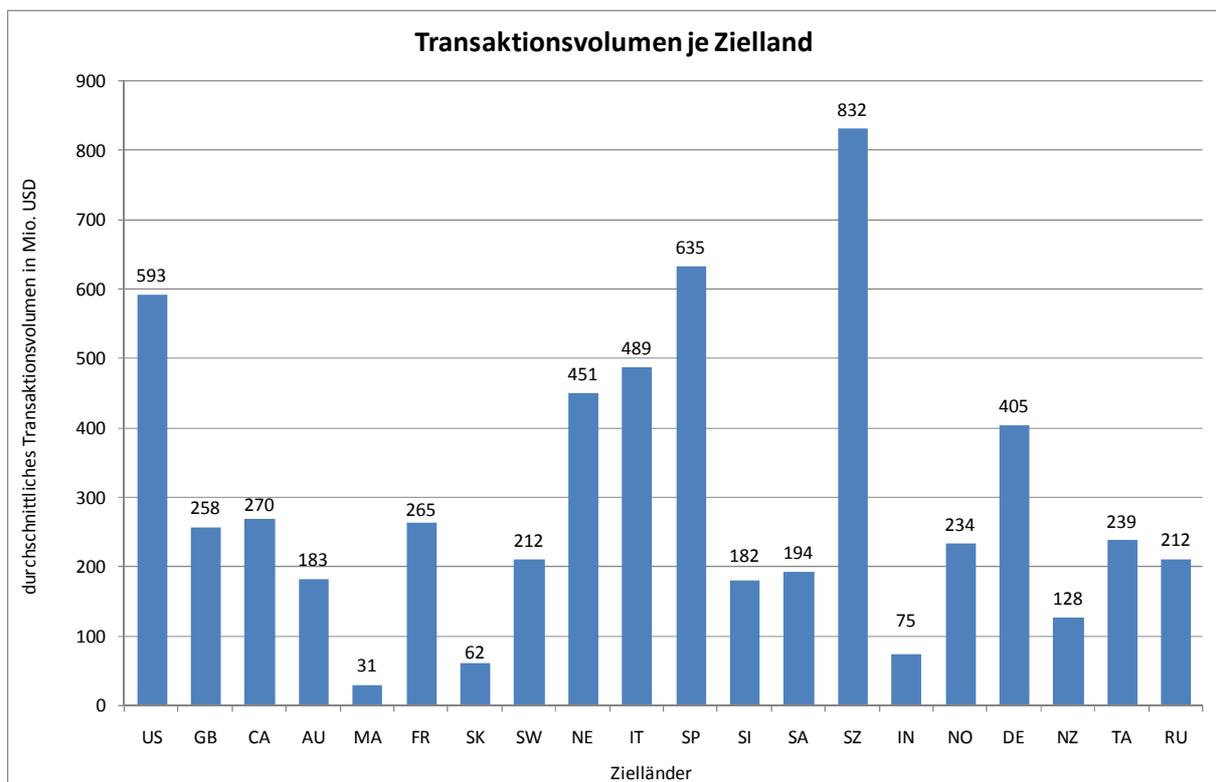


ABBILDUNG 41: Transaktionsvolumina je Zielland

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Bezogen auf die Transaktionsvolumina, die in den einzelnen Zielländern investiert werden, müssten die durchschnittlichen Werte denen der Erwerberseite in etwa entsprechen, zumindest bezogen auf die Länder, die hauptsächlich National M&A durchführen. In ABBILDUNG 41 sind zu den 20 größten Zielländern⁶⁴⁸ die entsprechenden Transaktionsvolumina aufgeführt. Das geringe Transaktionsvolumen in Frankreich im Vergleich zur Erwerberseite lässt sich dadurch zu erklären, dass Unternehmen aus Frankreich zu 70 % Crossborder M&A tätigen, für die sie

⁶⁴⁷ Vgl. ABBILDUNG 20.

⁶⁴⁸ Vgl. ABBILDUNG 21.

durchschnittlich 959 Mio. USD zahlen. Erwerberunternehmen, die in Targets in Frankreich investieren, zahlen durchschnittlich aber nur 265 Mio. USD. Ähnlich verhält es sich auch in Großbritannien und Singapur. Der umgekehrte Fall liegt in den USA, Kanada und Russland vor.

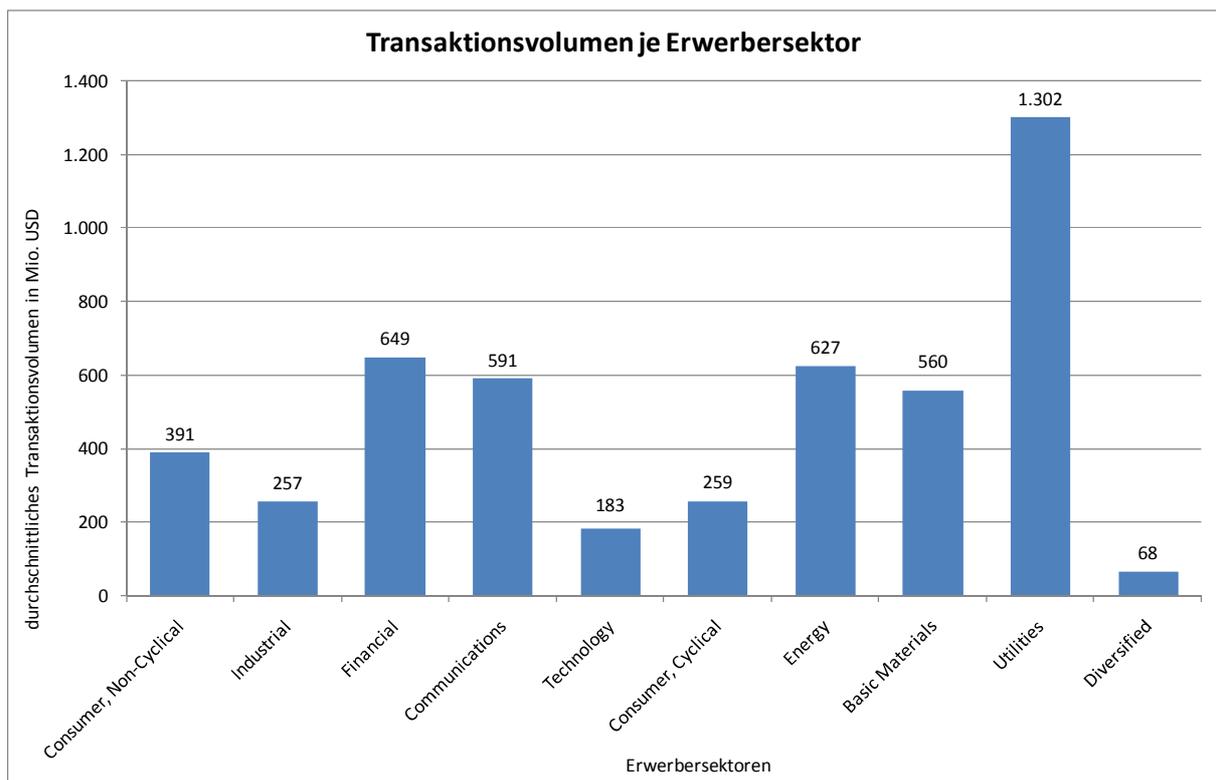


ABBILDUNG 42: Transaktionsvolumina je Erwerbersektor⁶⁴⁹

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Der Sektor⁶⁵⁰ *Utilities* weist sowohl auf Erwerber- als auch auf Zielseite das höchste Transaktionsvolumen auf (vgl. ABBILDUNG 42 und ABBILDUNG 43). Das durchschnittliche Volumen je Transaktion liegt in diesem verhältnismäßig transaktionsarmen Sektor bei über 1,3 Mrd. USD. Es folgen mit vergleichsweise großem Abstand die Sektoren *Financial* und *Energy*. Am geringsten ist das jeweilige Transaktionsvolumen in den Sektoren *Diversified* und *Technology*.

⁶⁴⁹ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 232.

⁶⁵⁰ Es wurden nur die zehn größten Sektoren berücksichtigt. Vgl. ABBILDUNG 27 und ABBILDUNG 28.

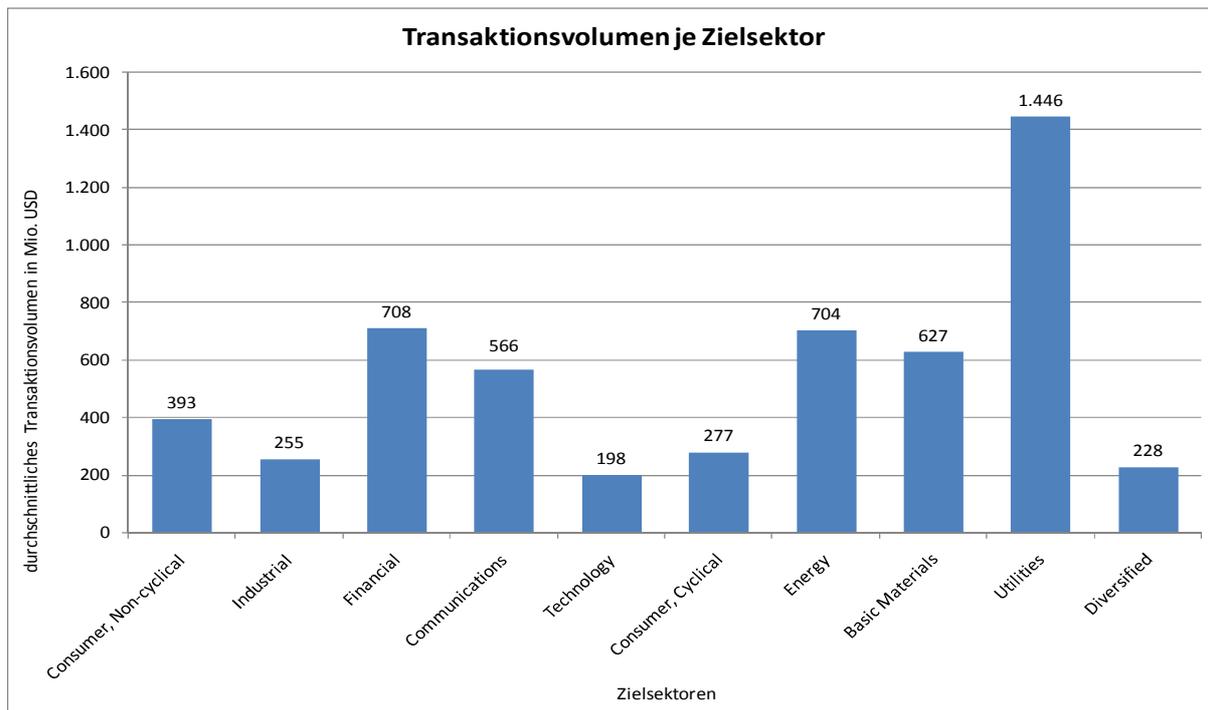


ABBILDUNG 43: Transaktionsvolumina je Zielsektor⁶⁵¹
 Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

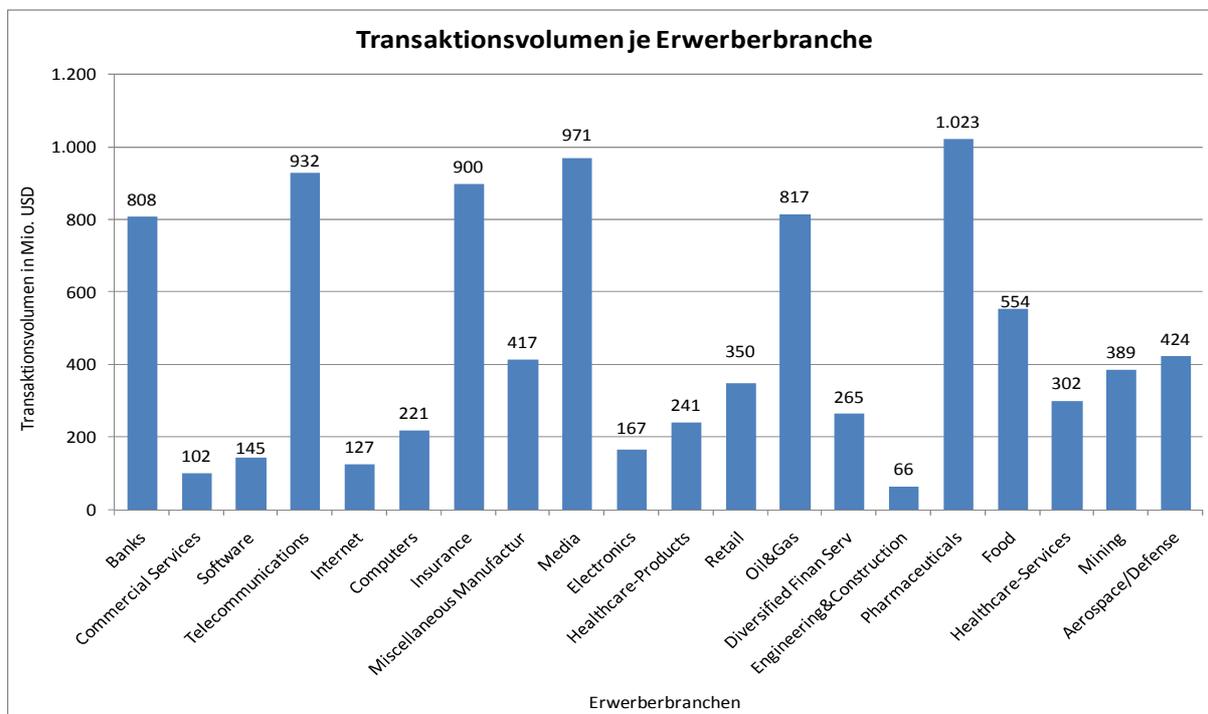


ABBILDUNG 44: Transaktionsvolumina je Erwerberbranche⁶⁵²
 Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶⁵¹ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 232.

⁶⁵² Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 233.

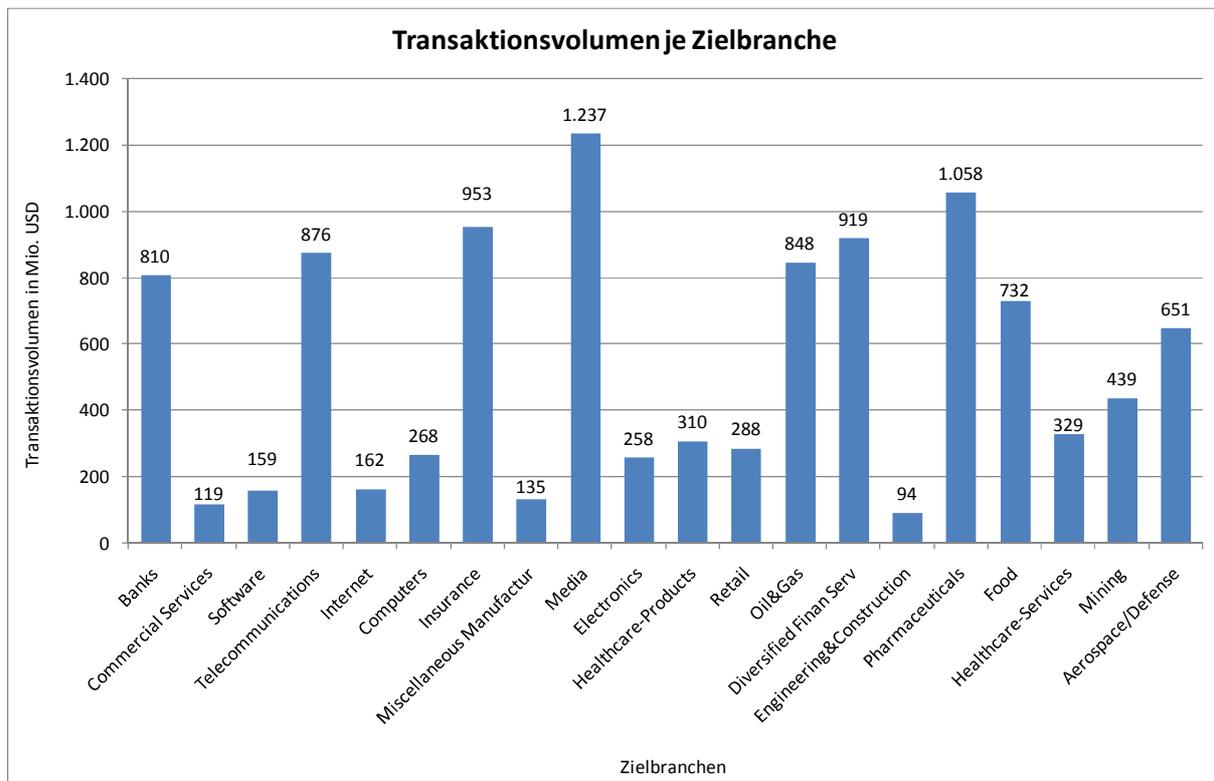


ABBILDUNG 45: Transaktionsvolumina je Zielbranche⁶⁵³

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Auch in Bezug auf die Transaktionsvolumina in den einzelnen Branchen⁶⁵⁴ sind zwischen Erwerber- und Zielseite keine signifikanten Unterschiede erkennbar. Die transaktionsstärksten Branchen sind *Pharmaceuticals*, *Media* und *Telecommunications* bzw. *Insurance*. Die Branchen *Engineering&Construction*, *Commercial Services* und *Internet* bzw. *Miscellaneous Manufactur* verzeichnen die geringsten Transaktionsvolumina. Auffällig ist, dass keine Branche des volumenstarken Sektors *Utilities* (vgl. ABBILDUNG 42) unter den zwanzig transaktionsstärksten Branchen vertreten ist. Daher erfolgt eine separate Betrachtung dieser Branchen.

Wie die nachstehende TABELLE 20 aufzeigt, ist die Anzahl an Transaktionen⁶⁵⁵ dieser Branchen verhältnismäßig gering, weshalb sie in der vorherigen Betrachtung keine Berücksichtigung fanden.

⁶⁵³ Für eine detaillierte Auflistung siehe ANHANG S. 233.

⁶⁵⁴ Es wurden die zwanzig größten Branchen berücksichtigt. Vgl. ABBILDUNG 30 und ABBILDUNG 31

⁶⁵⁵ Die Angaben über die Anzahl beziehen sich nicht auf die Gesamtstichprobe, es finden nur Transaktionen Berücksichtigung, zu denen ein Transaktionsvolumen vorliegt.

Transaktionsvolumina der Branchen des Sektors Utilities			
Erwerber- branche	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Electric	250.221,46	122	2.051,00
Gas	26.995,15	43	627,79
Water	4.059,50	51	79,60
Ziel- branche	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Electric	182.143,34	69	2.639,76
Gas	39.594,68	48	824,89
Water	6.789,00	41	165,59

TABELLE 20: Transaktionsvolumina der Branchen Electric, Gas und Water

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Die Branchen *Gas* und *Water* liegen in Bezug auf die Höhe des durchschnittlichen Transaktionsvolumens vergleichsweise im mittleren bzw. unteren Mittelfeld. Dagegen übersteigt die Branche *Electric* mit einem durchschnittlichen Volumen von über 2 Mrd. USD pro Transaktion alle Branchenvolumina und kann als Erklärungsfaktor für die Volumenstärke des Sektors *Utilities* herangezogen werden.

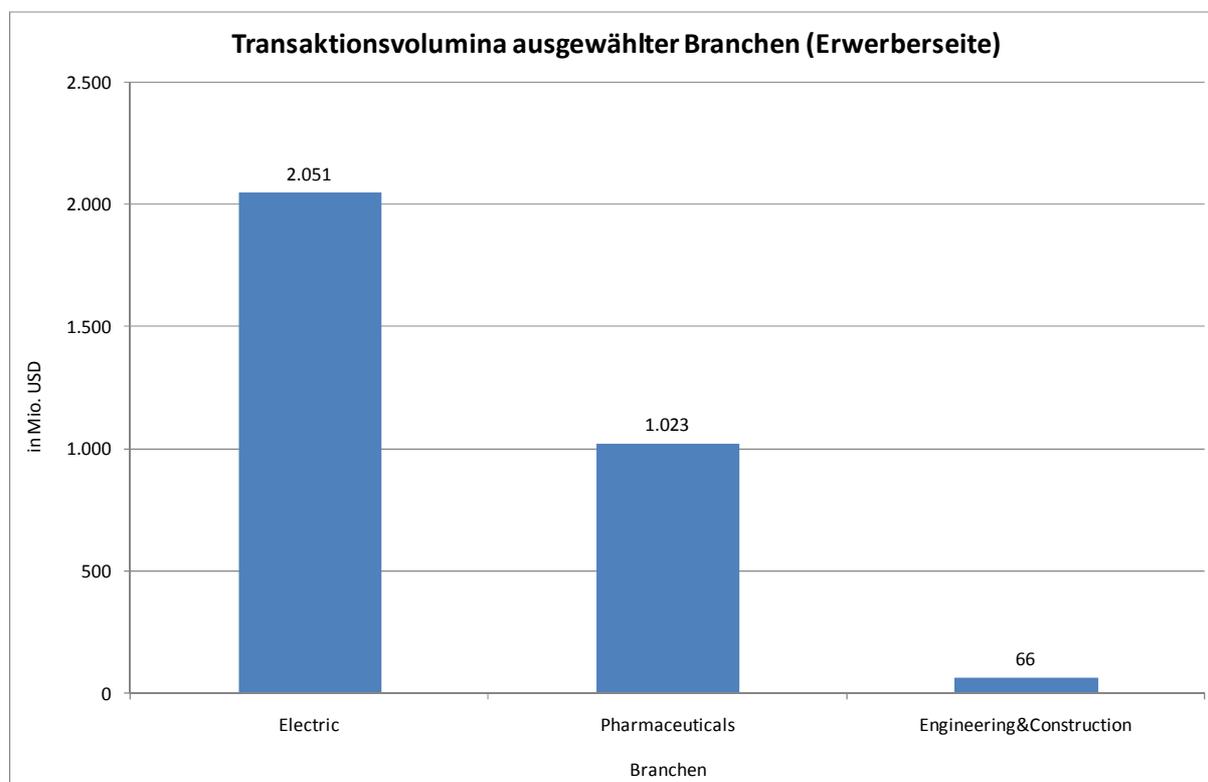


ABBILDUNG 46: Transaktionsvolumina ausgewählter Branchen auf Erwerberseite

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

In ABBILDUNG 46 werden Volumina der Branchen *Pharmaceuticals*⁶⁵⁶, *Engineering&Construction*⁶⁵⁷ und *Electric* ins Verhältnis zueinander gesetzt werden. Die Differenz liegt jeweils bei rund einer Mrd. USD. Ein ähnliches Bild ergibt sich auf der Zielseite bei Betrachtung der Branchen *Media*, *Engineering&Construction* und *Electric* (vgl. ABBILDUNG 47). Die jeweilige Differenz liegt hierbei sogar bei über einer Mrd. USD.

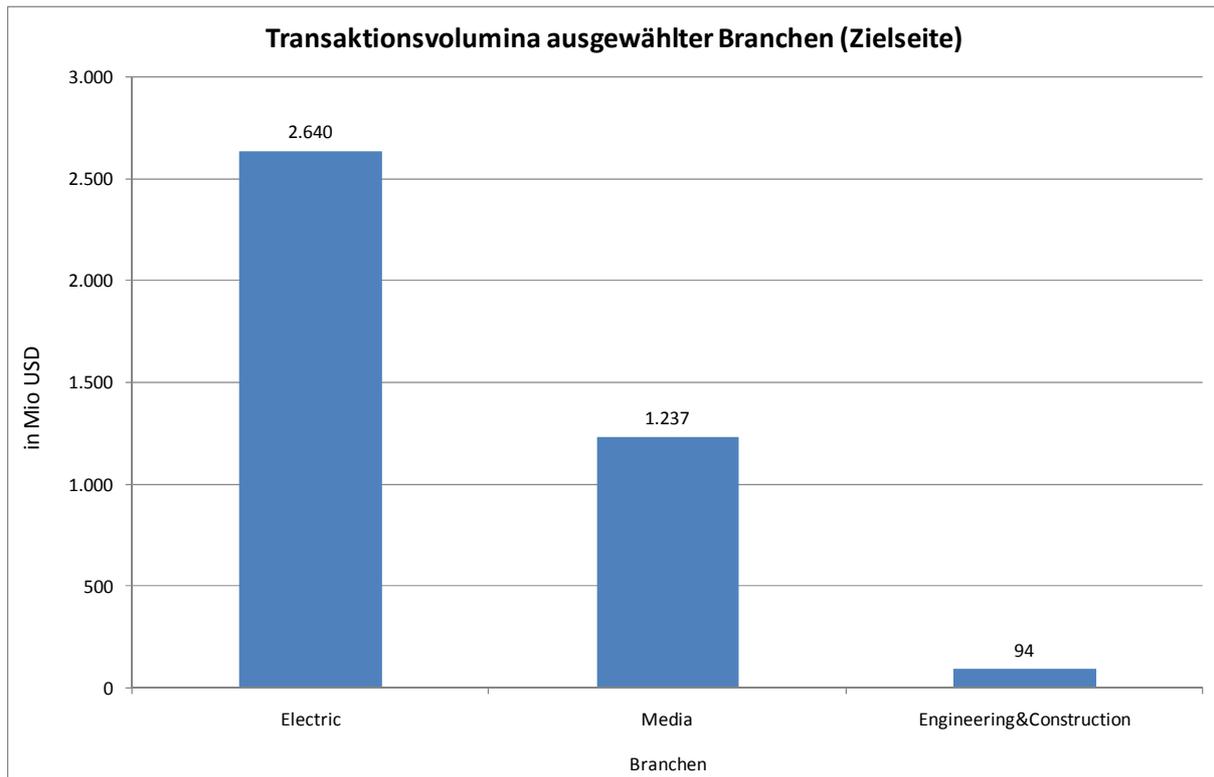


ABBILDUNG 47: Transaktionsvolumina ausgewählter Branchen auf Zielseite

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

In Bezug auf die Transaktionsvolumina der Analytestichprobe kann zusammengefasst werden, dass die Höhe der jeweiligen Transaktionsvolumina zum Teil erheblich variieren; sowohl über die Zeit, die Kontinente und einzelnen Länder, wie auch über die Sektoren und die jeweiligen Branchen. Die meisten M&A haben ein Volumen zwischen 10 Mio. USD und 50 Mio. USD. Des Weiteren kann festgehalten werden, dass die Entwicklung der Volumina in keinem Zusammenhang mit der Anzahl der Transaktionen bzw. der Marktentwicklung steht. Zudem sind die Anzahl

⁶⁵⁶ Dabei handelt es sich von den transaktionsstärksten Branchen um die volumenstärkste Branche. Vgl. ABBILDUNG 44.

⁶⁵⁷ Dabei handelt es sich von den transaktionsstärksten Branchen um die volumenschwächste Branche. Vgl. ABBILDUNG 44.

an Transaktionen, die ein Land initiiert und die Höhe der Volumina auf Erwerberseite meist negativ mit einander korreliert.

5.4. Ergebnisse der Event Study

Die empirische Auswertung der Kapitalmarktreaktionen im Rahmen einer kurzfristigen Event Study ist Gegenstand dieses Kapitels. Es soll untersucht werden, ob für die potentiellen Erfolgsfaktoren (vgl. KAPITEL 3.) signifikant abnormale Renditen für die Käuferunternehmen am Kapitalmarkt festgestellt werden können. Zunächst werden für einen Vergleichsmaßstab die Ergebnisse der gesamten Analysetichprobe betrachtet. Zur Identifikation der Erfolgsfaktoren von Mergers & Acquisitions wird anschließend in Einzelanalysen der Einfluss der ausgewählten Erfolgsfaktoren auf den Transaktionserfolg von Käuferunternehmen anhand der ereignisinduzierten Rendite evaluiert. Die abnormalen Renditen⁶⁵⁸ werden analog der in KAPITEL 4 beschriebenen Vorgehensweise basierend auf dem Marktmodell ermittelt.

5.4.1. Gesamtanalyse

Die Darstellung der durchschnittlichen abnormalen Rendite (AAR) der Gesamtstichprobe in ABBILDUNG 48 zeigt, dass Transaktionsankündigungen Einfluss auf die Rendite der Erwerberunternehmen nehmen. Bis zum Tag [-1] der Ankündigung verläuft die AAR, mit Ausnahme eines Ausschlags zum Tag [-3], im negativen Bereich. Nur im Zeitfenster [0;+1] befindet sich die Rendite im positiven Bereich. Der Anstieg um 0,77 % am Ankündigungstag auf 0,7199 % entspricht dem größten Effekt in dem Ereigniszeitraum⁶⁵⁹. Damit kann bereits festgehalten werden, dass die Informationen über die Ankündigung von M&A vom Kapitalmarkt in den Kursen der Wertpapiere schnell verarbeitet werden.

⁶⁵⁸ Sofern nicht anders angegeben, handelt es sich dabei um signifikante Ergebnisse.

⁶⁵⁹ Der Ereigniszeitraum erstreckt sich bewusst über eine gewisse Zeit vor und nach dem Ereignis, um sämtliche Auswirkungen vollständig zu erfassen. Vgl. KAPITEL 4.2.3.3.

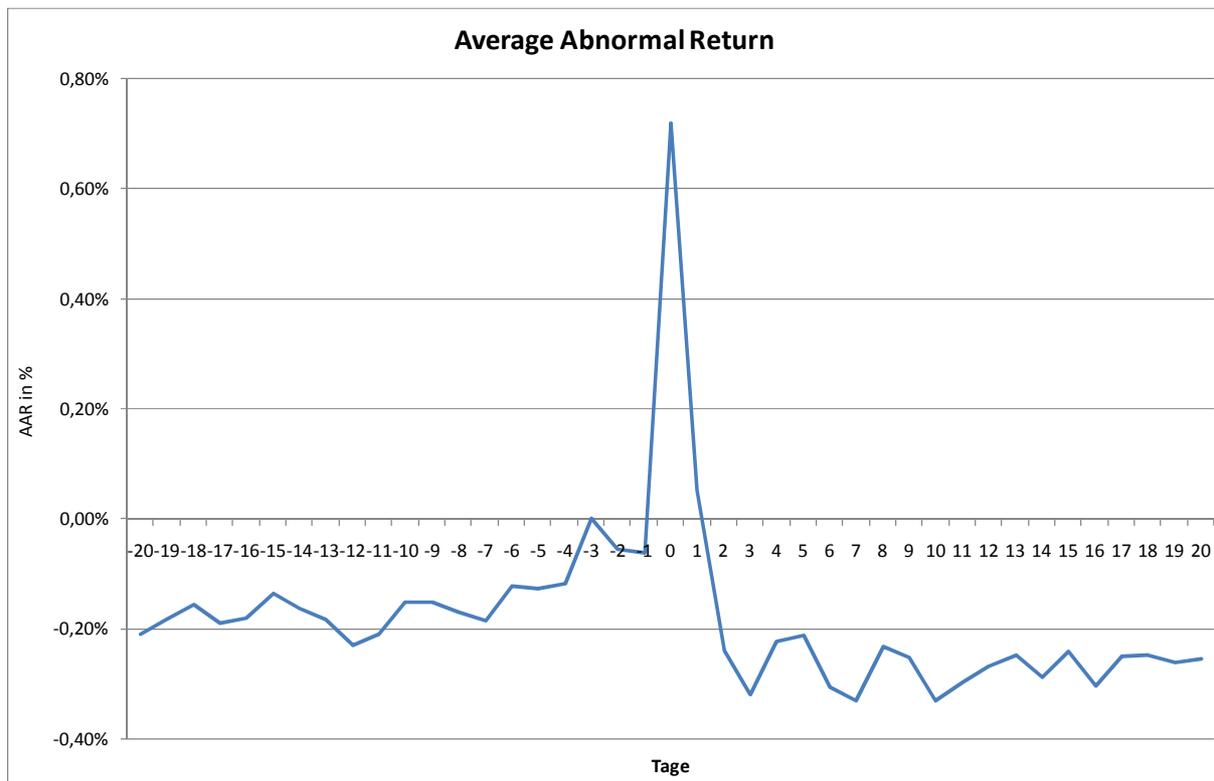


ABBILDUNG 48: AAR der Gesamtanalysestichprobe

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die vergleichsweise geringe ereignisinduzierte Rendite entspricht den Ergebnissen anderer kapitalmarktorientierter Studien⁶⁶⁰. Während die Wertpapiere der Zielunternehmen in den Untersuchungen meisten erhebliche Wertgewinne zu verzeichnen haben, erfahren die Wertpapiere der Käuferunternehmen einen vielfach geringen Zuwachs oder generieren sogar Wertverluste.⁶⁶¹ Ein möglicher Grund für die prozentual kleinere AAR kann in den relativen Größenverhältnissen der beteiligten Unternehmen begründet liegen. Käuferunternehmen sind i.d.R. größer als ihre Zielunternehmen⁶⁶², so dass die Transaktion, obwohl es zu einer Steigerung der Umsatz- oder Gewinnsituation kommt, keine unmittelbaren Auswirkungen auf den Wertpapierkurs des Käuferunternehmens hat.⁶⁶³ Dieser Effekt wird hier noch zusätz-

⁶⁶⁰ Vgl. KAPITEL 3.1.

⁶⁶¹ Vgl. bspw. FRANKS, J. R. / HARRIS, R. S. (1989), S. 232 f. Sie untersuchten 1814 Transaktionen in der Zeit von 1955-1985. Im Monat des Transaktionsankündigung lag die abnormale Rendite der Zielunternehmen bei + 23,3 %, die der Käuferunternehmen dagegen bei +1 %.

⁶⁶² Im Durchschnitt liegt das Verhältnis von Erwerber- und Zielunternehmen bei 7,7:1. Vgl. YOUNG, D. / SUTCLIFFE, B. (1989), S. 22.

⁶⁶³ Vgl. BREALEY, R. A. / MYERS, S. C. (2000), S. 966.

lich dadurch verstärkt, dass keine Beschränkung des Mindesttransaktionsvolumens⁶⁶⁴ erfolgt ist. Zudem werden in der vorliegenden Arbeit nur Transaktionen mit börsennotierten Targets betrachtet. Studien zeigen, dass bei Transaktionsankündigungen mit nicht-börsennotierten Unternehmen im Ereignisfenster [-2;+2] positive CAAR erreicht werden, während die Transaktionsankündigung eines börsennotierten Targets wertvernichtende Wirkung haben kann.⁶⁶⁵ Eine weitere Erklärung für den vergleichsweise geringen Run-up ist die Übernahmeprämie: Die Anteilseigner der Zielunternehmen sind i.d.R. nur dann zum Verkauf ihrer Wertpapiere bereit, wenn ihnen eine Prämie gezahlt wird. Aus diesem Grund ist bei den Targets ein Kursauschlag⁶⁶⁶ zum Ankündigungstag prognostizierbar.⁶⁶⁷

Für eine Aussage über den Gesamteinfluss der Ankündigung, folgt die Betrachtung der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Rendite (CAAR) der Erwerberunternehmen. Wie aus ABBILDUNG 49 und TABELLE 21 zu entnehmen ist, können die Erwerberunternehmen über den gesamten Ereigniszeitraum hinweg keine positive CAAR erzielen, die realisierten Werte liegen bei -7,2698 %. Der prozentuale Anteil der wertvernichtenden Transaktionen liegt im gesamten Ereigniszeitraum bei über 50 %. Einzig in dem statistisch hochsignifikanten Ereignisfenster [-1;+1] mit einer CAAR von 0,7199 % ist eine Aufwärtsbewegung erkennbar. Demnach beeinflussen Transaktionsankündigungen die Wertpapiere der Erwerberunternehmen insgesamt negativ.

⁶⁶⁴ Vgl. KAPITEL 5.3.4. In vielen Studien wird ein Mindesttransaktionsvolumen bestimmt. Diese Festlegung soll u.a. die Messbarkeit einer Kapitalmarktreaktion beim Käuferunternehmen gewährleisten. Vgl. KAUP, K. C. (2008), S. 72.

⁶⁶⁵ Vgl. FULLER, K. ET AL. (2002), S. 1179. Ähnliche Ergebnisse bei CHANG, S. (1998), S. 777; ANG, J. / KOHERS, N. (2001), S. 727; KOHERS, N. (2004), S. 1158; MOELLER, S. B. ET AL. (2005), S. 772; CAPRON, L. / SHEN, J.-C. (2007), S. 903.

⁶⁶⁶ Die Höhe der Kursgewinne richte sich dabei typischerweise nach der Höhe der im Einzelfall bezahlten Prämie. Vgl. GRÜNERT, T. (2007), S. 134.

⁶⁶⁷ Vgl. GRÜNERT, T. (2007), S. 134.

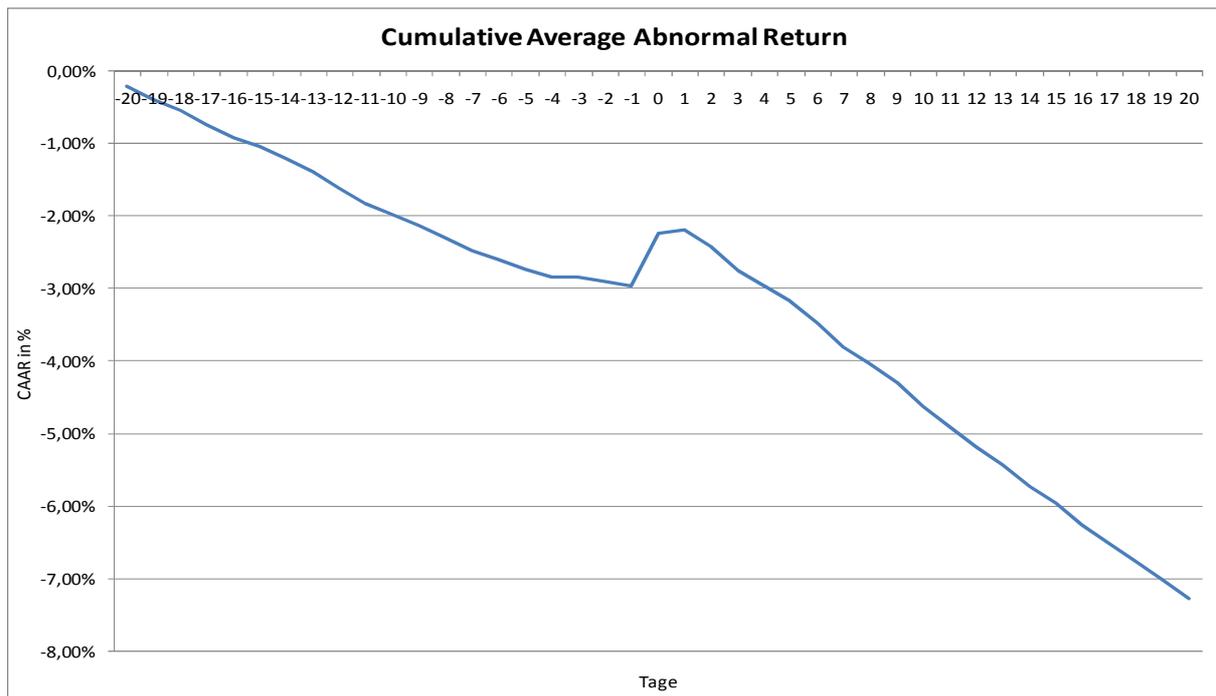


ABBILDUNG 49: CAAR der Gesamtanalysestichprobe

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Stichprobengröße: 30.285									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7199%	13,8983 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0002	0,1428	49,11%	50,89%
-1/0	0,6600%	13,2187 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0007	0,1122	47,24%	52,76%
0/1	0,7725%	16,4986 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0004	0,1176	48,36%	51,64%
-1/1	0,7126%	16,1203 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0006	0,1040	47,36%	52,64%
-2/2	0,4209%	13,4441 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0008	0,0906	46,27%	53,73%
-5/5	-0,5724%	9,4368 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,0757	45,53%	54,47%
-10/10	-2,7934%	3,5234 ***	0,0004	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,0670	44,96%	55,04%
-15/15	-5,0461%	-0,4136	0,6792	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0635	44,78%	55,22%
-20/20	-7,2698%	-3,5168 ***	0,0004	4,4685	-0,9780	-0,0011	0,0611	44,67%	55,33%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 21: Abnormale Rendite der Gesamtanalysestichprobe⁶⁶⁸

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Bei separierter Betrachtung der Transaktionen, die zum Ankündigungstag eine positive AAR aufweisen und der Transaktionen mit einer negativen AAR zum Ankündigungstag stellt sich ein sehr differenziertes Bild dar (vgl. ABBILDUNG 50).

⁶⁶⁸ Eine Übersicht der täglichen abnormalen Renditen ist dem ANHANG S. 234 zu entnehmen, unterteilt auf die einzelnen Jahre s. ANHANG S. 235 f.

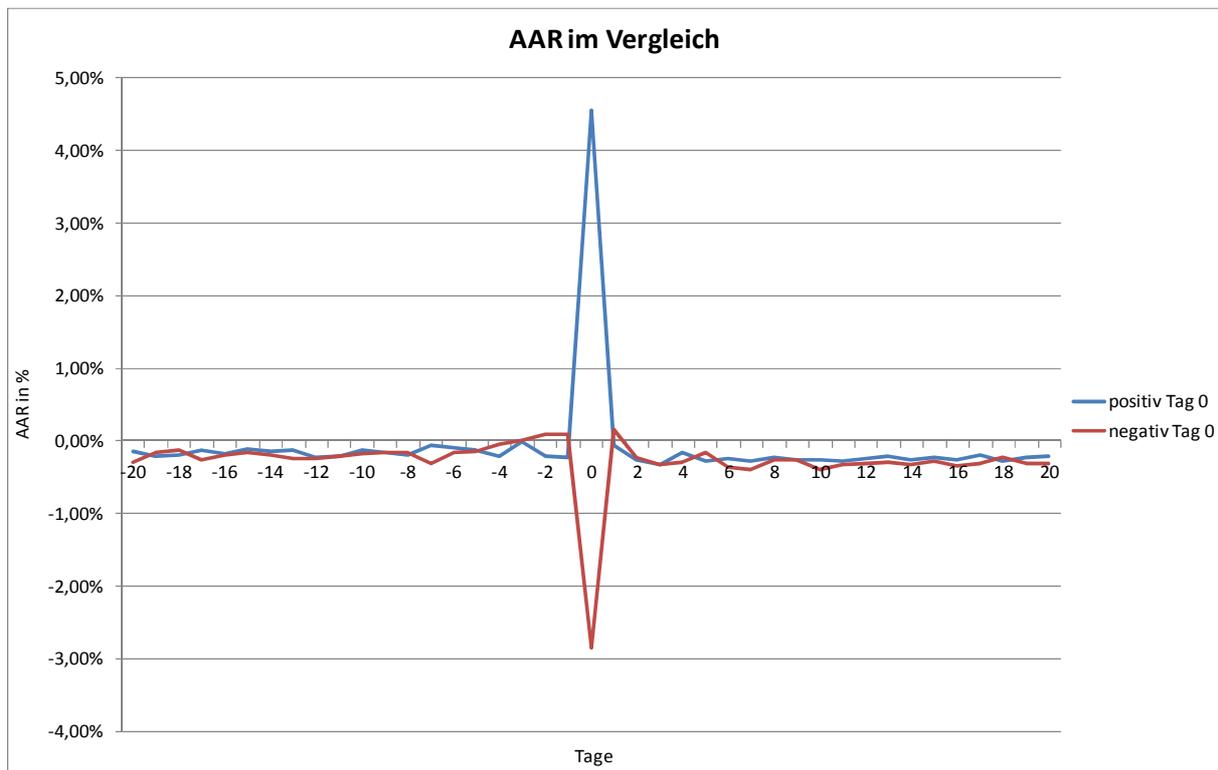


ABBILDUNG 50: Vergleich der AAR

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Deutlich zu erkennen ist, dass es in der Analytestichprobe in etwas mehr als 50 % der Fälle zu einer Senkung des Shareholder Values bei den Wertpapieren der Käuferunternehmen am Ereignistag [0] kommt. Der Wertverlust liegt bei -2,8426 %. Dagegen liegt abnormale Rendite derjenigen Transaktionen, die eine positive AAR zum Ankündigungstag aufweisen bei 4,5489 %. Der Gesamteinfluss der Transaktionen ist in beiden Fällen negativ, wie auch die nachfolgende ABBILDUNG 51 und TABELLE 22 belegen. Im Fall einer positiven AAR zum Ankündigungstag liegt die CAAR [-20;+20] bei -3,0949 % und im negativen Fall liegt sie bei -11,1647 %⁶⁶⁹. Da für beide Betrachtungen über alle Ereignisfenster hochsignifikante Ergebnisse vorliegen, kann konstatiert werden, dass M&A bei den Käuferunternehmen zu positiven Auswirkungen auf den Wertpapierkurs führen können. Die extremen Unterschiede zwischen den beiden Fällen lassen vermuten, dass die entsprechenden Trans-

⁶⁶⁹ Dabei liegt das jeweilige Minimum fast ausnahmslos über dem Wert der „positiven“ Vergleichsgruppe.

aktionen jeweils von verschiedenen Faktoren beeinflusst worden sind. Dies soll in den folgenden Einzelanalysen näher untersucht werden.

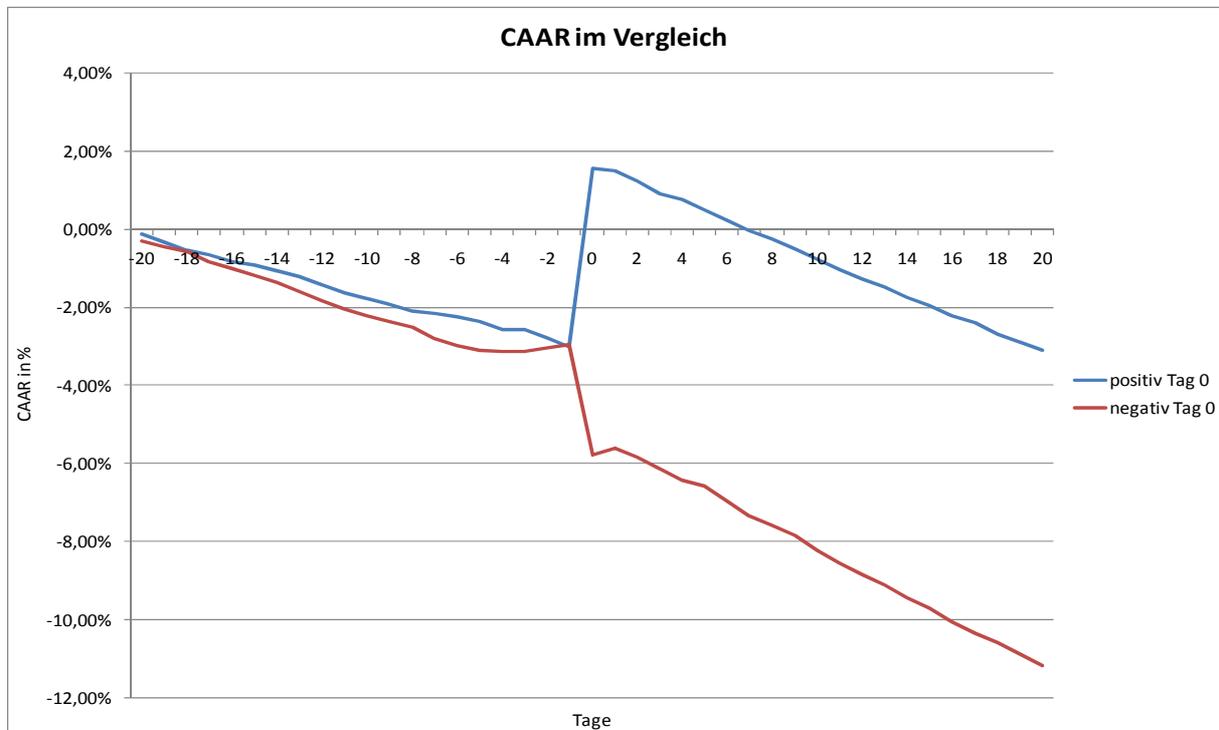


ABBILDUNG 51: Vergleich der CAAR

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Stichprobengröße: 14.874		postive AAR zum Ankündigungstag							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	4,5489%	71,1694 ***	0,0000	4,4685	0,0000	0,0160	0,1896	100,00%	0,00%
-1/0	4,3258%	60,9671 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	0,0071	0,1453	72,69%	27,31%
0/1	4,4865%	62,0694 ***	0,0000	4,4685	-0,6152	0,0081	0,1476	74,11%	25,89%
-1/1	4,2635%	55,8320 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	0,0046	0,1276	64,53%	35,47%
-2/2	3,8025%	46,7408 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	0,0017	0,1077	56,56%	43,44%
-5/5	2,7267%	34,7430 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	0,0001	0,0850	50,49%	49,51%
-10/10	0,8767%	25,9645 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0004	0,0721	48,03%	51,97%
-15/15	-1,1353%	19,5822 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0006	0,0667	47,13%	52,87%
-20/20	-3,0949%	15,1106 ***	0,0000	4,4685	-0,9780	-0,0007	0,0637	46,63%	53,37%
Stichprobengröße: 15.411		negative AAR zum Ankündigungstag							
0/0	-2,8426%	-97,2952 ***	0,0000	0,0000	-0,8128	-0,0130	0,0461	0,00%	100,00%
-1/0	-2,7448%	-64,2005 ***	0,0000	2,6601	-0,8128	-0,0067	0,0602	22,67%	77,33%
0/1	-2,6789%	-52,6847 ***	0,0000	2,9084	-0,8128	-0,0068	0,0736	23,51%	76,49%
-1/1	-2,5811%	-43,1312 ***	0,0000	2,9084	-0,8128	-0,0046	0,0722	30,78%	69,22%
-2/2	-2,7093%	-33,0761 ***	0,0000	2,9084	-0,8128	-0,0031	0,0696	36,33%	63,67%
-5/5	-3,6227%	-23,7113 ***	0,0000	3,1944	-0,8128	-0,0020	0,0653	40,74%	59,26%
-10/10	-6,2015%	-22,2250 ***	0,0000	3,1944	-0,8128	-0,0016	0,0617	42,01%	57,99%
-15/15	-8,6865%	-20,6471 ***	0,0000	3,1944	-0,9634	-0,0015	0,0601	42,52%	57,48%
-20/20	-11,1647%	-20,8248 ***	0,0000	3,1944	-0,9634	-0,0015	0,0585	42,78%	57,22%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 22: Abnormale Rendite bei positiver und negativer AAR

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

5.4.2. Einzelanalysen

Im Folgenden werden entsprechend der potentiellen Erfolgsfaktoren in Einzelanalysen die Reaktionen der Wertpapiere auf die Transaktionsankündigung betrachtet. Dabei wird zum einen untersucht ob Performanceunterschiede der AAR feststellbar sind und zum anderen wie diese im Vergleich zur Gesamtanalyse ausfallen. Entgegen der Gliederung in KAPITEL 5.3. wird mit der Analyse des Transaktionsvolumens begonnen. In den sich daran anschließenden Einzelanalysen wird entsprechend der Thematik auch auf die jeweiligen deskriptiven Ergebnisse zum Transaktionsvolumen Bezug genommen.

5.4.2.1. Transaktionsvolumen

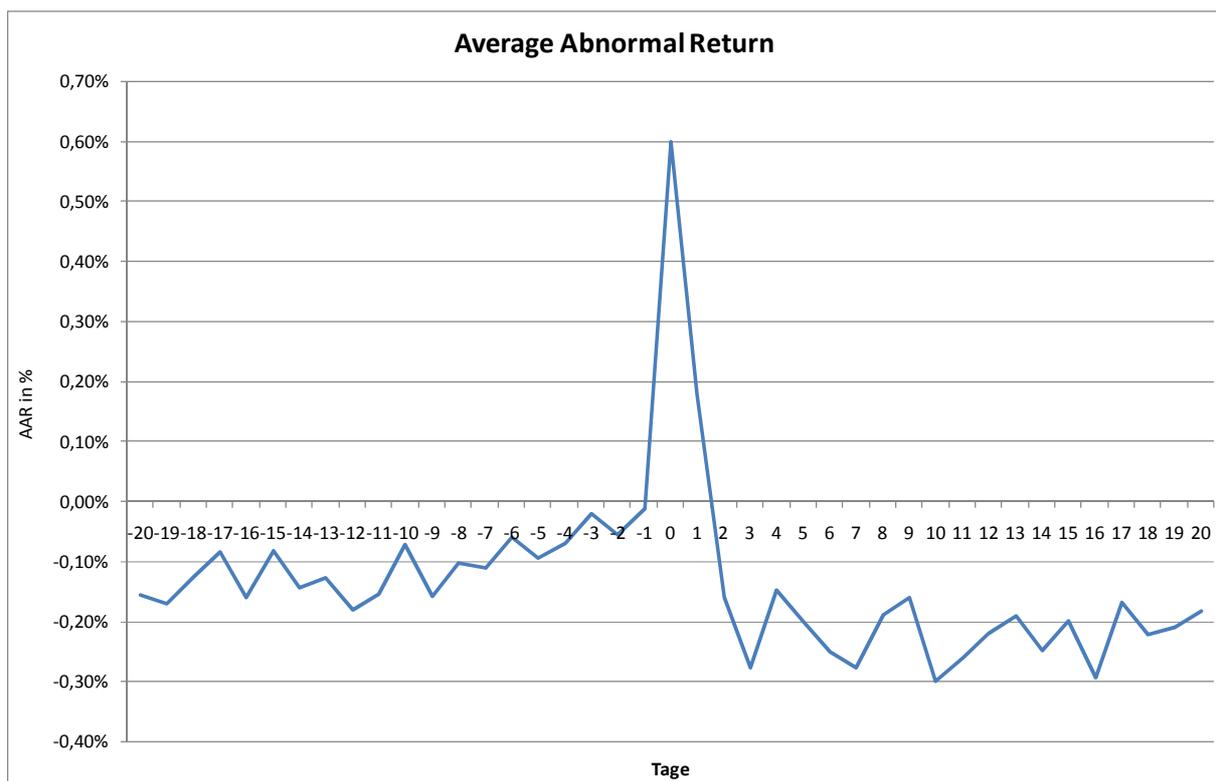


ABBILDUNG 52: AAR der M&A mit gemeldetem Transaktionsvolumen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Durchschnittlich liegt das Niveau der abnormalen Rendite der M&A-Transaktionen, zu denen ein Transaktionswert benannt wurde, zum Ankündigungstag marginal unter dem der Gesamtstichprobe. Über den gesamten Analysezeitraum [-20;+20] liegt die

Entwicklung der CAAR minimal über dem Niveau der Gesamtstichprobe⁶⁷⁰, wie auch aus ABBILDUNG 52 und der nachstehenden TABELLE 23 zu ersehen ist.

Stichprobengröße: 16.996									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6001%	9,0626 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0003	0,1198	49,01%	50,99%
-1/0	0,5887%	9,0215 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0007	0,0958	47,25%	52,75%
0/1	0,7798%	12,4002 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0004	0,1026	48,52%	51,48%
-1/1	0,7684%	12,3689 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0006	0,0913	47,51%	52,49%
-2/2	0,5556%	10,7246 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0008	0,0796	46,43%	53,57%
-5/5	-0,2508%	8,2926 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0009	0,0654	45,68%	54,32%
-10/10	-1,9197%	4,0839 ***	0,0000	4,4685	-0,8038	-0,0010	0,0584	45,02%	54,98%
-15/15	-3,7177%	0,9625	0,3358	4,4685	-0,8038	-0,0011	0,0552	44,80%	55,20%
-20/20	-5,4788%	-1,6475 *	0,0995	4,4685	-0,8038	-0,0011	0,0533	44,65%	55,35%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 23: Abnormale Rendite der M&A mit gemeldetem Transaktionsvolumen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Ein differenzierteres Bild zeigt sich bei separater Betrachtung der Performance innerhalb der jeweiligen Quartile (vgl. ABBILDUNG 53). In jedem Fall oszilliert die abnormale Rendite bis zum Ereignistag [-1] knapp unter dem Nullpunkt.

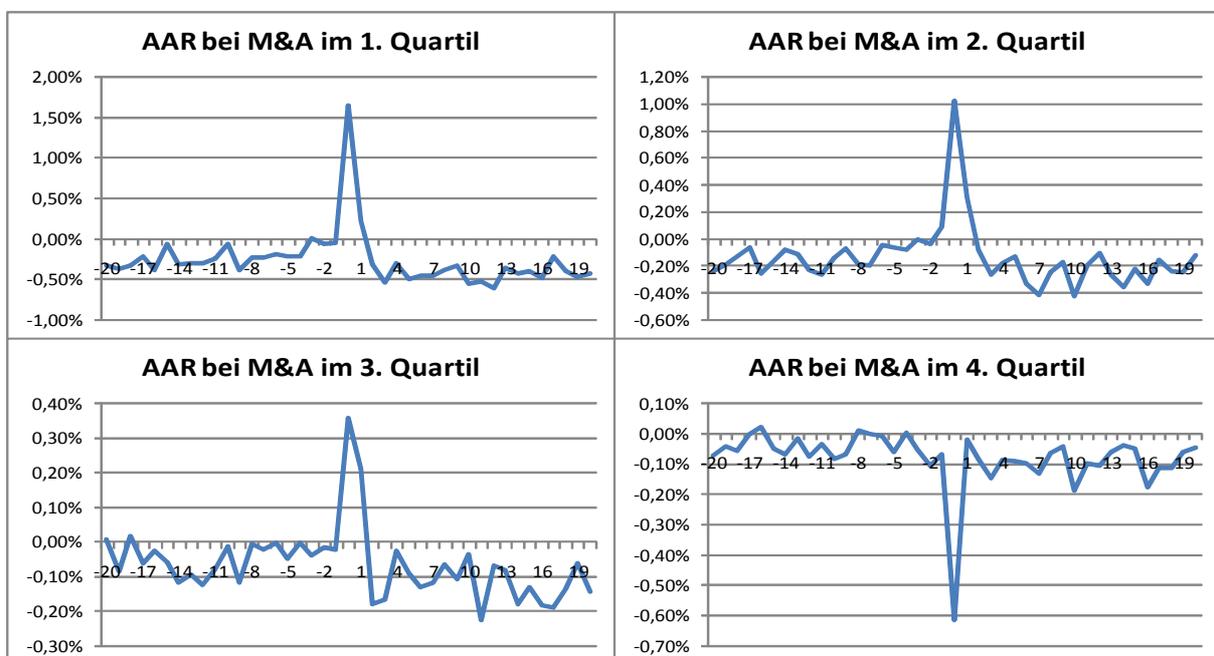


ABBILDUNG 53: AAR innerhalb der einzelnen Quartile

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶⁷⁰ Ergebnisse der Gesamtanalysestichprobe: AAR [0]: 0,7199 %; CAAR [-20;+20]: -7,2698 %.

Zum Ankündigungszeitpunkt sind von einem zum anderen Abschnitt große Unterschiede erkennbar⁶⁷¹. Im ersten Quartil steigt die AAR zum Ereignistag [0] auf 1,6471 % und liegt damit über dem Niveau der Gesamtstichprobe von 0,7199 %. Auch im zweiten Quartil befindet sich die abnormale Rendite am Tag [0] mit einem Wert von 1,0231 % darüber. Im dritten Quartil erreicht die AAR zum Ankündigungszeitpunkt noch 0,3590 % und im vierten Quartil sinkt die abnormale Rendite auf -0,6147 %. Die Performance der AAR zum Ankündigungszeitpunkt nimmt demnach mit zunehmendem Transaktionsvolumen ab, was den Ausführungen in KAPITEL 3.1.2.4. entspricht. Im Gegensatz dazu partizipieren die Anteilseigner über den Gesamtbetrachtungszeitraum mit zunehmendem Volumen an steigenden CAAR. Im ersten Quartil liegt sie bei -10,5139 % und im vierten Quartil beträgt der Wertverlust nur -3,2726 % und befindet sich damit über dem Niveau der Gesamtstichprobe mit -7,2698 %.

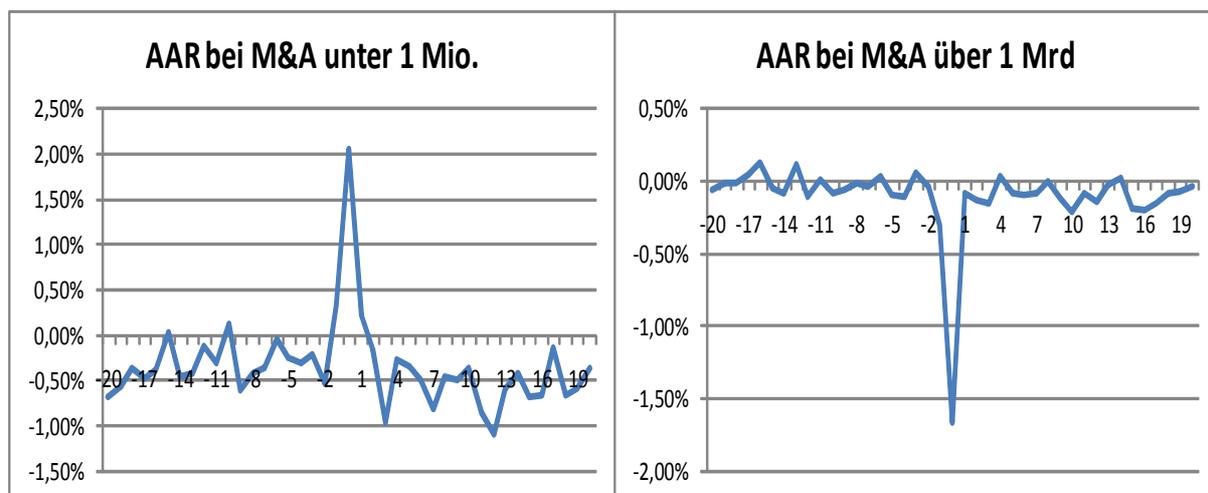


ABBILDUNG 54: Vergleich AAR bei unterschiedlichen Transaktionsvolumina

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Betrachtung einzelner Transaktionsvolumina lässt diese Entwicklung noch deutlicher hervortreten. Beispielhaft sind in ABBILDUNG 54⁶⁷² M&A mit einem Transaktionsvolumen von unter einer Mio. USD M&A-Deals gegenübergestellt, deren Volumen eine Mrd. USD übersteigen.

⁶⁷¹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Quartile im ANHANG S. 237 und S. 238.

⁶⁷² Vgl. für sämtliche Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und Ergebnisse der t-Tests zu den einzelnen Transaktionsvolumina im ANHANG S. 239 und S. 240.

Im ersten Fall erfährt die abnormale Rendite zum Ankündigungszeitpunkt einen Run-up auf 2,0501 % und liegt damit über dem Niveau der Gesamtstichprobe, die zum Tag [0] eine AAR von 0,7199 % aufweist. Mit zunehmendem Volumen der M&A verringert sich der Wert der AAR immer weiter. Bei einem Transaktionsvolumen von über einer Mrd. USD wird zum Ereignistag [0] eine ereignisinduzierte Rendite von -1,6626 % erreicht, die damit das Niveau der Gesamtstichprobe unterschreitet. Dagegen steigt die CAAR im Ereigniszeitraum [-20;+20] erneut mit zunehmendem Transaktionsvolumen. Bei einem Wert über einer Mrd. USD wird eine CAAR von -4,0113 % erreicht, bei einem Volumen von unter einer Mio. USD wird im Gesamt-ereigniszeitraum eine CAAR von -13,8651 % gemessen. Es kann demnach von einem Zusammenhang zwischen der abnormalen Rendite und dem Transaktionsvolumen ausgegangen werden: Zum Ankündigungstag ist die AAR mit dem Transaktionsvolumen negativ und über den gesamten Betrachtungszeitraum mit der CAAR positiv korreliert.

Festgehalten werden kann, dass die Höhe des Transaktionsvolumens Einfluss auf den Erfolg von M&A-Transaktionen nehmen kann. Beschränkt auf den Ankündigungstag sind demnach M&A mit einem Volumen von unter einer Mio. USD am erfolgreichsten. Auf den gesamten Ereigniszeitraum bezogen, sind es Transaktionen, deren Volumina zwischen 50 und 100 Mio. USD liegen, die CAAR liegt hier bei -2,5175 %.

5.4.2.2. Zeitlicher Fokus

Zur Analyse des zeitlichen Fokus der M&A-Transaktionen erfolgt zunächst eine Auswertung nach Jahren, daran anschließend werden die Wertveränderungen auf Monatsbasis betrachtet.

5.4.2.2.1. Jahre

Die Ergebnisse auf Jahresbasis lassen erst ab dem Jahr 2001 Schlüsse in Bezug auf den Erfolg von Mergers & Acquisitions zu. In den Jahren zuvor lässt sich die Entwicklung der abnormalen Rendite über den Betrachtungszeitraum nicht mit einer

Transaktionsankündigung in einen Zusammenhang bringen⁶⁷³, zumal kaum signifikante Werte⁶⁷⁴ vorliegen. Dagegen sind die Ergebnisse für die Jahre 2001 bis 2009 zum größten Teil hoch signifikant und belegen, dass eine M&A-Ankündigung zu einer Renditebeeinflussung der Erwerberunternehmen führt, denn zum Ankündigungstag weist der Verlauf der AAR in allen Jahren einen positiven Ausschlag auf (vgl. hierzu beispielhaft ABBILDUNG 55 und TABELLE 24).

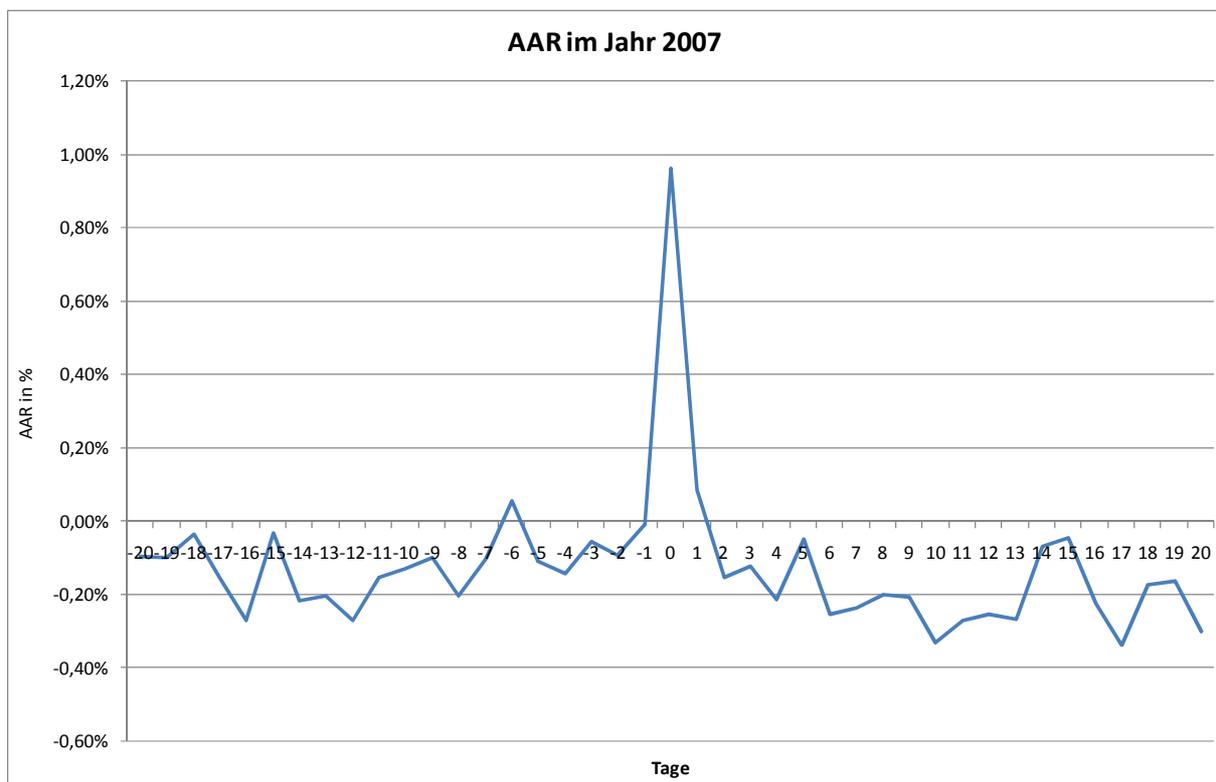


ABBILDUNG 55: AAR im Jahr 2007

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Im Ereignisfenster $[-20;-2]$ ist der Verlauf der AAR eher unauffällig mit geringen Schwankungen. Zum Tag $[-1]$ ist ein leicht positiver Anstieg zu erkennen, der zum Ankündigungstag in einem Ausschlag mündet. Spätestens zum Ereignistag $[+2]$ pendelt sich die AAR wieder auf dem Niveau vor der Ankündigung ein. Dieser Kursverlauf entspricht dem Verlauf einer Überreaktion mit Trendumkehr, was bedeutet, dass der Kurs zunächst das fundamental gerechtfertigte Niveau übersteigt und sich

⁶⁷³ Vgl. die Abbildungen der AAR zu den entsprechenden Jahren im ANHANG S. 242 ff.

⁶⁷⁴ Vgl. die CAAR-Werte und die Ergebnisse des t-Tests für die entsprechenden Jahre im ANHANG S. 246 ff.

erst mit einer gewissen Verzögerung auf das wahre Bewertungsniveau einpendelt. Der Grund hierfür kann in der zeitversetzten Reaktion einiger Marktteilnehmer begründet sein, die noch zu einem Zeitpunkt kurserhöhende Käufe tätigen, zu dem sich der fundamentale Wert bereits im Kurs niedergeschlagen hat. Die folgende Gegenreaktion ist die Berichtigung der Fehlbewertung.⁶⁷⁵ Die positive Kursbewegung einen Tag vor der Transaktionsankündigung könnte auf Insiderwissen hindeuten. Schon vor Ankündigung wurden in Erwartung einer Kurssteigerung Wertpapiere der Erwerberunternehmen gekauft, womit sich die Kurse nachfragegetrieben erhöht haben. Nachdem an der Ankündigung antizipiert wurde, werden die Wertpapiere wieder verkauft.⁶⁷⁶

Stichprobengröße: 3.407									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9623%	6,7246 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	0,0006	0,1502	51,19%	48,81%
-1/0	0,9536%	6,0074 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0003	0,1118	48,84%	51,16%
0/1	1,0492%	6,6708 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0001	0,1196	49,46%	50,54%
-1/1	1,0406%	6,1377 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0004	0,1016	48,47%	51,53%
-2/2	0,7948%	4,6037 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0007	0,0842	46,73%	53,27%
-5/5	0,1049%	1,9048 *	0,0568	4,0012	-0,7373	-0,0009	0,0722	45,58%	54,42%
-10/10	-1,5938%	-2,1818 **	0,0291	4,0012	-0,7373	-0,0011	0,0621	44,59%	55,41%
-15/15	-3,3629%	-4,6776 ***	0,0000	4,0012	-0,7669	-0,0012	0,0578	44,32%	55,68%
-20/20	-5,2074%	-7,3125 ***	0,0000	4,0012	-0,7669	-0,0012	0,0553	44,19%	55,81%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 24: Abnormale Rendite der Käuferunternehmen des Jahres 2007

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Die höchste Rendite zum Ankündigungstag wird mit 1,8913 % im Jahr 2009 realisiert, gefolgt von den Jahren 2002 (1,2657 %) und 2003 (1,1972 %). Sie liegen damit über dem Wert der Gesamtanalyse von 0,7199 %. Im Jahr 2001 wird mit 0,3381 % die geringste Rendite am Ereignistag [0] erzielt, in den Jahren 2004 bis 2008 ist eine AAR zwischen 0,7397 % und 0,9623 % zu beobachten. Die CAAR über den gesamten Ereigniszeitraum liegt in jedem Jahr im negativen Bereich. Die Spannweite der negativen Beeinflussung der Transaktionsankündigung auf die Wertpapiere der Erwerberunternehmen schwankt zwischen -2,1324 % im Jahr 2009,

⁶⁷⁵ Vgl. THOMAS, I. (2008), S. 207.

⁶⁷⁶ Vgl. hierzu BARCLAY, M. J. / WARNER, J. B. (1993) wie auch SCHWERT, G. W. (1996). Sie untersuchten die Kursentwicklung von Zielunternehmen kurz vor Bekanntgabe einer Transaktion.

was oberhalb des Niveaus von -7,2698 % der Gesamtanalyse liegt und -10,3006 % im Jahr 2008.

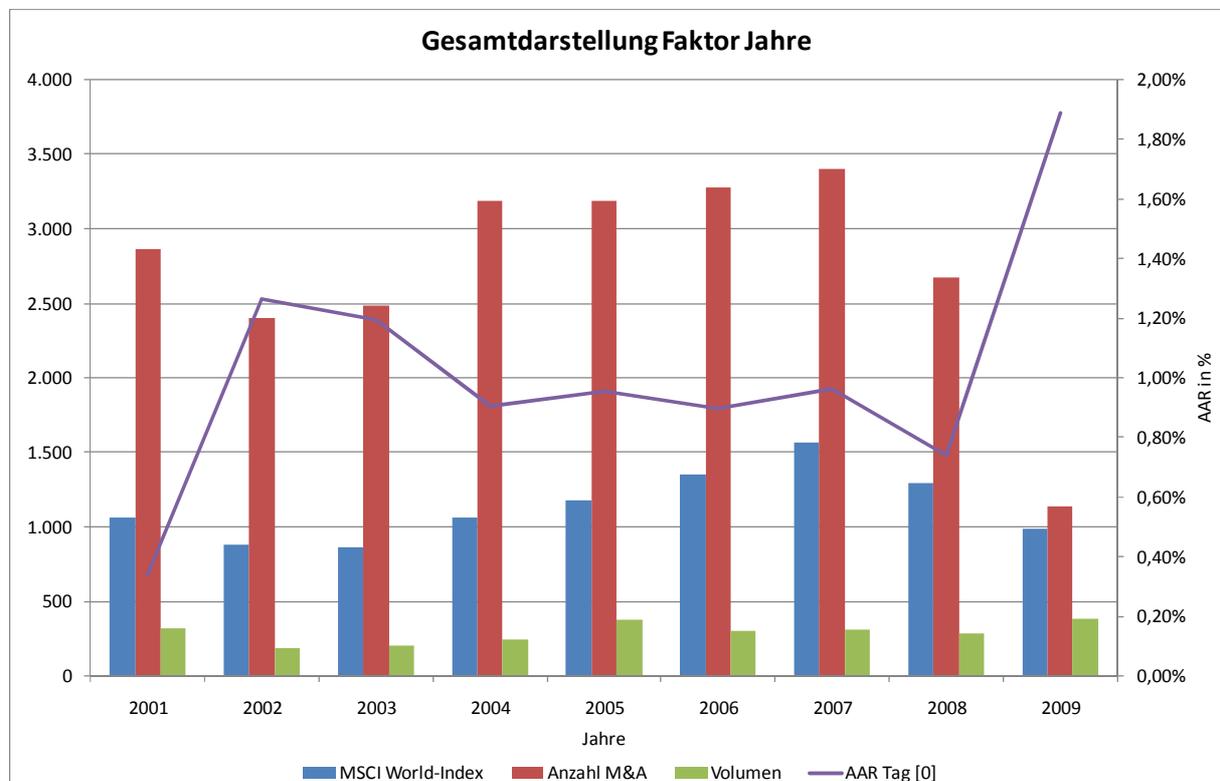


ABBILDUNG 56: Gesamtdarstellung Faktor Jahre

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Der Zeitraum von 2001 bis 2009, über den signifikante Ergebnisse vorliegen, entspricht in etwa dem der sechsten M&A-Welle. Wie aus ABBILDUNG 56 zu entnehmen, verlaufen der MSCI World-Index und die Anzahl der Transaktionen parallel zueinander. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen unterliegt dabei über die Zeit nur geringen Schwankungen. Dagegen schwankt der Wert der ereignis-induzierten Rendite über die Jahre zum Teil erheblich, wie z.B. vom Jahr 2001 zum Jahr 2002 oder vom Jahr 2008 zum Jahr 2009. Diese Bewegungen lassen sich weder mit der Anzahl der getätigten M&A und / oder der Transaktionsvolumina in den einzelnen Jahren in einem Zusammenhang bringen. Somit festzuhalten, dass zwar Unterschiede bei den ereignisinduzierten Renditen der einzelnen Jahre zu beobachten sind, dass diese aber im Zusammenhang mit der zeitlichen Komponente stehen, kann nicht belegt werden.

5.4.2.2.2. Monate

Im Jahresverlauf lassen die abnormalen Renditen in jedem Monat signifikante Ausschläge zum Ankündigungszeitpunkt erkennen, die zum Jahreswechsel ihren Höhepunkt erfahren (vgl. ABBILDUNG 57). Die höchste Rendite wird mit 1,1403 % im Dezember erreicht, dicht gefolgt von den Monaten November (0,9992 %) und Januar (0,9642 %). Die niedrigste Rendite wird im Juni (0,3903 %) erwirtschaftet. Auf das Jahr 2000, im dem die Zahl der Transaktionen auf die einzelnen Monate atypisch zu den übrigen Jahre verteilt ist⁶⁷⁷, treffen diese Aussagen nicht zu. Bei einer separaten Analyse konnten keinerlei signifikante Ergebnisse festgestellt werden.⁶⁷⁸ Daher erfolgt die weitere Monatsbetrachtung ohne Berücksichtigung des Jahres 2000.

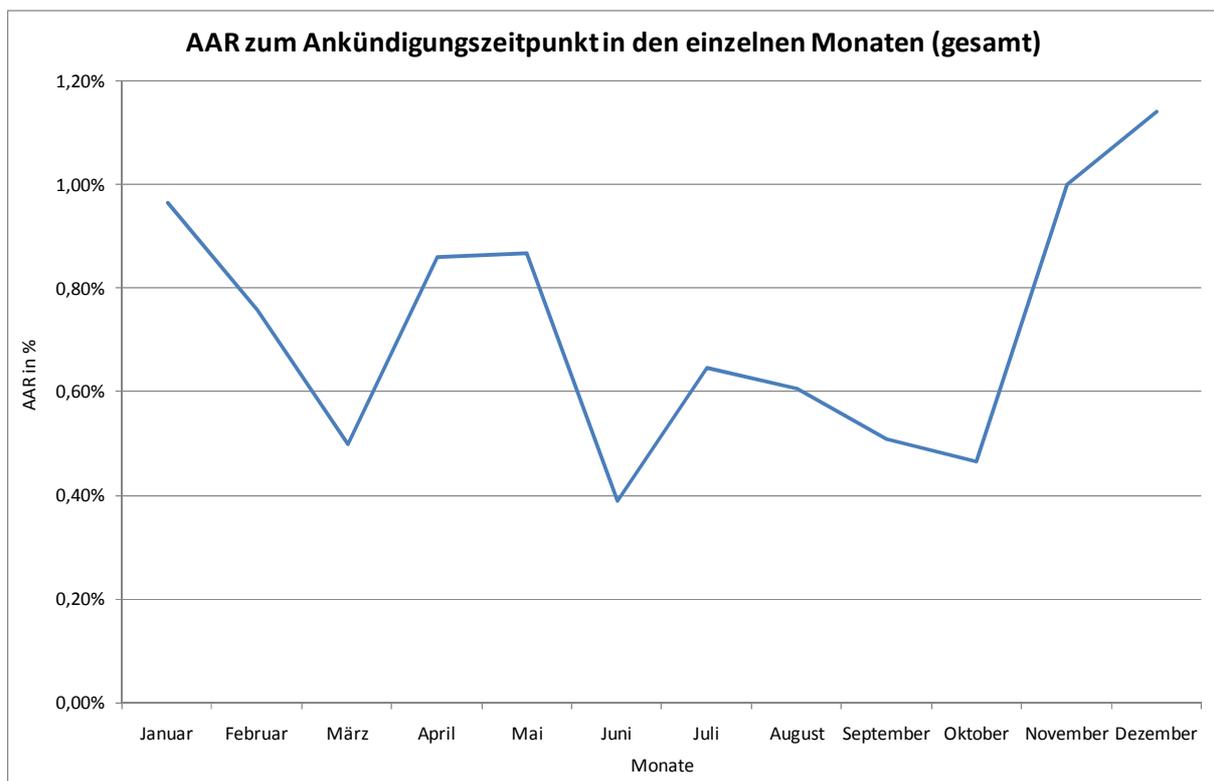


ABBILDUNG 57: AAR zum Ankündigungszeitpunkt⁶⁷⁹

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁶⁷⁷ Vgl. KAPITEL 5.3.1.

⁶⁷⁸ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und Ergebnisse des t-Tests im ANHANG S. 258 f. und S. 260 ff.

⁶⁷⁹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Monate im ANHANG S. 253 f. und S. 255 ff.

Im Jahresverlauf verdeutlichen sich dadurch die Ergebnisse auf Monatsebene (vgl. ABBILDUNG 58). Die AAR zum Ereignistag [0] nimmt im Dezember auf 1,2747 % zu und liegt damit deutlich über dem Ergebnis der Gesamtanalyse mit 0,7199 %. Weiterhin belegen die Monate November (1,1178 %) und Januar (0,9973 %) die Plätze zwei und drei, was insgesamt einen *Turn-of-the-Year-Effekt*⁶⁸⁰ vermuten lässt. Das Jahresminimum zum Ankündigungstag verbleibt mit einer AAR von 0,4555 % im Monat Juni, gefolgt von 0,5308 % im März und einer abnormalen Rendite im September von 0,5636 %.

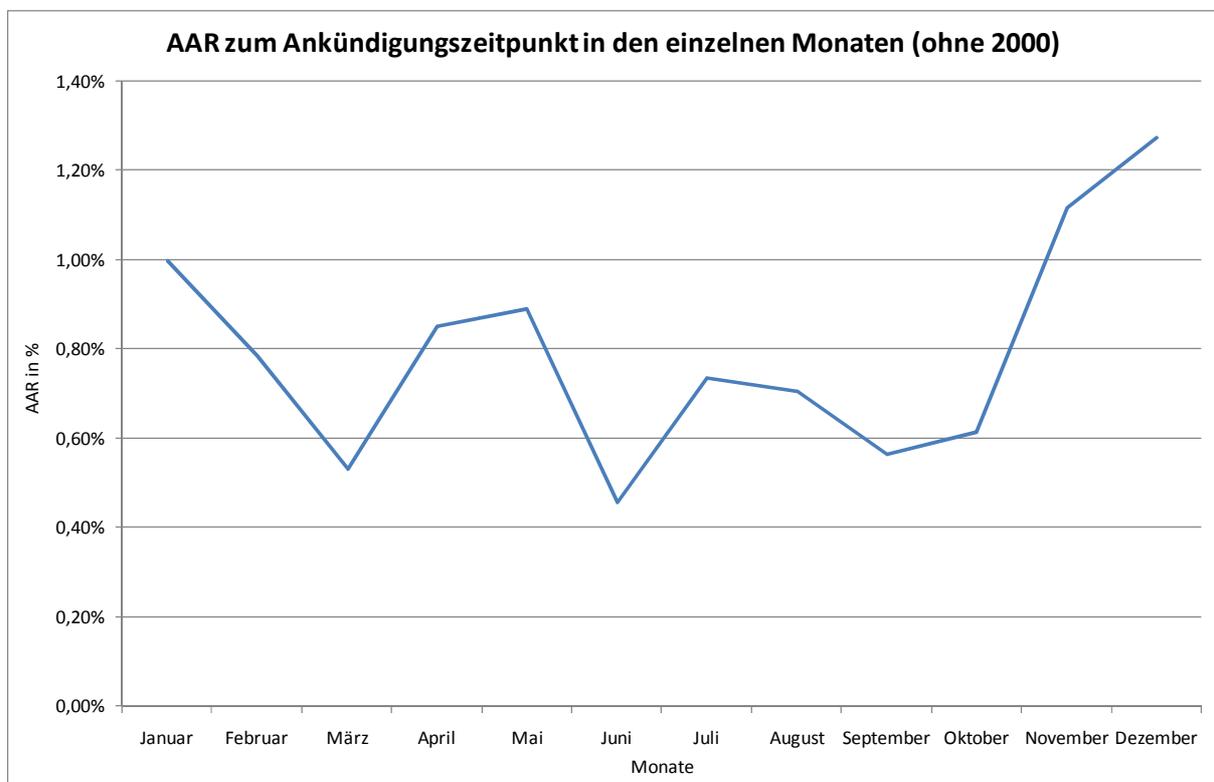


ABBILDUNG 58: AAR zum Ankündigungszeitpunkt (ohne 2000)⁶⁸¹

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Insgesamt üben die M&A-Ankündigungen aber einen negativen Einfluss auf die Wertpapiere der Käuferunternehmen aus. Im Ereignisfenster [-20;+20] fallen die

⁶⁸⁰ *Turn-of-the-Year-Effekt* ist eine der in KAPITEL 3.1.1.1. angesprochenen Kapitalmarktanomalien. Zahlreiche Studien belegen überdurchschnittlich hohe Renditen im Zeitraum von Ende Dezember bis Ende Januar, bekannt auch als *Januar-Effekt*. Vgl. hierzu ausführlich GULTEKIN, M. N. / GULTEKIN, B. N. (1983); HAUGEN, R. A. / JORION, P. (1996); FRANTZMANN, H.-J. (1989).

⁶⁸¹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Monate (ohne 2000) im ANHANG S. 263 f. und S.265 ff.

kumulierten abnormalen Renditen in keinem Monat positiv aus. Im Jahresverlauf wird maximal im Fenster [-2;+2] eine positive CAAR realisiert; entsprechenden dem Ergebnis der Gesamtstichprobe. Ausnahmen bilden die Monate Januar, April, Mai und Dezember, hier werden im Zeitraum [-5;+5] noch positive CAAR realisiert.

Der Vergleich von Transaktionsanzahl⁶⁸², Transaktionsvolumen⁶⁸³ und der jeweiligen AAR zum Ankündigungstag⁶⁸⁴ im Jahresverlauf lässt gewisse Ähnlichkeiten der Verläufe erkennen. Nach einem starken Jahresbeginn kommt es zunächst zu einem starken Rückgang, bevor im Jahresverlauf zwei Hochs folgen. Zum Jahresende ist ein erneuter Anstieg zu beobachten. Die Verteilungen verlaufen aber nicht parallel zueinander, so dass sich keine systematischen Zusammenhänge feststellen lassen, wie auch aus TABELLE 25 ersichtlich wird.

Veränderung zum Vormonat			
Monat	Anzahl	durchschnittl. Volumen	AAR zum Tag [0]
Januar	59	153,77	-0,2774%
Februar	-99	-256,49	-0,2116%
März	148	80,61	-0,2550%
April	24	57,85	0,3211%
Mai	85	-37,13	0,0368%
Juni	57	45,41	-0,4332%
Juli	0	-11,24	0,2804%
August	-278	-141,32	-0,0313%
September	40	46,13	-0,1409%
Oktober	162	118,97	0,0497%
November	-251	-104,47	0,5045%
Dezember	53	47,91	0,1569%

TABELLE 25: Veränderung zum Vormonat

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Beispielsweise sinken in den Monaten Februar und August die AAR bei sinkender Transaktionszahl und sinkendem Volumen. Dagegen verringern sich in den Monaten Juni und September die AAR trotz steigender Transaktionsanzahl und steigendem Volumen. Ebenso lässt sich auch bei steigenden AAR kein Zusammenhang fest-

⁶⁸² Vgl. ABBILDUNG 16.

⁶⁸³ Vgl. ABBILDUNG 37.

⁶⁸⁴ Vgl. ABBILDUNG 58.

stellen. Aus dem Verhältnis der jeweils zum Ankündigungstag generierten abnormalen Renditen zu der M&A-Anzahl pro Monat und / oder dem durchschnittlichen Transaktionsvolumen je Monat lassen sich keine Gesetzmäßigkeiten ableiten.

Dennoch kann konstatiert werden, dass unter Renditegesichtspunkten M&A-Transaktionen in der zweiten Jahreshälfte angekündigt werden sollten, die ereignisinduzierte Rendite liegt zum Tag [0] bei 0,8278 % und fällt damit höher aus als in der ersten Jahreshälfte (0,7480 %) ⁶⁸⁵, in der vergleichsweise mehr Transaktionen stattfinden. Des Weiteren kann spezifiziert werden, dass die Transaktionsankündigung im vierten Quartal erfolgen sollte. Hier liegt der Wertgewinn zum Ankündigungstag bei durchschnittlich 0,9895 % ⁶⁸⁶, vornehmlich in den renditestarken Monate November und Dezember. Dagegen wird im dritten Quartal das niedrigste Ergebnis des Jahres erwirtschaftet.

5.4.2.3. Geografischer Fokus

Es erfolgt bzgl. der jeweils erzielten abnormalen Renditen eine Betrachtung differenziert nach Kontinenten und Ländern.

5.4.2.3.1. Kontinente

Der Heimatkontinent der Erwerberunternehmen nimmt Einfluss auf die Rendite der Transaktion. Auf allen Kontinenten sind, ausgenommen Afrika, über nahezu alle Ereignisfenstern hoch signifikante Ergebnisse feststellbar. Die grafische Illustration der AAR über den Ereigniszeitraum ⁶⁸⁷ zeigt auf allen Kontinenten den typischen Verlauf einer frühzeitigen Antizipation einer Transaktionsankündigung am Kapitalmarkt. Auffällig ist, dass Australien mit einer vergleichsweise geringen Transaktionsanzahl mit 1,2751 % die höchste Rendite zum Ereignistag [0] erwirtschaftet und damit auch deutlich über dem Niveau der Gesamtstichprobe (0,7199 %) liegt.

⁶⁸⁵ Vgl. die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der beiden Jahreshälften (ohne 2000) im ANHANG S. 268.

⁶⁸⁶ Vgl. die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der jeweiligen Quartale (ohne 2000) im ANHANG S. 269.

⁶⁸⁷ Vgl. die Abbildungen der AAR der einzelnen Kontinente (Erwerber) im ANHANG S.270.

Amerika, mit den meisten Transaktionen, generiert eine AAR von 0,7781 % und Europa von 0,6017 %. In Asien ist die AAR mit 0,2381 % zum Ankündigungstag zwar vergleichsweise gering, verläuft aber bis zum Ereignistag [+5] im positiven Bereich (vgl. ABBILDUNG 59).

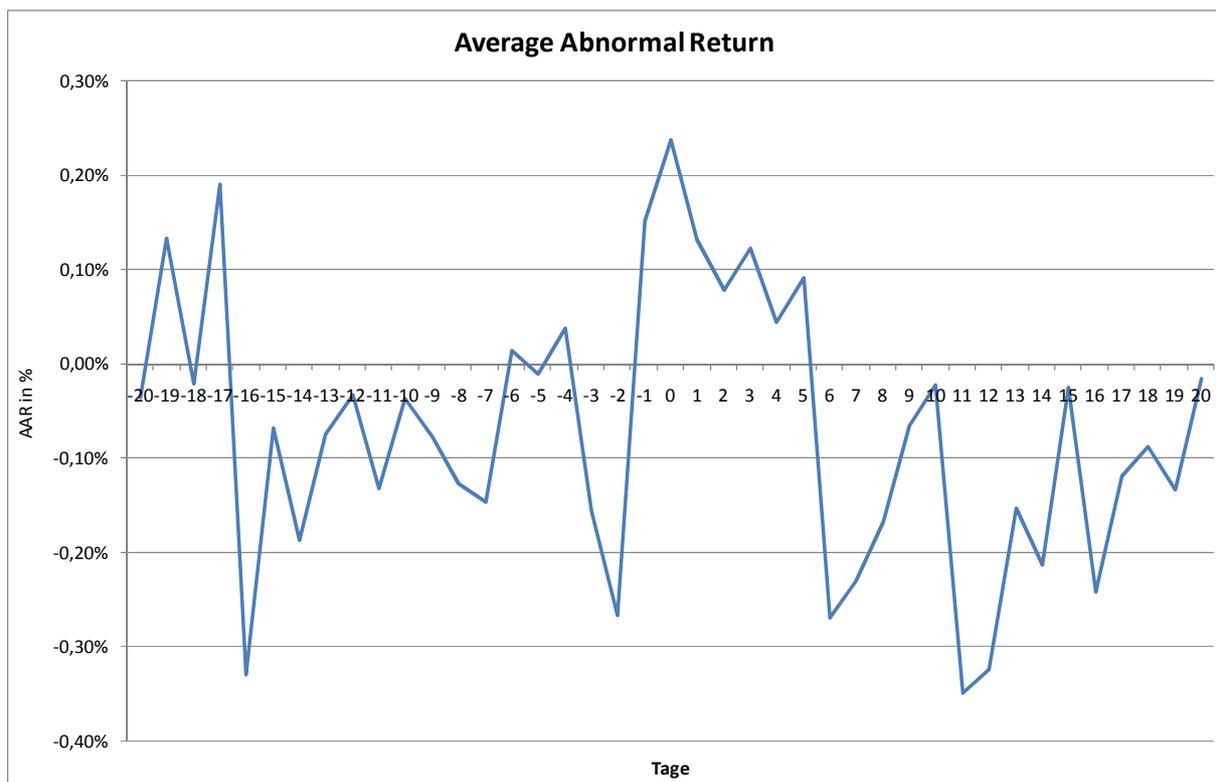


ABBILDUNG 59: AAR in Asien

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Betrachtung der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen zeigt, dass der Gesamteinfluss der Ankündigung über den Ereigniszeitraum hinweg auch auf den einzelnen Kontinenten weiterhin negativ ist.⁶⁸⁸ Dennoch sind Unterschiede zu erkennen. Die größten Verluste erzielt Amerika mit -10,0239 % im Ereignisfenster [-20;+20]. In die Verlustzone gerät der Kontinent schon vergleichsweise früh, im Fenster [-5;+5] liegt die CAAR bei -1,1156 %. Zudem überwiegt mit 52,02 % der Anteil der Transaktionen mit negativer AAR zum Ankündigungszeitpunkt. Hingegen werden in Europa mit -1,7851 % die geringsten Verluste über denselben Betrachtungszeitraum realisiert. Der Anteil an M&A mit positiver AAR zum Ankündigungs-

⁶⁸⁸ Vgl. die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Kontinente (Erwerber) im ANHANG S. 270 f.

zeitpunkt liegt bei 53,05 %. Des Weiteren übersteigt in Europa, aber auch in Asien, die Rendite der wertschaffenden Transaktionen noch im Betrachtungszeitraum [-5;+5] die der wertvernichtenden Transaktionen; in Australien sogar noch mit einer CAAR von 0,0718 % im Ereignisfenster [-10;+10] (vgl. ABBILDUNG 60).

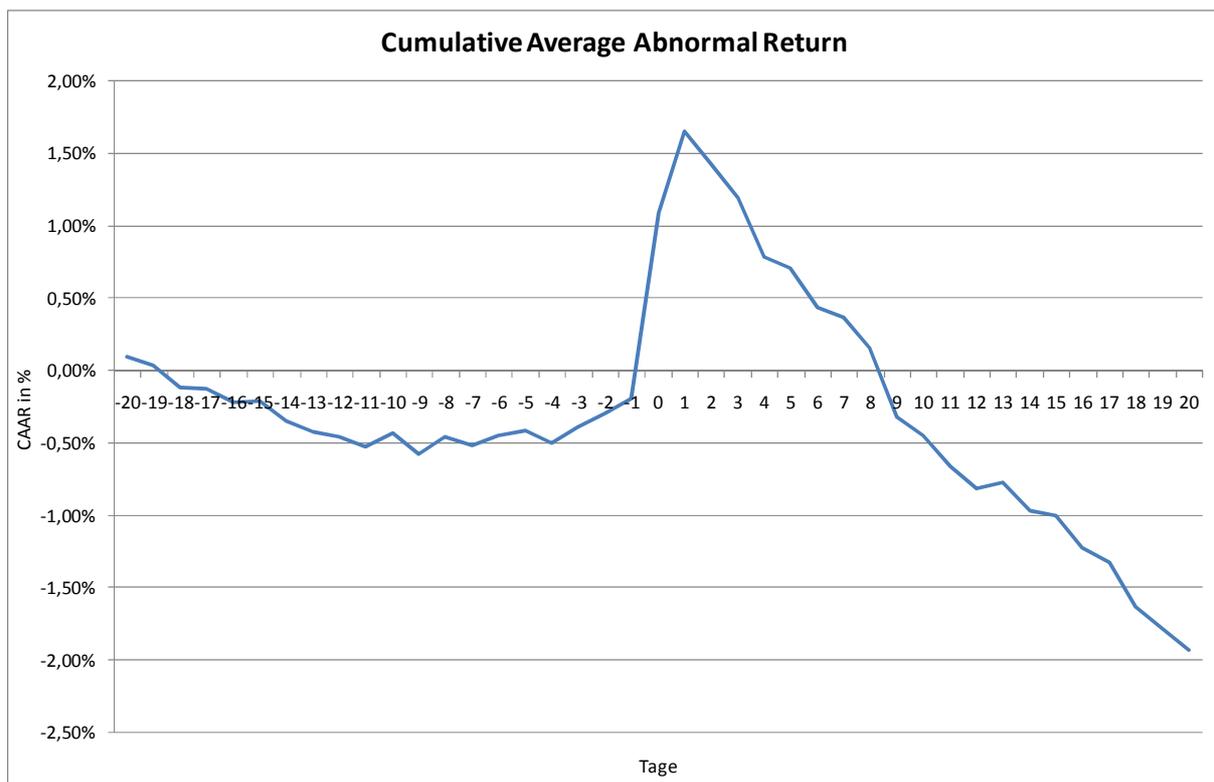


ABBILDUNG 60: CAAR in Australien

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Bezogen auf das Transaktionsvolumen je Kontinent und die Anzahl der Transaktionen zeigt sich in ABBILDUNG 61, dass Amerika, mit dem höchsten durchschnittlichen Volumen, im Ereignisfenster [-20;+20] mit -10,0239 % die schlechteste CAAR erwirtschaftet. Die AAR zum Ereignistag [0] ist dagegen über alle Kontinente relativ konstant. Systematische Zusammenhänge zwischen Transaktionsvolumen und abnormaler Rendite lassen sich aber weder zum Ankündigungstag noch über den gesamten Betrachtungszeitraum ableiten. Es kann bereits festgehalten werden, dass die Zugehörigkeit der Erwerberunternehmen zu einem Kontinent Auswirkungen auf die Renditeentwicklung im Zuge einer Transaktionsankündigung hat. Dagegen beeinflusst das jeweilige Transaktionsvolumen den Erfolg nicht.

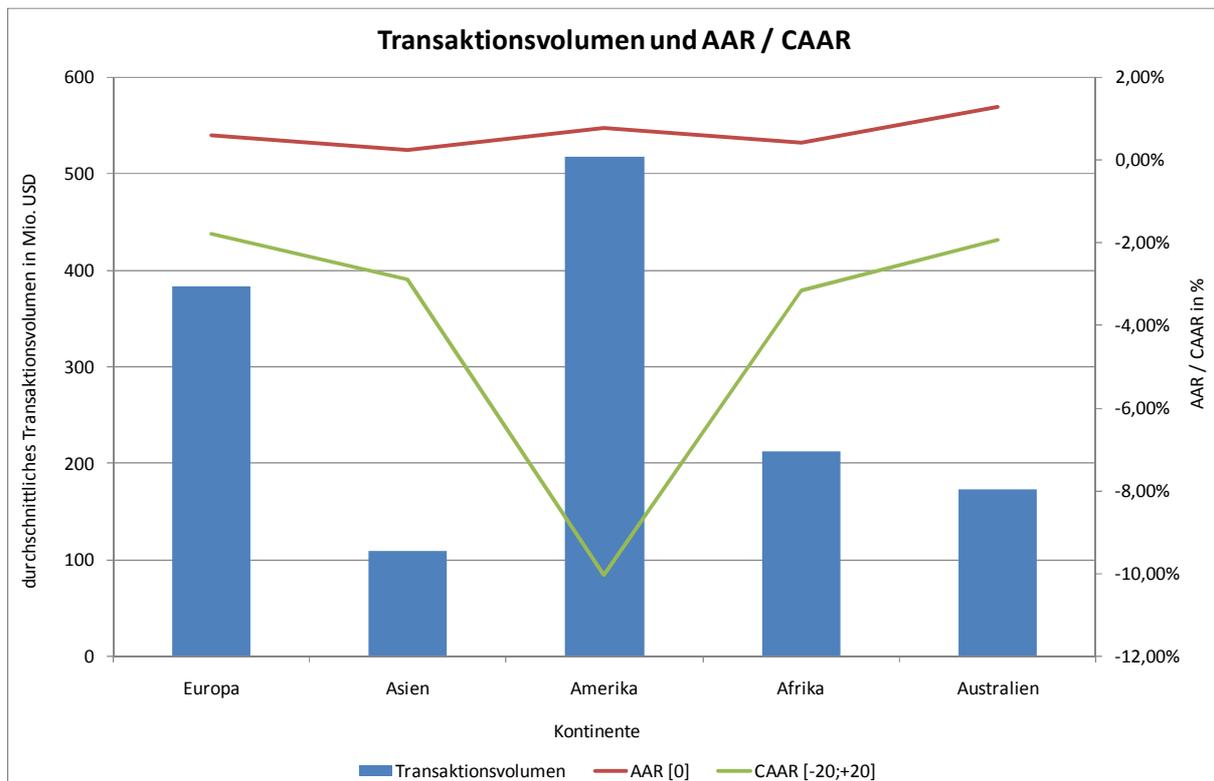


ABBILDUNG 61: Transaktionsvolumen und AAR / CAAR

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Auch die Zugehörigkeit der Targets zu einem Kontinent hat Einfluss auf die Renditeentwicklung der Wertpapiere der Käuferunternehmen. Zum Ankündigungszeitpunkt werden auf allen Kontinenten positive Überrenditen⁶⁸⁹ generiert, die aber durch die Verluste des gesamten Betrachtungszeitraums⁶⁹⁰ überkompensiert werden. In diesem Zusammenhang ist Australien interessant. Hier wird zum Ereignistag [0] eine AAR von 1,1981 % generiert und die CAAR im Fenster [-20;+20] liegt bei -1,0985 %. Es kann beinahe über den gesamten Ereigniszeitraum hinweg, an der positiven Wirkung der Transaktionsankündigung partizipiert werden (vgl. ABBILDUNG 62).

⁶⁸⁹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Kontinente (Ziel) im ANHANG S. 273 und S. 274 f.

⁶⁹⁰ Einschließlich Ereignisfenster [-5;+5] konnte für alle Kontinente signifikant von Null verschiedene Werte nachgewiesen werden.

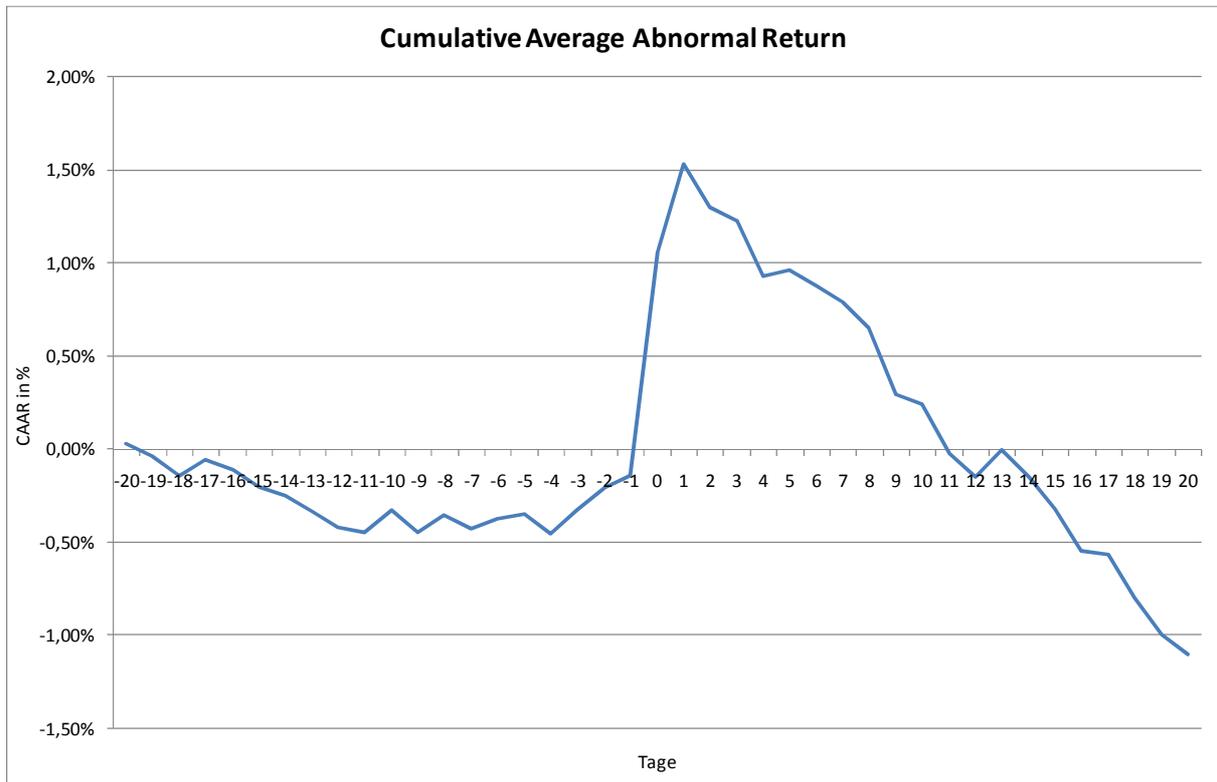


ABBILDUNG 62: CAAR in Australien (Ziel)

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

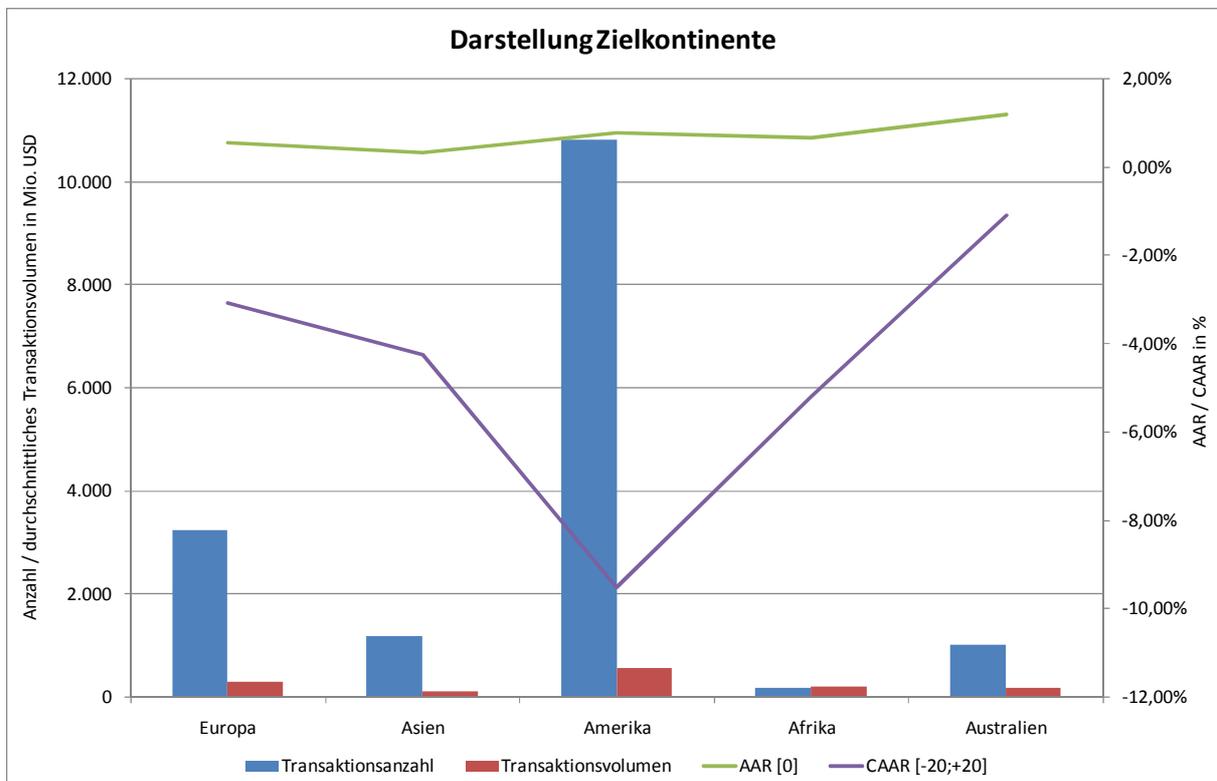


ABBILDUNG 63: Darstellung Zielkontinente

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Des Weiteren sind die Ergebnisse denen der Käuferunternehmen sehr ähnlich, wie auch durch den Vergleich der **ABBILDUNG 63** mit **ABBILDUNG 61** deutlich wird. Dieses wird zum Anlass genommen, eine weitere Untersuchung dahingehend durchzuführen, ob Renditeunterschiede zwischen Continental M&A und Crosscontinental M&A festgestellt werden können.

5.4.2.3.2. Continental M&A vs. Crosscontinental M&A

Bei der Betrachtung von Continental M&A fällt auf, dass auf jedem Kontinent⁶⁹¹ die AAR zum Ereignistag [0] hochsignifikant⁶⁹² höher ist als bei der undifferenzierten Betrachtung⁶⁹³. Demnach üben Continental M&A einen positiven Einfluss auf die Entwicklung der Wertpapierrendite der Erwerber zum Ankündigungstag aus.

Continental M&A vs. Crosscontinental M&A		
Kontinent	Continental M&A (Wertveränderung zur undifferenzierten Betrachtung)	Crosscontinental M&A (Wertveränderung zur undifferenzierten Betrachtung)
Europa	+ 24,66 %	- 38,74 %
Asien	+ 34,02 %	- 47,17 %
Amerika	+ 8,62 %	- 60,36 %
Afrika	+ 8,47 %	- 19,93 %
Australien	+ 13,86 %	- 50,86 %

TABELLE 26: Wertveränderung zum Ankündigungstag

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Den höchsten Wertzuwachs erfährt mit 34,02 % Asien. Die geringste Steigerung ist in Afrika zu beobachten, wie auch **TABELLE 26** zu entnehmen ist. Eine wertvernichtende Wirkung von Crosscontinental M&A wäre daraus die logische Schlussfolgerung. Die Untersuchungen⁶⁹⁴ bestätigen gegenüber der undifferenzierten Betrachtung auf

⁶⁹¹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der Continental M&A im ANHANG S. 276 und S. 277 f.

⁶⁹² Ausgenommen Afrika, hier konnten keine signifikanten Ergebnisse ermittelt werden.

⁶⁹³ Vgl. KAPITEL 5.4.2.3.1.

⁶⁹⁴ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der Crosscontinental M&A im ANHANG S. 279 und S. 280 f.

jedem Kontinent eine signifikant⁶⁹⁵ niedrigere AAR. Dabei sind die Wertverluste jeweils größer als die Wertgewinne bei Continental M&A. Besonders extrem fällt dieser Unterschied für Amerika aus.

Dass diese Aussage nicht auf Crosscontinental M&A grundsätzlich zutrifft, wird aus TABELLE 27 ersichtlich. Darin sind die prozentualen Veränderungen der AAR⁶⁹⁶ zum Ankündigungstag gegenüber der undifferenzierten Betrachtung⁶⁹⁷ dargestellt. Es ergeben sich positive und negative Abweichungen, je nach Kombination von Erwerber- und Zielkontinent. Transaktionen mit Zielen in Europa sind in keinem Fall wertschaffend und Transaktionen mit Zielunternehmen in Afrika in den meisten Fällen sehr erfolgsversprechend.

Wertveränderung der Crosscontinental M&A zur undifferenzierten Betrachtung					
Erwerber \ Ziel	Europa	Asien	Amerika	Afrika	Australien
Europa	-	+ 106,70 %	- 49,13 %	- 9,81 %	- 16,10 %
Asien	- 124,28 %	-	-69,42 %	+ 581,98 %	- 479,84 %
Amerika	- 80,32 %	- 93,05 %	-	+ 53,19 %	- 40,17 %
Afrika	- 447,16 %	- 283,92 %	+ 439,26 %	-	+ 23,67 %
Australien	- 120,08 %	- 89,23 %	- 37,40 %	+ 89,47 %	-

TABELLE 27: Wertveränderung der Crosscontinental M&A

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Abschließend lässt sich zusammenfassen, dass Continental M&A in jedem Fall eine positive Wirkung auf die Renditeentwicklung der Erwerberunternehmen haben. Bei Crosscontinental M&A variiert die AAR je nach Kombination der Zugehörigkeit von Erwerber- und Zielunternehmen zum Teil erheblich. Für eine Aussage zur Einflussnahme auf den Erfolg muss der jeweilige Einzelfall berücksichtigt werden. Mit einer hoch signifikanten AAR von 1,6238 % zum Ankündigungstag sind Transaktionen deren Erwerber in Asien und Targets in Afrika ansässig sind am erfolgsversprechend-

⁶⁹⁵ Ausgenommen Asien und Afrika, hier konnten keine signifikanten Ergebnisse ermittelt werden.

⁶⁹⁶ Vgl. die CAAR und die Ergebnisse der t-Tests der Crosscontinental M&A (spezifiziert nach Zielkontinent) im ANHANG S. 282 ff.

⁶⁹⁷ Vgl. KAPITEL 5.4.2.3.1.

sten. Dies entspricht gegenüber der Gesamtstichprobe einer Steigerung um 225,56 %. Für Europa, welches vergleichsweise viele Crosscontinental M&A durchführt, die überwiegend mit Unternehmen in Amerika stattfinden, ergibt sich gegenüber der undifferenzierten Betrachtung ein Wertverlust von -49,13 %.

5.4.2.3.3. Länder

Der Renditeperformance nach zu urteilen, beeinflusst die jeweilige Länderzugehörigkeit der Käuferunternehmen den Erfolg von M&A-Transaktionen. Die jeweiligen ereignisinduzierten Renditen zu den 20 größten Erwerberländern⁶⁹⁸ zeigen zwischen den einzelnen Ländern bzgl. der Höhe zum Teil erhebliche Unterschiede auf.⁶⁹⁹ Die geringsten signifikanten Wertveränderungen am Ereignistag [0] erfahren mit einer AAR von 0,3537 % diejenigen Aktionäre, deren Käuferunternehmen in Frankreich ansässig sind. Die höchsten signifikanten Wertgewinne in Folge von M&A-Ankündigungen zeigen sich mit einer AAR von 1,2897 % zum Tag [0] in Australien, gefolgt von Norwegen mit einer AAR von 1,2122 %. Das entspricht einem Run-up zwischen Frankreich und Australien von 264,63 %.

Obwohl es sich um keine signifikanten Werte handelt, ist die Performance der AAR in Irland interessant (vgl. ABBILDUNG 64). Im Fenster [-20;-2] verläuft die Rendite schwankend um den Nullpunkt. Zum Ankündigungstag [0] ist ein Absturz auf -0,3485 % zu beobachten. Am Ereignistag [+1] nimmt die AAR einen Wert von 0,4806 % an, was einer 2,4 fachen Renditesteigerung entspricht, bevor sie bis zum Ereignistag [+3] wieder auf -0,0645% fällt. An sich handelt es sich um einen typischen Renditeverlauf in Folge einer Transaktionsankündigung, nur mit dem Unterschied, dass die Reaktion in diesem Fall um einen Tag zeitversetzt erfolgt, nachdem zum Ereignistag selbst der Markt zunächst negativ reagiert.

⁶⁹⁸ Vgl. ABBILDUNG 20.

⁶⁹⁹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Länder (Erwerber) im ANHANG S. 287 ff. und S. 290 ff.

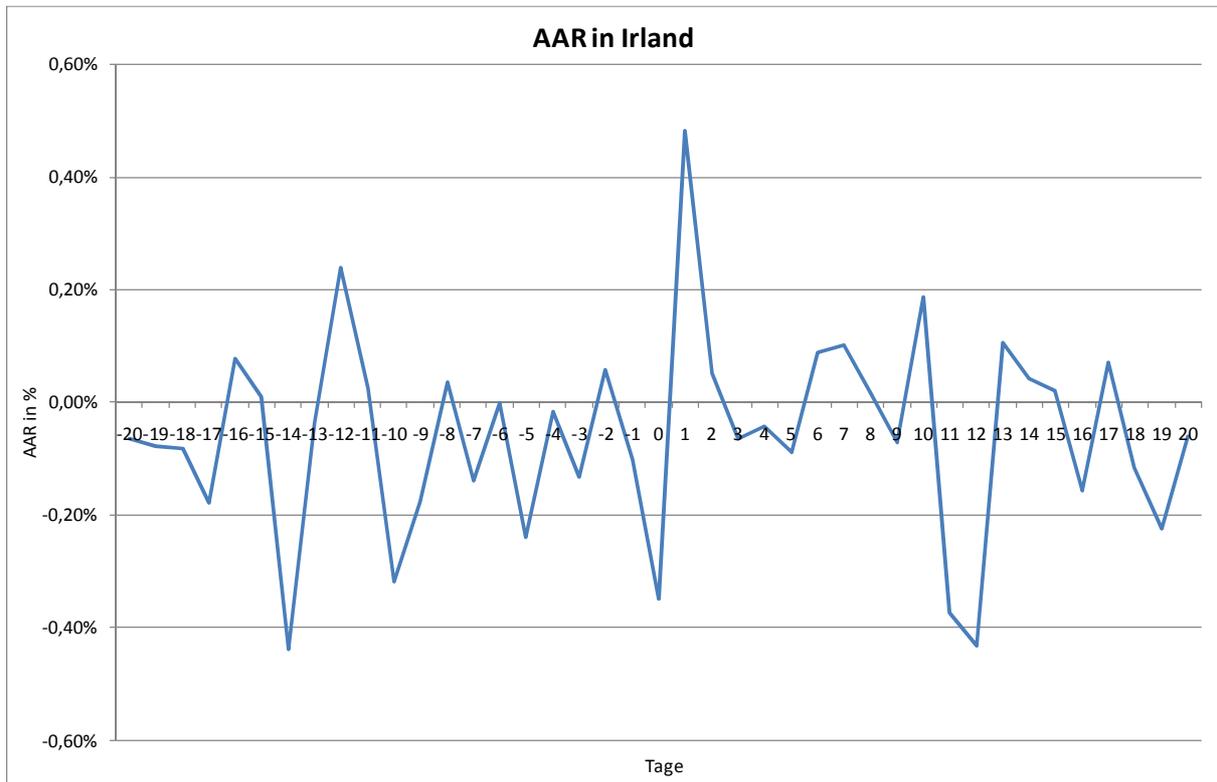


ABBILDUNG 64: AAR in Irland

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

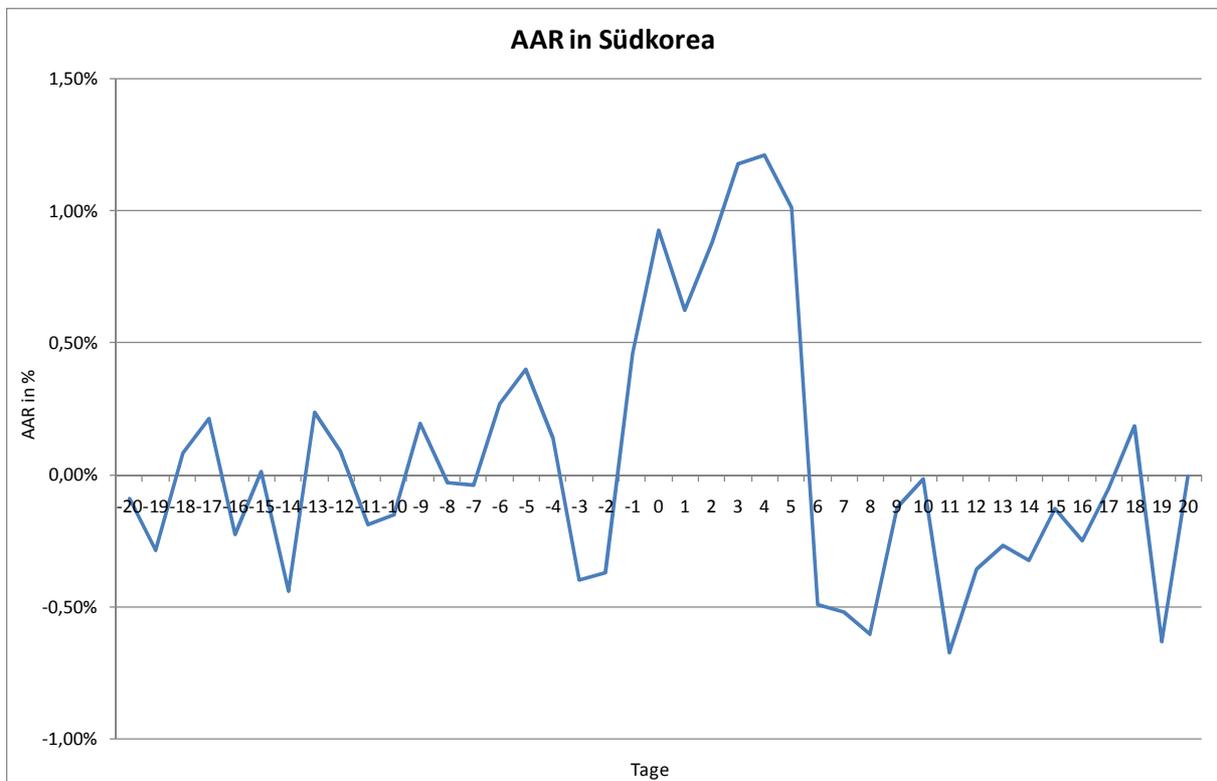


ABBILDUNG 65: AAR in Südkorea

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Bei der Betrachtung der Erwerberländer über den gesamten Ereigniszeitraum sticht Südkorea hervor (vgl. ABBILDUNG 65). Südkorea ist das einzige der hier betrachteten Länder, in dem die Wertpapiere, über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg, eine positive CAAR aufweisen. Die CAAR [-20;+20] liegt bei hoch signifikanten 1,5462 % und dies trotz eines Anteils an negativen Werten von 53,31 %. Im Fenster [-5;+5] liegt der Wert sogar bei 6,0877 %. Dagegen können Unternehmen, die in den USA ansässig sind über den Gesamtbetrachtungszeitraum nur eine CAAR von -10,1712 % generieren und erwirtschaften damit die schlechteste Performance der untersuchten Länder.

Bei den 20 größten Ländern der Transaktionsziele (vgl. ABBILDUNG 21) verhält es sich bzgl. der Ergebnisse ähnlich zu denen der Erwerberländer. Die Schwankungsbreite zwischen der höchsten signifikanten AAR zum Ankündigungstag in Südkorea (1,2725 %) und der niedrigsten signifikanten AAR in Spanien (0,3955 %) liegt bei 221,74 %⁷⁰⁰. Dies entspricht den Ergebnissen anderer Studien, die ebenfalls zu verschiedenen Ländern unterschiedliche Renditen ermittelten.⁷⁰¹

Aufgrund der vorangegangenen Ausführungen, und bekräftigt durch vorangegangene Studien, kann von einer Einflussnahme der Länderzugehörigkeit auf den Erfolg von M&A-Transaktionen Nach den bisherigen Erkenntnissen müssten die Transaktionen, deren Erwerberunternehmen in Südkorea ansässig sind und als Target Unternehmen wählen, die auch in diesem Land beheimatet sind, am erfolgreichsten sein. Dieses wird im folgenden Kapitel näher betrachtet. Zusammenfassend kann für die Länder, zu denen signifikante Ergebnisse vorliegen, konstatiert werden, dass die Länderzugehörigkeit der Unternehmen sowohl von Erwerber- als auch von Zielseite den Kurs der Wertpapiere der Käufer zur Ankündigung beeinflusst.

⁷⁰⁰ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Länder (Ziel) im ANHANG S. 295 ff. und S. 298 ff.

⁷⁰¹ Vgl. FN. 299.

5.4.2.3.4. National M&A vs. Crossborder M&A

Die Gegenüberstellung der abnormalen Renditen der einzelnen Länder aus Erwerbersicht zum Ankündigungstag von National M&A⁷⁰² und Crossborder M&A⁷⁰³ zu der undifferenzierten Betrachtung der Transaktionen zeigt, fällt auf, dass in den meisten Ländern National M&A eine höhere Rendite gegenüber der undifferenzierten Betrachtung generieren (vgl. TABELLE 28). Der jeweilige Wertzuwachs variiert.

AAR zum Ankündigungstag			
Erwerber	Undifferenziert	National	Crossborder
US	0,7933% ***	0,8710% ***	0,3995% **
GB	0,8531% ***	1,1257% ***	0,4836% ***
CA	0,6588% ***	0,5134% *	0,9401% ***
AU	1,2897% ***	1,4492% ***	0,8264% ***
FR	0,3537% ***	0,7715% ***	0,1773% **
MA	-0,1123%	-0,1374%	0,0086%
SW	0,6884% ***	0,7459% *	0,6576% ***
NE	0,5592% ***	0,6888% ***	0,5170% **
SK	0,9280% ***	0,9907% ***	0,2739%
SZ	0,3896% ***	0,7151% ***	0,3210% **
SI	-0,2999%	-0,0220%	-0,5380%
IR	-0,3485%	0,5272%	-0,4654% *
IN	-0,1345%	-0,5364%	0,4551%
SA	0,3755%	0,4233%	0,2719%
SP	0,2749% *	0,8758% ***	-0,2096%
IT	0,0494%	0,2636%	-0,1668%
NO	1,2122% ***	1,3233%	1,1538% **
DE	0,1202%	0,1647%	0,1015%
TA	0,0784%	-0,0577%	0,5917%
RU	0,1304%	0,4578%	-1,1687%

TABELLE 28: Gegenüberstellung Abnormale Rendite zum Ankündigungstag

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Der höchste signifikante Anstieg ist mit einer Steigerung um 218,59 % in Spanien zu beobachten, gefolgt von Frankreich mit einer Zuwachsrate von 118,12 %. Die signifikant geringste Wertsteigerung gegenüber der undifferenzierten Betrachtung erleben

⁷⁰² Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der National M&A im ANHANG S. 303 ff. und S. 306 ff.

⁷⁰³ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der Crossborder M&A im ANHANG S. 311 ff. und S. 314 ff.

National M&A in Schweden mit einem Anstieg um 8,35 %. In Kanada, Malaysia, Indien und Taiwan liegt die AAR zum Ankündigungszeitpunkt bei National M&A sogar unter dem Wert der undifferenzierten Betrachtung. In diesen Staaten sind Crossborder M&A gegenüber der undifferenzierten Betrachtung erfolgreicher. In Kanada liegt mit einem Anstieg um 42,70 % der höchste signifikante Wertzuwachs bei Crossborder M&A vor. Den größten signifikanten Wertverlust bei Crossborder M&A ist in Australien zu beobachten, der Unterschied zur undifferenzierten Betrachtung liegt bei 56,06 %. Somit kann festgehalten werden, dass die Steigerung der National M&A gegenüber der undifferenzierten Betrachtung prozentuell höher ist, als der Wertverlust bei Crossborder M&A. Dies entspricht auch den Ergebnissen der Literatur⁷⁰⁴; Käuferunternehmen generieren höhere Renditen bei National M&A als bei Crossborder M&A, wobei die Ergebnisse in den seltensten Fällen signifikant waren.

Bezüglich der geografischen Dimension der M&A-Transaktionen kann zusammengefasst werden, dass die höchsten Renditen zum Ankündigungstag generell auf dem Erwerberkontinent Australien erwirtschaftet werden, was bei differenzierterer Betrachtung auch für das Erwerberland Australien zutrifft und durch Continental M&A bzw. National M&A weiter gesteigert werden kann. Die Performance der realisierten AAR in Amerika als Erwerberkontinent, wie auch in den USA als Erwerberland führt bezogen auf den Gesamtbetrachtungszeitraum zu den größten Wertverlusten aller betrachteten Kontinente bzw. Länder. Dagegen weist Südkorea als einziges Land über den Gesamtbetrachtungszeitraum einen Wertzuwachs auf. Zudem kann auch auf dem Kontinent Asien gegenüber der undifferenzierten Betrachtung der größte Wertzuwachs bei Continental M&A beobachtet werden; insbesondere, wenn das Zielunternehmen in Afrika ansässig ist. Als Ergebnis kann demnach festgehalten werden, dass die geografische Zugehörigkeit von Erwerber- und Zielunternehmen Einfluss auf die Rendite des Erwerbers der M&A-Transaktion nimmt.

⁷⁰⁴ Vgl. TABELLE 11.

5.4.2.4. Wirtschaftlicher Fokus

In Anlehnung an KAPITEL 5.3.3. erfolgt zunächst die Betrachtung der abnormalen Rendite in den jeweiligen Sektoren, der sich eine Branchenbetrachtung anschließt.

5.4.2.4.1. Sektoren

In den Abbildungen der AAR zu den einzelnen Erwerbersektoren fällt jeweils ein positiver Ausschlag in der Performance zum Ankündigungstag auf.⁷⁰⁵ Im Sektor *Energy* wird mit 1,3818 % die höchste Rendite erzielt. Die geringste AAR ist mit 0,0788 % im Sektor *Financial* zu beobachten. Ein Zusammenhang zwischen der Anzahl an Transaktionen und der Performance zum Ereignistag [0] ist nicht zu begründen, wie auch aus der nachstehenden ABBILDUNG 66 deutlich wird, in der die Sektoren absteigend nach Transaktionsanzahl⁷⁰⁶ aufgeführt sind.

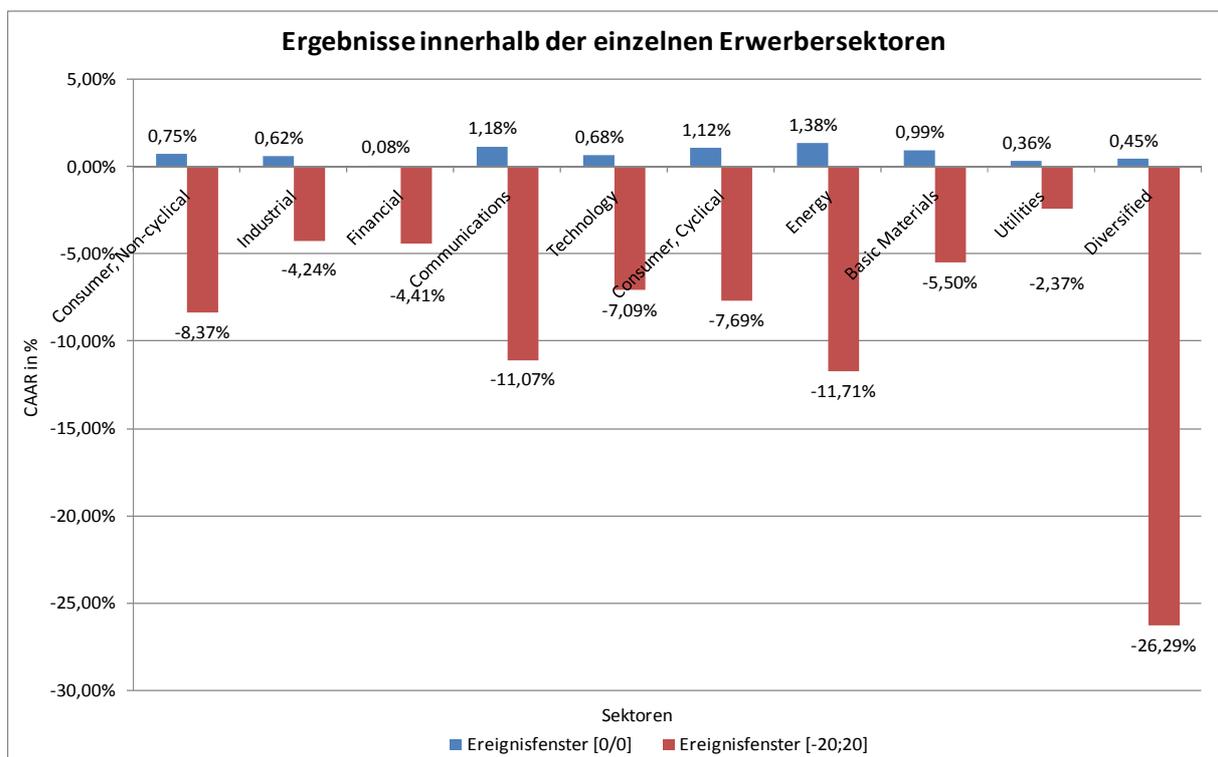


ABBILDUNG 66: Sektor-Ergebnisse der Erwerberseite

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

⁷⁰⁵ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Sektoren (Erwerber) im ANHANG S. 319 f. und S. 321 ff.

⁷⁰⁶ Vgl. ABBILDUNG 27.

Des Weiteren illustriert die Abbildung die jeweiligen Ergebnisse zum Ankündigungstag, denen die Ergebnisse des Betrachtungszeitraums [-20;+20] gegenüber gestellt sind. In jedem Sektor erfolgt eine enorme Überkompensation der Überrendite des Ereignistages [0]. Am größten ist diese, wie gut zu erkennen ist, im Sektor *Diversified*, gefolgt von den Sektoren *Energy* und *Communications*, wobei nur für den letztgenannten eine signifikant von Null verschiedene abnormale Rendite nachgewiesen werden kann. Die Sektorzugehörigkeit der Erwerberunternehmen nimmt demnach Einfluss auf den Transaktionserfolg; die Überrendite des Ankündigungstages ist aber spätestens im Betrachtungsfenster [-2;+2] in allen Sektoren vollständig kompensiert.

Auch aus dem jeweiligen durchschnittlichen Transaktionsvolumen je Sektor⁷⁰⁷ und der entsprechenden Performance lassen sich keine Gesetzmäßigkeiten ableiten. Der Sektor *Utilities* mit dem größten Volumen generiert zum Ankündigungstag eine AAR von 0,3560 % und im volumenschwächsten Sektor *Diversified* liegt die Rendite am Ereignistag [0] mit 0,4473 % nicht viel höher. Des Weiteren erreicht der Sektor *Energy* eine AAR von 1,3818 % zum Ankündigungstag und der Sektor *Financial* eine abnormale Rendite von 0,0788 %, obwohl in beiden Sektoren das Transaktionsvolumen in etwa gleich hoch ist.

Auf der Zielseite zeigt sich ein ähnliches Bild, wie die nachstehende ABBILDUNG 67 belegt. Die Sektoren *Energy* mit einer AAR von 1,3526 % und *Communications* mit einer AAR von 1,1406 % zum Ankündigungstag entsprechen in etwa denen auf der Erwerberseite. Wiederum ist der Sektor *Financial* mit einer abnormalen Rendite von 0,2115 %⁷⁰⁸ das Schlusslicht. Mit einer abnormalen Rendite von 2,0949 % am Ereignistag [0] erreicht der Sektor *Diversified* das beste Ergebnis, was auch für den Gesamtbetrachtungszeitraum Gültigkeit hat, mit einer nicht signifikanten CAAR von - 2,9466 % werden hier die geringsten Verluste realisiert⁷⁰⁹. Aber auch bei den Zielsektoren lässt sich kein Zusammenhang mit der Anzahl der Transaktionen⁷¹⁰

⁷⁰⁷ Vgl. ABBILDUNG 42.

⁷⁰⁸ Der Wert ist nicht signifikant von Null verschieden.

⁷⁰⁹ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Sektoren (Ziel) im ANHANG S. 324 f. und S. 326 ff.

⁷¹⁰ Vgl. ABBILDUNG 29.

und / oder dem durchschnittlichen Transaktionsvolumen⁷¹¹ feststellen. Generell kann festgehalten werden, dass anhängig von Sektorenzugehörigkeit der Erwerber- und Zielunternehmen verschiedene Performannewerte bei den Kursverläufen der Wertpapiere der Käufer generiert werden und entsprechend von einem Zusammenhang zwischen Sektor und Transaktionserfolg ausgegangen werden kann.

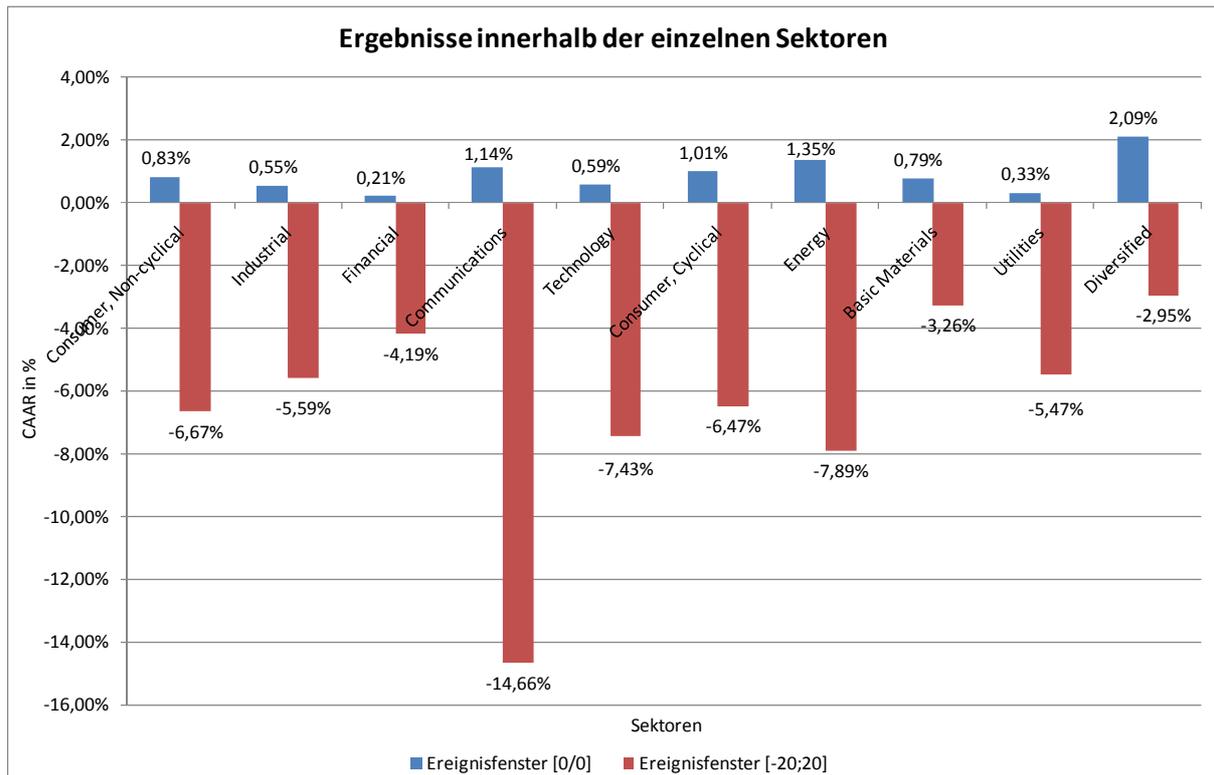


ABBILDUNG 67: Sektor-Ergebnisse der Zielseite

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

5.4.2.4.2. Sektorale M&A vs. Transsektorale M&A

Im Zusammenhang mit der Differenzierung der Sektorenbetrachtung nach der Bindungsrichtung der Transaktionen fällt grundsätzlich auf, dass bezogen auf den Ankündigungstag die Renditen, bis auf sektorinterne Transaktionen im Sektor *Diversified*, in jedem Fall positiv sind. Des Weiteren wird deutlich, dass Transsektorale

⁷¹¹ Vgl. ABBILDUNG 43.

M&A generell erfolgreicher sind als Sektorale M&A. Dabei ist zu berücksichtigen, dass nicht in allen Fällen signifikante Ergebnisse vorliegen⁷¹².

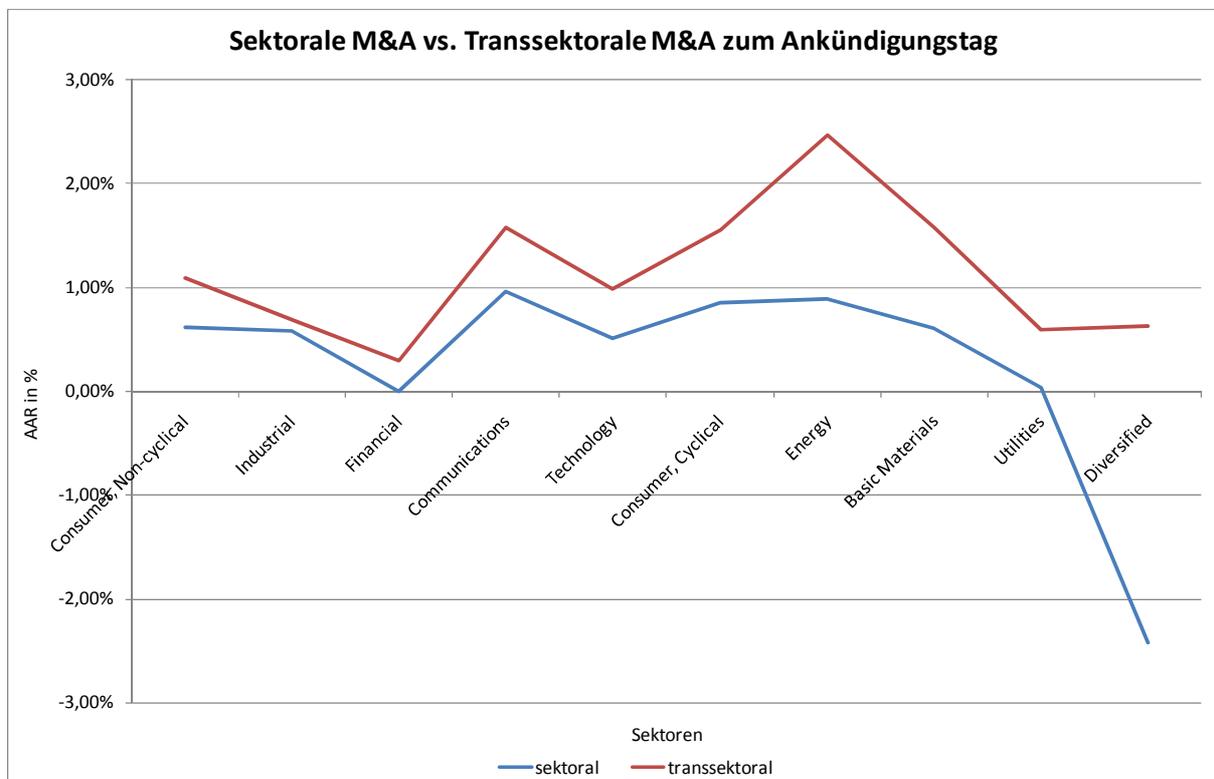


ABBILDUNG 68: Vergleich AAR am Ankündigungstag

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Wie aus ABBILDUNG 68 ersichtlich wird, liegt das Niveau der abnormalen Rendite am Ereignistag [0] bei sektorübergreifenden Transaktionen in jedem Fall über dem der sektorintern stattfindenden Transaktionen, wobei aber ein gleichlaufender Trend erkennbar ist. Durchschnittlich liegt die AAR der Transsektoralen M&A 0,45 Prozentpunkte über den Werten der Sektoralen M&A. Im Sektor *Energy* steigt die Differenz allerdings auf 1,58 und im Sektor *Diversified* sogar auf 3,06 Prozentpunkte. In Anbetracht der Tatsache, dass nur knapp 34 % aller Transaktionen transsektoraler Natur sind⁷¹³, sind diese Ergebnisse überraschend.

Bei der Betrachtung des Ereigniszeitraums [-20;+20] zeigt sich dagegen ein völlig anderes Bild (vgl. ABBILDUNG 69). In keinem Sektor generieren die Transaktionen

⁷¹² Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests zu Sektoralen und Transsektoralen M&A im ANHANG S. 339 f., S. 331 ff., S. 334 f. und S. 336 ff.

⁷¹³ Vgl. KAPITEL 5.3.3.1.

positive Ergebnisse. Dabei liegen die CAAR der Transsektoralen M&A, mit Ausnahme des Sektors *Utilities*, unter dem Niveau der Sektoralen M&A. Signifikante Ergebnisse sind wiederum nur zum Teil gegeben, diese bestätigen aber die Aussage. Beispielsweise liegt im Gesamtbetrachtungszeitraum der Wert der CAAR im Sektor *Financial* bei sektorintern durchgeführten M&A bei -2,8635 % und bei sektorexternen Transaktionen bei -8,8583 %. Ähnliche signifikante Unterschiede sind auch in den Sektoren *Technology* und *Diversified* zu beobachten.

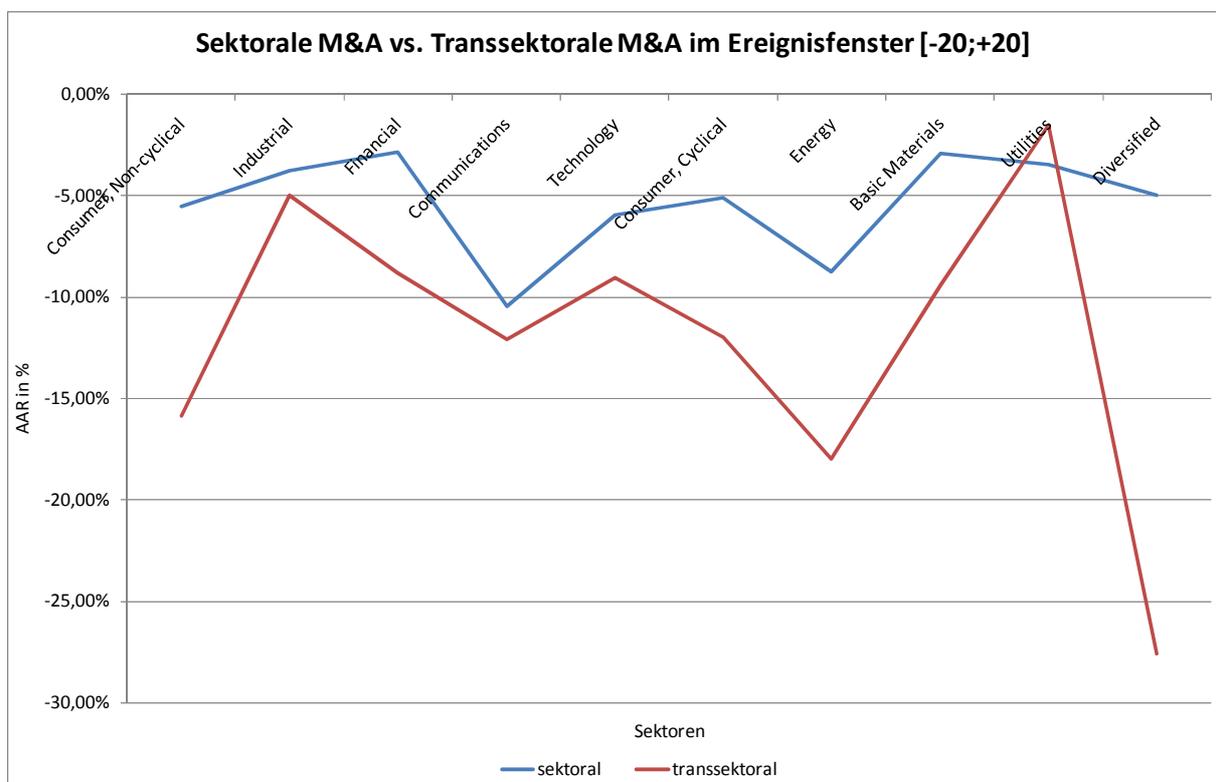


ABBILDUNG 69: Vergleich CAAR im Ereignisfenster [-20;+20]

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Zusammengefasst kann werden, dass zum Ankündigungstag sektorübergreifende Transaktionen erfolgreicher sind, als Transaktionen mit Zielunternehmen im eigenen Sektor und demnach den Erfolg von M&A-Transaktionen positiv beeinflussen. Dabei ist die jeweilige Gewinnspanne gegenüber sektoralen Unternehmenstransaktionen, bis auf die Sektoren *Energy* und *Diversified*, nur marginal. Auf den Gesamtbetrachtungszeitraum [-20;+20] bezogen, generieren dagegen sektoral durchgeführte M&A höhere Renditen.

Um die bisherigen Ergebnisse weiter zu verifizieren, werden im Folgenden die einzelnen Branchen betrachtet und ihre Erfolgswirkung auf Unternehmenstransaktionen untersucht.

5.4.2.4.3. Branchen

In Bezug auf den Erfolg von Unternehmenstransaktionen und die Branchenzugehörigkeit der Erwerber fällt besonders die Branche *Banks* auf. In diesem Fall kommt es, entgegen der üblichen Reaktion eines positiven Ausschlags, zu einem Absinken der AAR⁷¹⁴ am Ankündigungstag. Die nachstehende ABBILDUNG 70 illustriert den Verlauf der abnormalen Rendite der Branche *Banks* über den gesamten Betrachtungszeitraum. Die AAR oszilliert vom Tag [-20] bis zum Tag [-7] mit entsprechenden Schwankungen um den Nullpunkt und fällt dann bis zum Ereignistag [0] stufenweise auf hoch signifikante -0,3583 % ab. Damit liegt sie deutlich unter dem Wert der Gesamtstichprobe von 0,7199 %. Zum Tag [+2] steigt die abnormale Rendite wieder auf -0,0709 % und verläuft bis zum Ende des Ereigniszeitraums erneut mit entsprechenden Schwankungen um den Nullpunkt. Über das gesamte Zeitfenster [-20;+20] generiert die Branche *Banks* eine hoch signifikante negative CAAR von -2,2006 %, die damit über dem Ergebnis der Gesamtstichprobe von -7,2698 % liegt. Demnach haben Transaktionsankündigungen in der Branche *Banks* zum Tag der Bekanntgabe einen negativen Einfluss auf den Erfolg von Unternehmenstransaktionen, der sich über den Gesamtbetrachtungszeitraum relativiert. Damit bestätigen sich die Ergebnisse von P. BEITEL⁷¹⁵ auch bei einer weltweiten Betrachtung.

⁷¹⁴ Vgl. die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests zur Branche *Banks* im Anhang S. 339.

⁷¹⁵ Vgl. KAPITEL 3.1.1.3.

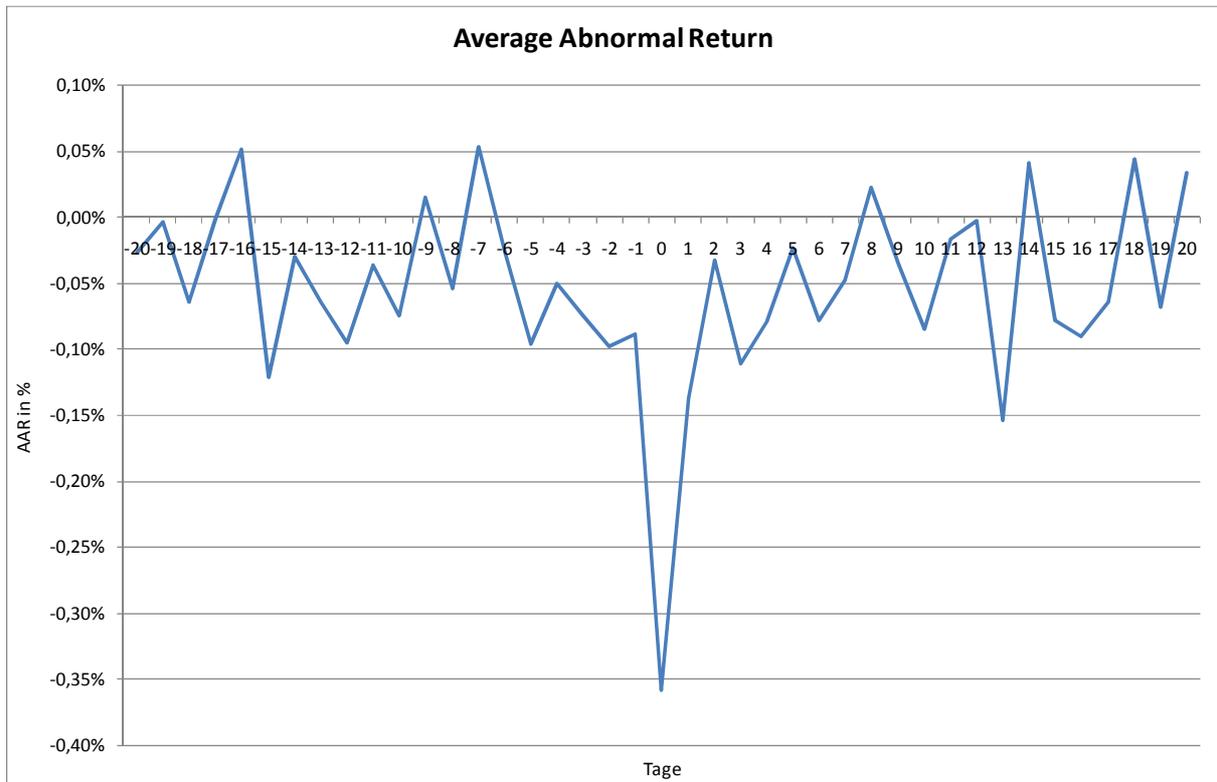


ABBILDUNG 70: AAR in der Branche Banks

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

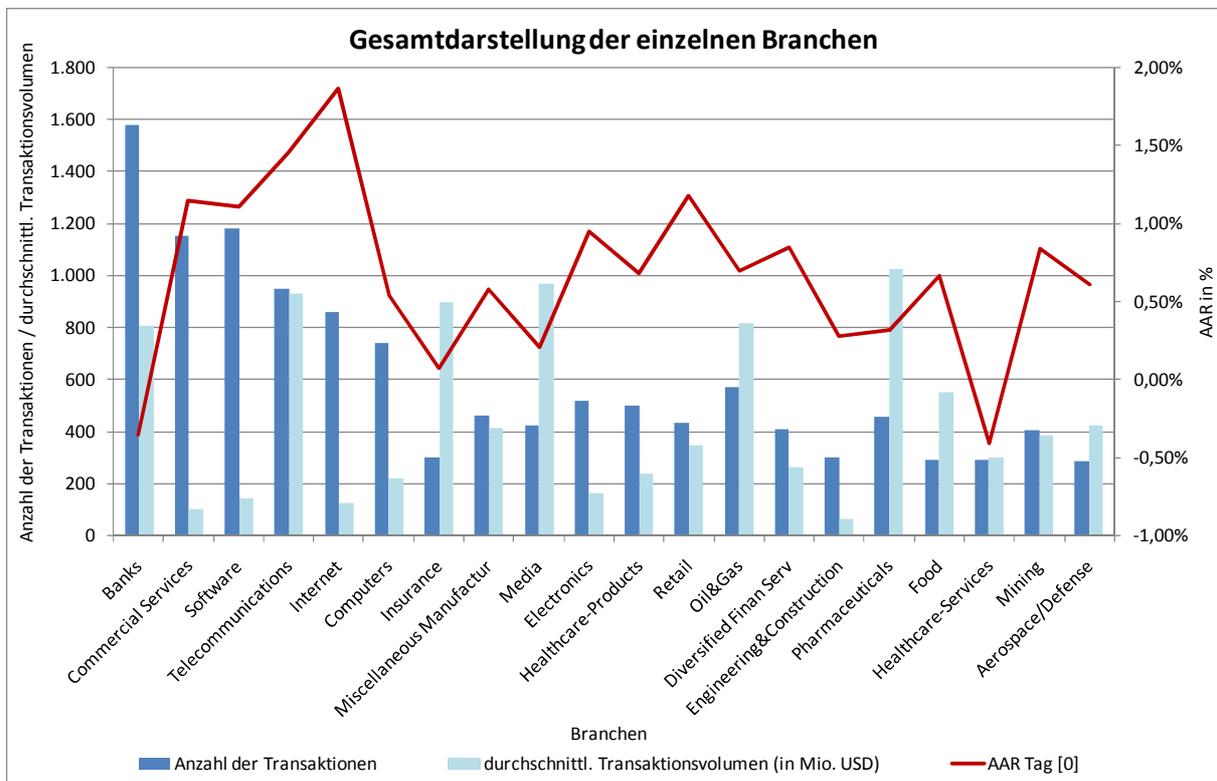


ABBILDUNG 71: Gesamtdarstellung Branchen auf Erwerberseite

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

In den anderen Branchen⁷¹⁶ kann, mit zumeist signifikanten Ergebnissen⁷¹⁷, ein positiver Ausschlag der abnormalen Rendite zum Ankündigungstag beobachtet werden. Die erzielte AAR am Tag [0] variiert zwischen 0,0691 % in der Branche *Insurance* und 1,8640 % in der Branche *Internet*. Dabei liegen mit acht der hier betrachteten Branchen nur 40 % über dem Niveau der Gesamtstichprobe zum Ankündigungszeitpunkt. Auffällig ist, dass in diesen Branchen die kumulierte abnormale Rendite über den Betrachtungszeitraum [-20;+20] meist unter dem wertvernichtenden Ergebnis der Gesamtstichprobe von -7,2698 % liegt. Liegt dagegen die AAR zum Ereignistag [0] unter 0,7199 % stellt sich die CAAR [-20;+20] gegenüber der Gesamtstichprobe meist besser dar.

Ein systematischer Zusammenhang zwischen der ereignisinduzierten Rendite der jeweiligen Erwerberbranche mit dem entsprechenden durchschnittlichen Transaktionsvolumen⁷¹⁸ und / oder der entsprechenden Anzahl an Transaktionen lässt sich nicht eindeutig feststellen (vgl. ABBILDUNG 71). In den Branchen *Healthcare-Services* und *Mining* sind bspw. die jeweilige Anzahl an M&A und das Volumen fast auf gleichem Niveau. Die AAR am Tag [0] liegt in dem ersten Fall bei -0,4097 % und im anderen Fall bei 0,8415 %. Branchen, bei denen das durchschnittliche Transaktionsvolumen deutlich über der Anzahl der Transaktionen liegt, wie in den Branchen *Insurance*, *Media* und *Pharmaceuticals*, besitzen meist eher niedrige abnormale Rendite, wie durch die nachstehende ABBILDUNG 72 und TABELLE 29 bekräftigt wird.

Dargestellt sind über den Gesamtbetrachtungszeitraum die Überrenditen der Branche *Electric*, die mit einem durchschnittlichen Transaktionsvolumen von über zwei Mrd. USD⁷¹⁹ die volumenstärkste der betrachteten Branchen ist, aber mit 284 M&A in der Gesamtstichprobe anzahlmäßig eher eine untergeordnete Rolle einnimmt. Die abnormale Rendite zum Ereignistag [0] liegt bei 0,2677 % und ist damit zur Gesamtstichprobe verhältnismäßig gering.

⁷¹⁶ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Branchen (Erwerber) im ANHANG S. 339 ff. und S. 342 ff.

⁷¹⁷ Die Branche *Healthcare Services* ist davon ausgenommen, das nicht signifikante Ergebnis der AAR zum Ankündigungstag liegt hier bei -0,4097 %.

⁷¹⁸ Bei der Darstellung der Volumina ist zu berücksichtigen, dass sich die angegebenen Werte nur auf die entsprechende Substichprobe (vgl. KAPITEL 5.3.4.) beziehen.

⁷¹⁹ Vgl. ABBILDUNG 46.

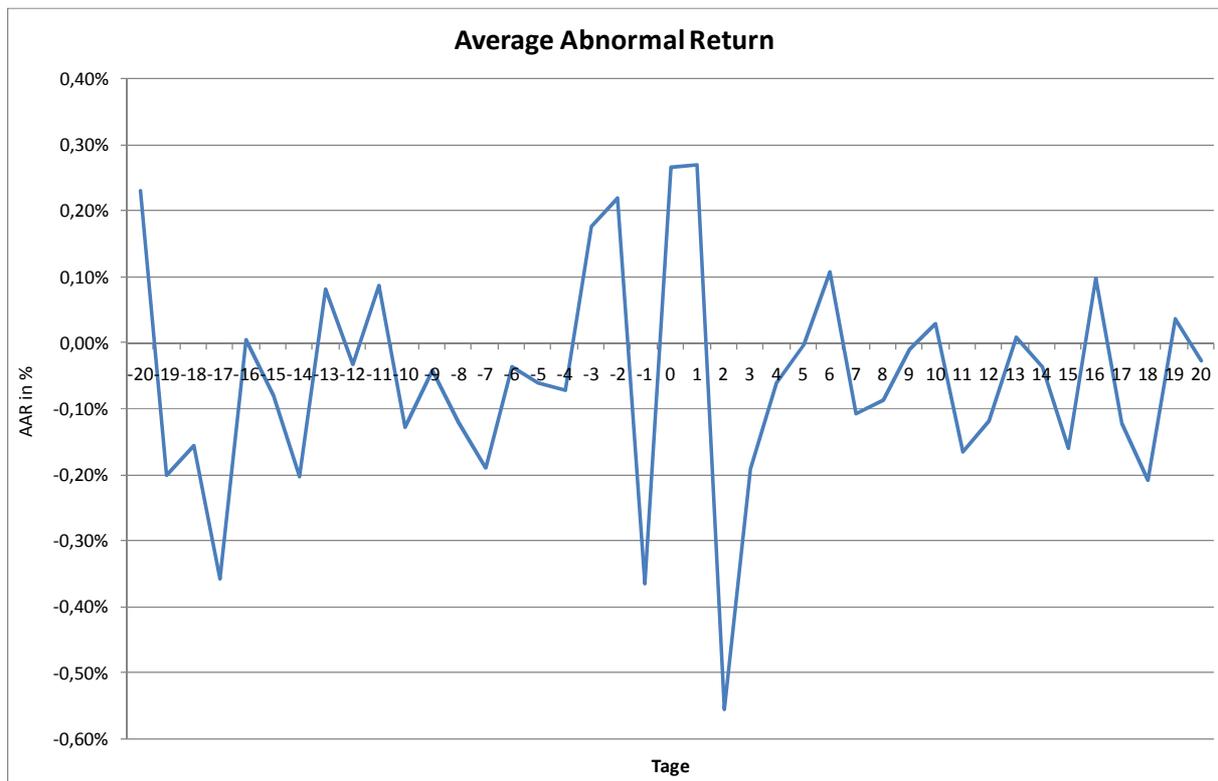


ABBILDUNG 72: AAR der Branche Electric (Erwerber)

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Stichprobengröße: 284		Branche: Electric							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2677%	-0,6464	0,5180	1,3271	-0,1051	0,0002	0,0818	51,06%	48,94%
-1/0	-0,0962%	-1,0253	0,3052	1,3271	-0,4977	0,0000	0,0629	50,00%	50,00%
0/1	0,5382%	-0,6653	0,5059	1,3271	-0,1051	0,0000	0,0730	50,00%	50,00%
-1/1	0,1743%	-1,0296	0,3032	1,3271	-0,4977	-0,0001	0,0629	49,65%	50,35%
-2/2	-0,1604%	-1,5087	0,1314	1,3271	-0,4977	-0,0005	0,0586	47,82%	52,18%
-5/5	-0,3652%	-1,1101	0,2670	1,3271	-0,4977	-0,0004	0,0419	48,08%	51,92%
-10/10	-0,9416%	-2,0336 **	0,0420	1,3271	-0,4977	-0,0004	0,0331	47,65%	52,35%
-15/15	-1,5501%	-1,8370 *	0,0662	1,3271	-0,4977	-0,0004	0,0295	47,80%	52,20%
-20/20	-2,2442%	-1,9447 *	0,0518	1,3271	-0,4977	-0,0004	0,0292	47,63%	52,37%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 29: Abnormale Rendite der Branche Electric (Erwerber)

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Auf der Zielseite ähneln die Ergebnisse der ereignisinduzierten Rendite, denen auf der Erwerberseite. Wiederum zeigt sich für die Branche *Banks* eine hoch signifikante negative Überrendite am Ankündigungstag. Diese liegt mit -0,4952 % sogar noch unter der AAR auf Käuferseite. Da kein Wert am Ereignistag [0] absolut identisch zur

Erwerberseite ist, sondern immer geringe Abweichungen⁷²⁰ zu beobachten sind, scheint die Branchenzugehörigkeit des Targets Einfluss auf die Renditeentwicklung der Wertpapiere der Käuferunternehmen zu nehmen und damit auf den Transaktionserfolg. Daher kann für die vorliegende Untersuchungsstichprobe die Aussage von S. H. PAUSER, die Branchenzugehörigkeit nimmt keinen Einfluss auf die Wertentwicklung der Käuferunternehmen⁷²¹, nicht bestätigt werden.

Um die Implikationen auf die Erfolgsentwicklung näher zu spezifizieren, werden im Folgenden Fokussierende M&A und Diversifizierende M&A auf ihre Erfolgsbeeinflussung analysiert. Bisher kann festgehalten werden, dass ein Zusammenhang zwischen abnormaler Rendite und Branchenzugehörigkeit festgestellt werden konnte. Des Weiteren können M&A in Branchen, deren Transaktionsvolumen zu der jeweiligen Anzahl an M&A verhältnismäßig hoch ist, an eher geringen Renditen zum Ankündigungstag partizipieren. Dieses entspricht den Ergebnissen aus KAPITEL 5.4.2.1.

5.4.2.4.4. Fokussierende M&A vs. Diversifizierende M&A

In TABELLE 30 sind der AAR zum Ankündigungstag der einzelnen Branchen bei undifferenzierter Betrachtung diejenigen Werte gegenübergestellt, die sich zum Tag der Transaktionsankündigung bei Fokussierende M&A und Diversifizierenden M&A in den jeweiligen Branchen⁷²² ergeben. Mit Ausnahme der fünf Branchen *Insurance*, *Miscellaneous Manufactur*, *Diversified Financial Services* und *Healthcare-Services*, führen Fokussierende M&A zu einer Wertsenkung und Diversifizierende M&A zu einer Wertsteigerung gegenüber der undifferenzierten Betrachtung. Die strategische Intention von M&A-Transaktionen übt demnach Einfluss auf Transaktionserfolg aus. Bei Diversifizierenden M&A partizipieren die Anteilseigner der Käuferunternehmen in den meisten Fällen an steigenden Renditen zum Ankündigungstag, bei Fokussierenden M&A erleiden sie dagegen meist Wertverluste. Dies widerspricht vielen anderen

⁷²⁰ Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests der einzelnen Branchen (Ziel) im ANHANG S. 347 ff. und S. 350 ff.

⁷²¹ Vgl. Seite 57.

⁷²² Vgl. die Abbildungen der AAR, wie die CAAR-Werte und die Ergebnisse der t-Tests zu Fokussierenden M&A und Diversifizierenden M&A im ANHANG S. 355 ff., S. 358 ff., S. 363 ff. und S. 366 ff.

Studien zur Bindungsrichtung von M&A. Danach partizipieren die Zielunternehmen und nicht wie hier die Käuferunternehmen, die an Diversifizierenden M&A.⁷²³

Branchenbetrachtung			
Branchen	AAR Tag [0] M&A gesamt	AAR Tag [0] Fokussierende M&A	AAR Tag [0] Diversifizierende M&A
Banks	-0,3583%	-0,5344%	-0,2002%
Commercial Services	1,1482%	0,6772%	1,7680%
Software	1,1047%	0,7573%	1,5757%
Telecommunications	1,4535%	0,8875%	2,1472%
Internet	1,8640%	1,2194%	2,4761%
Computers	0,5345%	0,1355%	0,7475%
Insurance	0,0691%	0,1095%	-0,0009%
Miscellaneous Manufactur	0,5751%	0,5957%	0,5671%
Media	0,2035%	-0,1899%	0,4219%
Electronics	0,9481%	0,8593%	1,0144%
Healthcare-Products	0,6799%	0,6947%	0,6516%
Retail	1,1738%	0,8074%	1,7435%
Oil&Gas	0,6982%	-0,0082%	3,0617%
Diversified Finan Serv	0,8455%	1,3137%	0,3989%
Engineering&Construction	0,2748%	-0,0076%	0,4633%
Pharmaceuticals	0,3147%	-0,0770%	0,7892%
Food	0,6674%	0,6612%	0,6814%
Healthcare-Services	-0,4097%	0,0547%	-1,2212%
Mining	0,8415%	0,8017%	0,9204%
Aerospace/Defense	0,6095%	0,2818%	0,8014%

TABELLE 30: Gegenüberstellung Abnormale Rendite in den Branchen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Die Verläufe der einzelnen AAR der jeweiligen Branchen bestätigen dieses Ergebnis. Beispielhaft für die Branche *Oil&Gas* in der unten stehenden **ABBILDUNG 73** dargestellt, wird bei Diversifizierenden M&A zum Ereignistag [0] eine signifikante positive Überrendite von 3,0617 % erreicht, die damit deutlich über dem Wert von 0,7199 % der Gesamtstichprobe liegt. Bei der undifferenzierten Betrachtung und bei Fokussierenden M&A liegt die AAR zum Ankündigungstag unter 1 %.

⁷²³ Vgl. Seite 61 bis 62.

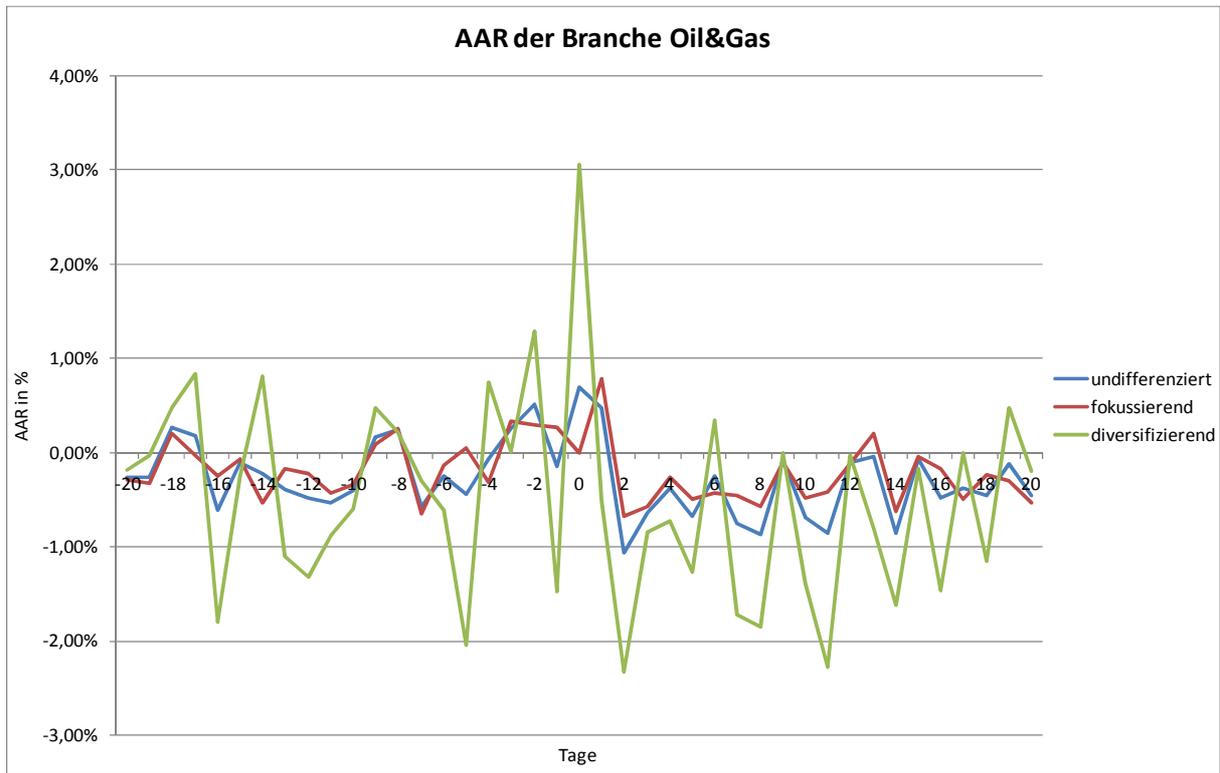


ABBILDUNG 73: AAR in der Branche Oil&Gas

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

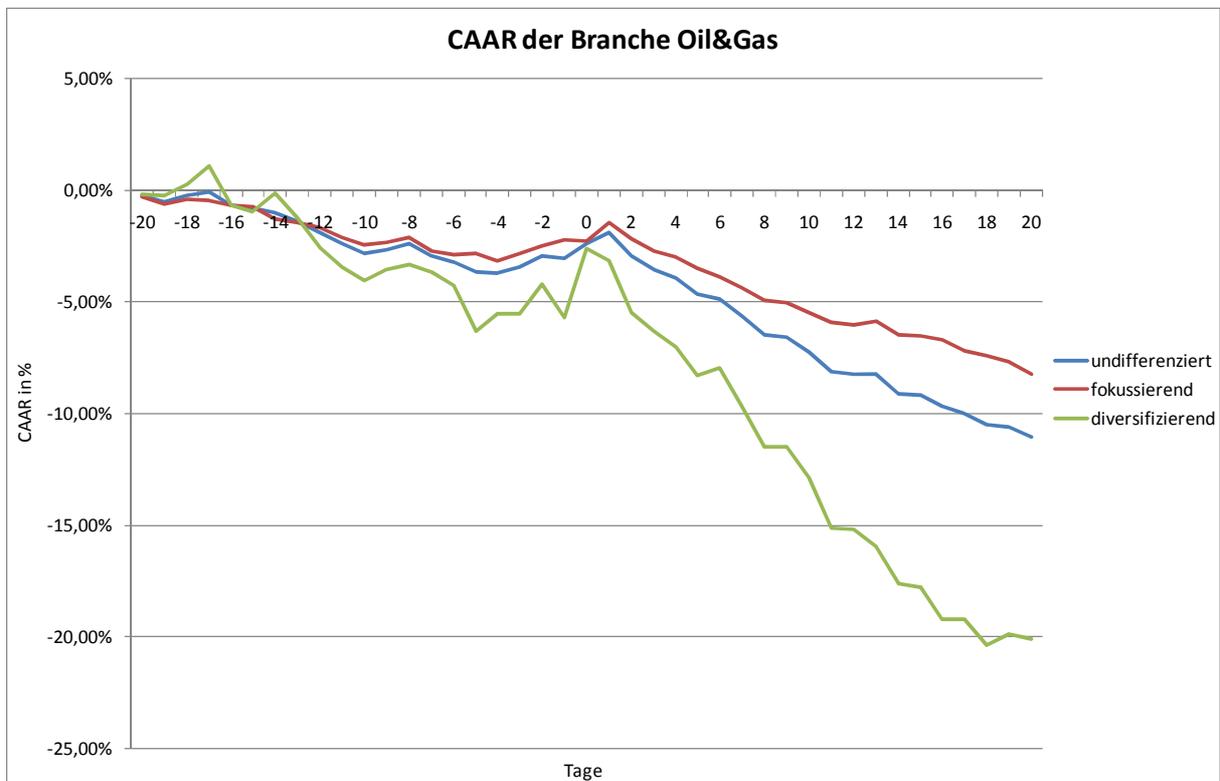


ABBILDUNG 74: CAAR in der Branche Oil&Gas

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Im Gesamtbetrachtungszeitraum dagegen stellt sich bei Diversifizierenden M&A eine vergleichsweise defizitäre Ergebnislage dar (s. ABBILDUNG 74). Über das Ereignisfenster [-20;+20] erreichen Fokussierende M&A eine kumulierte abnormale Rendite von -8,2118 %, die CAAR der Diversifizierenden M&A liegt im selben Betrachtungszeitraum bei -20,0896 %. Dieser Trend ist auch in allen anderen Branchen mit wertsteigerndem Ergebnis bei Diversifizierenden M&A zum Ankündigungstag zu beobachten.

In den Branchen, deren AAR zum Ankündigungstag bei Fokussierenden M&A den besseren Wert erwirtschaften, verhält es sich entgegengesetzt (s. ABBILDUNG 75 und ABBILDUNG 76). Wie beispielhaft für die Branche *Diversified Financial Services* dargestellt, wird zwar am Ankündigungstag mit 1,3137 % bei Fokussierenden M&A die höchste Überrendite generiert, über den gesamten Ereigniszeitraum [-20;+20] wird aber nur eine CAAR von -11,3097 % erreicht und entspricht damit den Ergebnissen der undifferenzierten Betrachtung und der Diversifizierenden M&A.

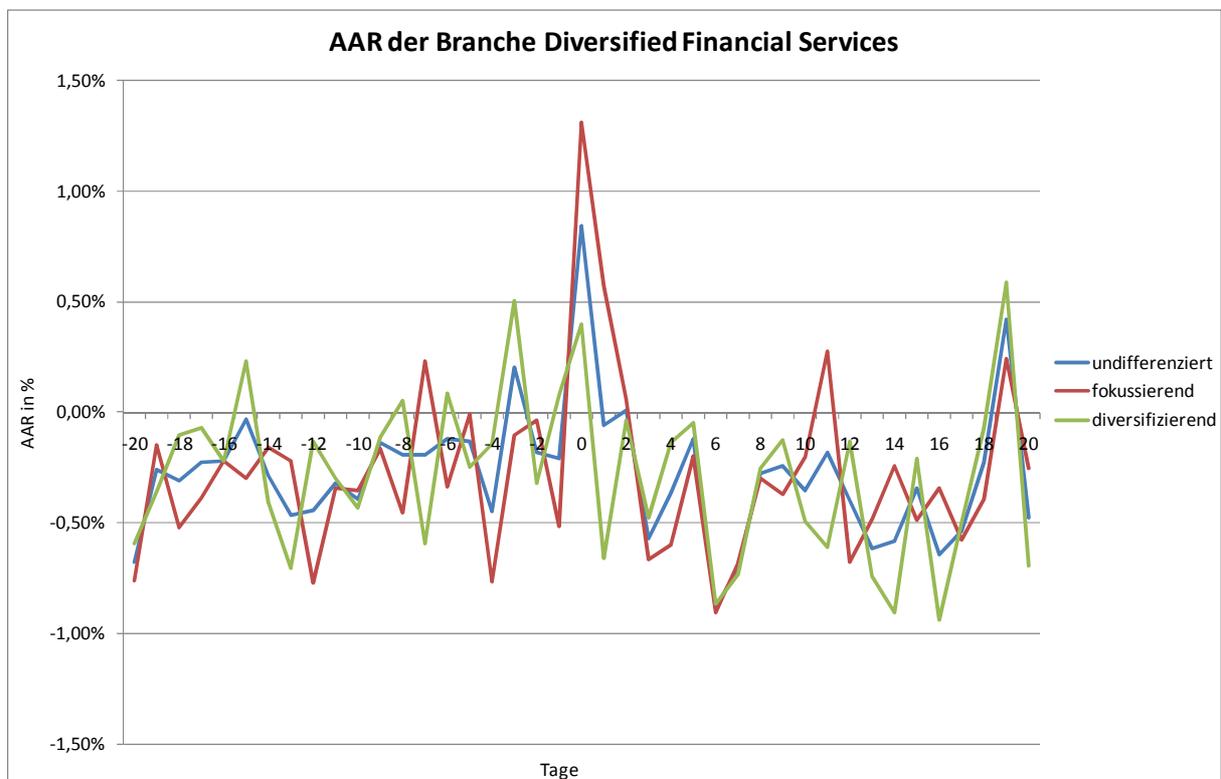


ABBILDUNG 75: AAR in der Branche Diversified Financial Services

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

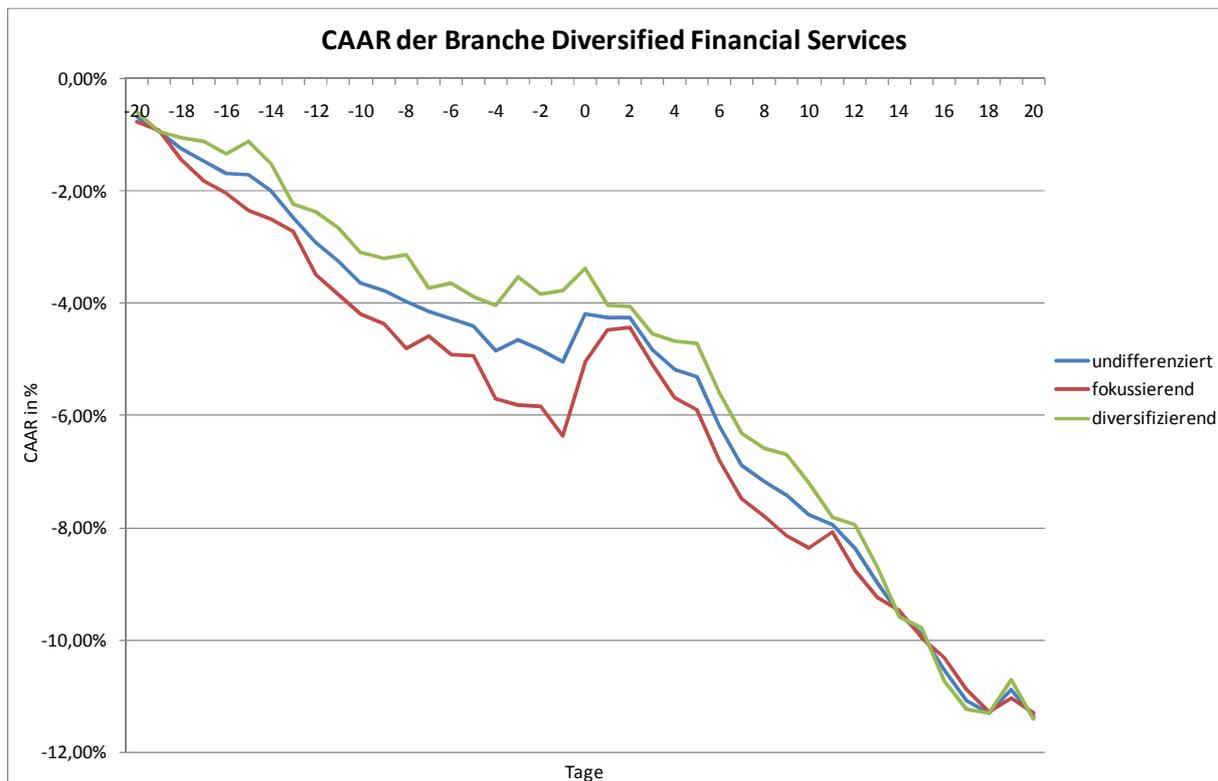


ABBILDUNG 76: CAAR in der Branche Diversified Financial Services

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Zu der strategischen Intention von Unternehmenstransaktionen kann entsprechend den vorherigen Ausführungen konstatiert werden, dass diese durchaus zu einer Steigerung des Shareholder Values für die Anteilseigner der Käuferunternehmen führen können. In den meisten der hier betrachteten Branchen wird dieser Effekt durch Diversifizierende M&A herbeigeführt; allerdings nur zum Ankündigungstag bzw. bis zum Ereignisfenster $[-2;+2]$, insgesamt ist der Werteffekt negativ. Des Weiteren wurde gezeigt, dass Diversifizierende M&A nicht generell zu einer positiveren Überrendite zum Tag der Ankündigung führen. Es ist je nach Branche möglich, dass dieser Effekt auch durch Fokussierende M&A herbeigeführt wird.

5.5. Zusammenfassung der Ergebnisse

Von den Messwerten der Gesamtanalysestichprobe ausgehend, lassen sich die Ergebnisse der Untersuchung der einzelnen potentiellen Erfolgsfaktoren auf die Einflussnahme des Erfolgs von Mergers & Acquisitions in Form einer kapitalmarkt-orientierten Event Studie wie folgt zusammenfassen:

Bei den Ergebnissen zum Transaktionsvolumen sind der Ankündigungszeitpunkt und der gesamte Ereigniszeitraum zu unterscheiden. In Anlehnung an die Literatur ergeben sich bezogen auf den Ankündigungstag [0] umso negativere Überrenditen je größer das Transaktionsvolumen ist. Die Werte der CAAR [-20;+20] steigen dagegen mit zunehmenden Transaktionsvolumen. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass dieser Effekt nicht grundsätzlich zu beobachten ist. Es können bspw. auf dem Kontinent *Amerika* oder in den Branchen *Telecommunications* und *Oil&Gas* trotz eines verhältnismäßig großen Transaktionsvolumens an entsprechend hohen positiven Renditen zum Ereignistag [0] partizipiert werden. Aus diesem Grund kann der Faktor Transaktionsvolumen als Erfolgsgarant nur tendenziell in der M&A-Planung Berücksichtigung finden.

Bezogen auf die zeitliche Komponente konnten für die einzelnen Jahre des Untersuchungszeitraums unterschiedliche Renditeentwicklungen beobachtet werden. Ein Auslöser konnte allerdings ebenso wenig isoliert, wie eine Systematik abgeleitet werden, die es ermöglichen zu der Entwicklung der Überrenditen für zukünftige Transaktionen Prognosen zu tätigen. Daher kann das Jahr der Transaktion nicht als planbarer Einflussfaktor in die M&A-Überlegungen mit einfließen bzw. bei der Erfolgsplanung berücksichtigt werden.

Hingegen ist bei der Betrachtung der Entwicklung der abnormalen Renditen im Jahresverlauf eine Systematik erkennbar. Das Jahr 2000 ausgenommen, konnten für alle Monate hochsignifikante Ergebnisse ermittelt werden. Zum Jahreswechsel und im Frühjahr steigen mit der Zahl an Transaktionen auch die ereignisinduzierten Renditen zum Ankündigungszeitpunkt. Diese saisonalen Schwankungen lassen sich auf den unterschiedlichen Informationsgrad von und über Unternehmen im Jahresverlauf zurückführen. Unter dem Gesichtspunkt der Gewinnmaximierung der Anteilseigner der Käuferunternehmen sollten Unternehmenstransaktionen demnach in den Monaten November, Dezember oder Januar angekündigt werden.

Auf den geografischen Fokus von M&A bezogen, sind Untersuchungen auf Ebene der Kontinente wie auch der einzelnen Länder erfolgt. Dabei hat sich gezeigt, dass Transaktionen, die von Erwerberunternehmen, die auf dem Kontinent Australien ansässig sind, die größten Erfolge generieren. Zum einen partizipieren diese am

Ereignistag [0] an den höchsten signifikanten AAR und zum anderen ist der Einfluss der Ankündigung bis ins Ereignisfenster [-10;+10] noch positiv. Es folgt, bezogen auf den Ankündigungszeitpunkt, der Kontinent Amerika. Über den Gesamtbetrachtungszeitraum erfährt Amerika aber die höchsten Verluste. Des Weiteren ergaben die Untersuchungen in Anlehnung an vorangegangene Studien, dass Crosscontinental M&A im Vergleich zur undifferenzierten Betrachtung zu einer defizitären Ergebnislage führen und wertschaffende Transaktionen auf Continental M&A fußen. Eine tiefergehende Betrachtung der kontinentübergreifenden Transaktionen zeigte jedoch, dass diese Aussage nicht allgemein gültig ist, sondern die AAR je nach Kombination der Zugehörigkeit von Erwerber- und Zielunternehmen zum Teil erheblich variieren. Für eine Aussage über die Einflussnahme auf den Erfolg muss daher in Anlehnung an TABELLE 27 der jeweilige Einzelfall betrachtet werden.

In den einzelnen Ländern in denen die Erwerberunternehmen ansässig sind, wurden zum Teil erhebliche Unterschiede in den Überrenditen festgestellt. In den Ländern *Australien* und *Norwegen* werden die höchsten signifikanten Wertgewinne in Folge von M&A-Ankündigungen generiert. Die geringsten signifikanten Wertveränderungen am Ereignistag [0] erfahren diejenigen Aktionäre, deren Käuferunternehmen in Frankreich ansässig sind. Über den gesamten Ereigniszeitraum ist Südkorea das einzige der hier betrachteten Länder, deren Käuferunternehmen über den gesamten Zeitraum positive Renditen aufweisen. Bezüglich der Targets konnte, entsprechend den bisherigen Ergebnissen in der Literatur, festgestellt werden, dass die Käuferunternehmen bei National M&A höhere Renditen generieren als bei Crossborder M&A.

Bezogen auf den wirtschaftlichen Fokus der Transaktionen wurden sowohl die Sektoren als auch die darunter zugeordneten Branchen betrachtet. In allen Sektoren wurden positive Überrenditen zum Ankündigungstag beobachtet, dementsprechend kann davon ausgegangen werden, dass eine Beeinflussung durch die Sektorenzugehörigkeit der Unternehmen auf die Renditeentwicklung erfolgt. Aber auch hierbei muss der jeweilige Einzelfall betrachtet werden, denn sowohl die Höhe der AAR der einzelnen Sektoren am Tag [0] als auch die Wertentwicklung über den Ereigniszeitraum [-20;+20] variieren zum Teil erheblich. Aus Renditegesichtspunkten ist

daher von M&A, in den Sektoren *Financial* und *Diversified* abzuraten. Des Weiteren ist der Sektor des Zielunternehmens bei der Erfolgsplanung mit zu berücksichtigen. Zum Ereignistag [0] sind sektorübergreifende Transaktionen profitabler und im Ereignisfenster [-20;+20] partizipieren die Anteilseigner an steigenden Renditen eher in Folge sektoraler M&A.

In den nahezu allen Branchen konnte ein positiver Ausschlag der abnormalen Renditen zum Ankündigungstag beobachtet werden. Einzige Ausnahme bildet die Branche *Banks*, in welcher eine negative Überrendite zum Tag [0] erwirtschaftet wird. Über den gesamten Betrachtungszeitraum ergaben die Untersuchungen umso größere Wertverluste, je höher die AAR zum Ankündigungstag ist. Des Weiteren ergaben die Untersuchungen, entgegen der herrschenden Literaturmeinung, dass Diversifizierende M&A in den meisten Branchen Wertgewinne generieren und die Transaktionen bei Fokussierenden M&A meist Wertverluste erleiden. Eine Einflussnahme der Branchenzugehörigkeit der Zielunternehmen auf die Entwicklung der Wertpapiere der Käuferunternehmen konnte demnach gezeigt werden.

Die aufgeführten Ergebnisse bestätigen für eine Vielzahl der hier untersuchten externen Erfolgsfaktoren eine Einflussnahme auf die Renditeentwicklung der Wertpapiere der Anteilseigner der Käuferunternehmen und damit eine Einflussnahme auf den Erfolg von Unternehmenstransaktionen. Bei der Interpretation der Ergebnisse muss aber berücksichtigt werden, dass Mergers & Acquisitions während des gesamten Transaktionsprozesses einer Vielzahl von Einflussfaktoren⁷²⁴ ausgesetzt sind, die den Erfolg beeinflussen können. Zudem ist jede Transaktion, aufgrund der jeweils extern vorliegenden Verhältnisse und der individuellen internen Unternehmensstrukturen einzigartig. Bei den Analysen gibt es daher keine Möglichkeit, den jeweilig zu testenden Erfolgsfaktor völlig isoliert und frei von anderen Einflüssen zu untersuchen. In jedem Fall findet ein Zusammenspiel mehrerer Faktoren statt, die die Entwicklung der Wertpapiere der Anteilseigner der Käuferunternehmen beeinflussen.

⁷²⁴ Vgl. KAPITEL 3.1.

6. Kombination externer Erfolgsfaktoren

In Anlehnung an die zuvor aufgeführten Ergebnisse der empirischen Untersuchung der externen Erfolgsfaktoren werden im Folgenden die Auswirkungen der gezielten Kombination bestimmter Erfolgsfaktoren auf die Entwicklung der ereignisinduzierten Renditen und damit auf die Entwicklung der Wertpapiere der Käuferunternehmen betrachtet. Da eine isolierte Betrachtung einzelner Erfolgsfaktoren nicht möglich ist, da jeder Faktor Teil jeder Unternehmenstransaktion ist, soll im Folgenden durch die gezielte Kombination, die Einflussnahme der nicht betrachteten Faktoren minimiert werden. Ziel ist, die Ergebnisse in dem Maße zu verdichten, dass eine Ableitung derjenigen Kombination von Erfolgsfaktoren möglich ist, die zur höchsten Steigerung des Shareholder Values für die Anteilseigner der Käuferunternehmen führt.

6.1. Kombinationsvarianten

In den nachfolgenden Darstellungen (vgl. ABBILDUNG 77 und ABBILDUNG 78) werden, nach den Monaten Februar bis Oktober und den Monaten November bis Januar unterteilt, die kumulierten abnormalen Renditen der M&A auf den einzelnen Kontinenten aufgezeigt. Diese sind in einem weiteren Schritt in National M&A und Crossborder M&A separiert und z. T. auf einzelne Länder runter gebrochen worden.

Der Vergleich der Renditewerte in den Monaten Februar bis Oktober und den Monaten November bis Januar mit den Werten der Gesamtanalysestichprobe⁷²⁵ bestätigt zunächst die Ergebnisse des vorherigen Kapitels: Transaktionen, die in den Monaten Januar, November oder Dezember angekündigt werden, erreichen zum Ankündigungstag eine AAR von 1,0358 % und der Wertverlust insgesamt verringert sich auf -5,8720 %. Damit kann von einer Renditesteigerung gegenüber der Gesamtanalysestichprobe gesprochen werden. Dagegen werden im restlichen Jahr mit abnormalen Renditen zum Ankündigungstag von 0,6185 % und negativen Überrenditen von -7,7180 % über den Gesamtbetrachtungszeitraum Werte unterhalb der Gesamtanalysestichprobe generiert.

⁷²⁵ Die Darstellung der CAAR der Gesamtanalysestichprobe und die entsprechenden Renditewerte sind ABBILDUNG 49 und TABELLE 21 in KAPITEL 5.4.1. zu entnehmen.

Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Land	Ereignisfenster	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Volumen ≤ 100 Mic. USD	Ereignisfenster in Tagen	CAAR												
																				Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR				
Kontinent Europa	[0] 0,764 % [-1;0] 0,5631 % [0;+1] 0,7335 % [-5;+5] 0,1834 % [-20;+20] -2,1904 %	National M&A	0,9753 % 1,0511 % 1,1084 % 0,6662 % -1,6835 % (n.s.)	[0] 0,9753 % [-1;0] 1,0511 % [0;+1] 1,1084 % [-5;+5] 0,6662 % [-20;+20] -1,6835 % (n.s.)	Crossborder M&A	0,3072 % 0,2279 % 0,4775 % -0,5506 % (n.s.) -2,5502 %	[0] 0,3072 % [-1;0] 0,2279 % [0;+1] 0,4775 % [-5;+5] -0,5506 % (n.s.) [-20;+20] -2,5502 %	Land Malaysia (national)	[0] 1,0323 % [-1;0] 1,4389 % [0;+1] 1,3457 % [-5;+5] 0,3195 % [-20;+20] 3,4652 %	Land Südkorea (national)	0,0422 % (n.s.) 0,1967 % (n.s.) -1,6418 % (n.s.) -6,5135 % (n.s.)	[0] 0,0422 % (n.s.) [-1;0] 0,1967 % (n.s.) [0;+1] -1,6418 % (n.s.) [-5;+5] -6,5135 % (n.s.) [-20;+20]	Crossborder M&A	0,2764 % 0,3074 % 0,1620 % -1,6471 % (n.s.) -0,0421 % (n.s.)	[0] 0,2764 % [-1;0] 0,3074 % [0;+1] 0,1620 % [-5;+5] -1,6471 % (n.s.) [-20;+20] -0,0421 % (n.s.)	Kontinent Afrika	[0] 0,462 % (n.s.) [-1;0] 0,2647 % (n.s.) [0;+1] 0,3952 % (n.s.) [-5;+5] -0,2174 % (n.s.) [-20;+20] -4,1812 % (n.s.)	National M&A	0,3929 % (n.s.) 0,1658 % (n.s.) 1,3056 % 0,1357 % (n.s.) -4,7117 % (n.s.)	[0] 0,3929 % (n.s.) [-1;0] 0,1658 % (n.s.) [0;+1] 1,3056 % [-5;+5] 0,1357 % (n.s.) [-20;+20] -4,7117 % (n.s.)	Crossborder M&A	0,6927 % (n.s.) -0,1891 % (n.s.) -0,0333 % (n.s.) -1,0110 % (n.s.) -2,8951 % (n.s.)	[0] 0,6927 % (n.s.) [-1;0] -0,1891 % (n.s.) [0;+1] -0,0333 % (n.s.) [-5;+5] -1,0110 % (n.s.) [-20;+20] -2,8951 % (n.s.)	Kontinent Australien	[0] 1,2245 % [-1;0] 1,3834 % [0;+1] 1,5504 % [-5;+5] 0,3699 % [-20;+20] -2,0030 % (n.s.)	National M&A	1,3700 % 1,4743 % 1,9379 % 1,3831 % -1,7430 %	[0] 1,3700 % [-1;0] 1,4743 % [0;+1] 1,9379 % [-5;+5] 1,3831 % [-20;+20] -1,7430 %	Crossborder M&A	0,7646 % 1,1090 % 0,8124 % -0,0821 % (n.s.) -5,1341 %	[0] 0,7646 % [-1;0] 1,1090 % [0;+1] 0,8124 % [-5;+5] -0,0821 % (n.s.) [-20;+20] -5,1341 %
Monate Februar bis Oktober	[0] 0,6185 % [-1;0] 0,5432 % [0;+1] 0,6695 % [-5;+5] -0,8199 % [-20;+20] -7,7100 %																														
Monate November bis Januar	[0] 1,0358 % [-1;0] 1,0231 % [0;+1] 1,0827 % [-5;+5] -0,1974 % [-20;+20] -5,8720 %																														

ABBILDUNG 77: CAAR in den Monaten Februar bis Oktober

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Monate Februar bis Oktober	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		National M&A	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land Groß- britannien (national)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Sektor Financial ausgeschlossert	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR	
		0,6185 %	0,5432 %			0,6792 %	0,6718 %			1,0839 %	1,2174 %			1,2802 %	1,4615 %
		0,6099 %	-0,8199 %			0,6480 %	1,2945 %			1,3424 %	1,3755 %			1,3424 %	1,3755 %
Monate November bis Januar	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Crossborder M&A	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (crossborder)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (crossborder)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR	
		1,0358 %	1,0231 %			0,6480 %	0,4877 %			1,0839 %	1,2174 %			1,2802 %	1,4615 %
		1,0927 %	0,1974 %			0,9643 %	0,7191 %			1,3424 %	1,3755 %			1,3424 %	1,3755 %
Kontinent Asien	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		National M&A	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land Südkorea (national)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land Südkorea (national)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR	
		0,1526 % (n.s.)	0,3104 % (n.s.)			0,6598 % (n.s.)	0,3110 % (n.s.)			0,7862 %	0,7862 %			1,5922 %	1,5922 %
		0,1722 % (n.s.)	0,4517 % (n.s.)			-0,0280 % (n.s.)	-0,0280 % (n.s.)			0,8172 %	0,8172 %			5,202 %	5,202 %
Kontinent Amerika	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Crossborder M&A	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (national)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (national)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR	
		1,2221 %	1,2003 %			1,2368 %	1,2390 %			1,2852 %	1,2852 %			1,2890 %	1,2890 %
		1,1448 %	-0,1101 %			1,3330 %	1,3330 %			1,532 %	1,532 %			1,532 %	1,532 %
Kontinent Afrika	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Crossborder M&A	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (crossborder)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (crossborder)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR	
		0,3341 % (n.s.)	0,1771 % (n.s.)			1,1532 %	1,0388 %			0,8510 %	0,8510 %			0,4986 % (n.s.)	0,4986 % (n.s.)
		0,3047 % (n.s.)	3,0388 % (n.s.)			-0,4806 %	-0,4806 %			0,5875 %	0,5875 %			9,0887 %	9,0887 %
Kontinent Australien	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Crossborder M&A	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (crossborder)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR		Land USA (crossborder)	Ereignisfenster in Tagen [0] [-1;0] [0;-1] [-5;+5] [-20;+20]	CAAR	
		1,4546 %	1,3454 %			2,8876 % (n.s.)	2,8876 % (n.s.)			4,8548 %	4,8548 %			4,8548 %	4,8548 %
		2,5200 %	2,1982 %			1,9394 % (n.s.)	1,9394 % (n.s.)			0,9604 %	0,9604 %			0,9604 %	0,9604 %

ABBILDUNG 78: CAAR in den Monaten November bis Januar

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

In ABBILDUNG 77 wie auch in ABBILDUNG 78 fällt auf, dass, separiert auf die einzelnen Kontinente, die meisten Überrenditen unter dem Niveau der jeweiligen Monatsraumbetrachtung liegen. Zu erklären ist dieses durch den renditestarken Kontinent Australien, der das Gesamtergebnis positiv beeinflusst hat. Darüber hinaus zeigt der Vergleich beider Abbildungen, dass Käuferunternehmen, die auf den Kontinenten Europa, Amerika oder Australien ansässig sind, höhere Renditen bei M&A erzielen, die in den Monaten November, Dezember und Januar angekündigt werden, als in den Monaten Februar bis Oktober. Bei Erwerbern aus Asien und Afrika verhält es sich hingegen anders herum, wobei hier größtenteils keine signifikanten Ergebnisse ermittelt werden konnten.

Die Differenzierung zwischen National M&A und Crossborder M&A lässt in den Monaten Februar bis Oktober die eindeutige Aussage tätigen, dass National M&A einen positiven Einfluss auf die Rendite der Käuferunternehmen ausüben. Ausgenommen Afrika, können gegenüber der undifferenzierten Betrachtung der Kontinente jeweils Steigerungen der Überrendite bei National M&A beobachtet werden, sowie Rückgänge bei Crossborder M&A. Für den Zeitraum November bis Januar lassen sich keine generellen Aussagen über die Vorteilhaftigkeit der geografischen Fokussierung tätigen. Zum Ankündigungstag sind in den meisten Fällen National M&A renditestärker, über den gesamten Ereigniszeitraum [-20;+20] erwirtschaften Crossborder M&A die höheren Überrenditen. Einzig für den Kontinent Australien ist die Aussage zulässig, dass Erwerberunternehmen in den Monaten November bis Januar bei National M&A an höheren Renditen partizipieren als bei Crossborder M&A.

Insgesamt liegen in den Monaten November bis Januar die Renditeergebnisse über dem Niveau der Monate Februar bis Oktober. Ausnahme bilden National M&A in Asien, weshalb eine Einzelbetrachtung der zwei transaktionsstärksten Länder Asiens, Malaysia und Südkorea, erfolgt (vgl. ABBILDUNG 77). Es zeigt sich, dass keine eindeutige Aussage getroffen werden kann. Während National M&A in Malaysia zu Renditerückgängen führen, kommt es bei National M&A in Südkorea zu einer weiteren Erhöhung der positiven Überrenditen gegenüber National M&A in Asien. Durch die Beschränkung auf M&A mit einem maximalen Transaktionsvolumen bis

100 Mio. USD kann in Südkorea eine weitere Renditesteigerung realisiert werden. Am Ankündigungstag werden signifikante Rendite von 1,0628 % generiert und über den Ereigniszeitraum [-20;+20] sogar CAAR von 3,8588 %. Die Renditen bei National M&A in Südkorea in den Monaten November bis Januar (vgl. ABBILDUNG 78) erreichen dagegen zum Ereignistag [0] nur eine AAR von 0,7862 % und über den gesamten Betrachtungszeitraum eine nicht signifikante CAAR von 1,4915 %. Die Ergebnisse liegen aber über dem Niveau von National M&A in Asien im selben Zeitraum. Auch auf den anderen Kontinenten⁷²⁶ übersteigt die Rendite des jeweils transaktionsstärksten Landes bei National M&A die jeweiligen Ergebnisse des entsprechenden Kontinentes. Deutlich ist dieses bei National M&A in Großbritannien gegenüber National M&A in Europa zu erkennen. Werden zudem noch Transaktionen ausgeschlossen, die im Sektor Financial erfolgen, wird eine signifikante Überrendite von 1,2174 % am Ankündigungstag in Großbritannien erreicht. Am meisten aber partizipieren Käuferunternehmen, die im Land Australien initiiert werden. National M&A, die in den Monaten November bis Januar angekündigt werden, erreichen AAR von 1,7133 % am Ereignistag [0] und über den gesamten Ereigniszeitraum CAAR von 3,3722 %.

Nachfolgende ABBILDUNG 79 veranschaulicht beispielhaft die Einflussnahme einzelner Branchen auf den Transaktionserfolg. Dazu ausgewählt wurden die Branche *Banks*, die nach den Ergebnissen des vorherigen Kapitels negative Renditen am Ankündigungstag erwirtschaftet, die Branchen *Retail* und *Telecommunications*, die positive Überrenditen hervorbringen und eine weitere Steigerung durch Diversifizierende M&A erfahren und die Branche *Diversified Financial Services*, bei der Fokussierende M&A bessere Ergebnisse generieren.

⁷²⁶ Der Kontinent Afrika bleibt bei der weiteren Betrachtung unberücksichtigt.

Branchen	Ereignisfenster in Tagen		Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR	Ereignisfenster in Tagen	CAAR
	[0]	[-1;+1]								
Banks	[0]	-0,3685%	[0]	-0,4222%	[0]	0,6465%	[0]	0,3838%	[0]	0,3181% (n.s.)
	[-1;+1]	-0,4464%	[-1;+1]	-0,4998%	[-1;+1]	0,6346%	[-1;+1]	0,4453%	[-1;+1]	0,6715%
	[-5;+5]	-1,4687%	[-5;+5]	-1,0642%	[-5;+5]	0,7852%	[-5;+5]	0,3933%	[-5;+5]	0,0775% (n.s.)
	[-20;+20]	-2,2006%	[-20;+20]	-1,9628%	[-20;+20]	-1,1029%	[-20;+20]	-8,8706%	[-20;+20]	-1,4775% (n.s.)
Retail	[0]	1,1739%	[0]	1,0322%	[0]	1,4555%	[0]	1,350%	[0]	1,5930%
	[-1;+1]	1,2664%	[-1;+1]	1,251%	[-1;+1]	1,3955%	[-1;+1]	1,1554%	[-1;+1]	1,1774%
	[-5;+5]	1,1519%	[-5;+5]	1,1076%	[-5;+5]	1,2061%	[-5;+5]	0,3972%	[-5;+5]	1,4911%
	[-20;+20]	-4,7544% (n.s.)	[-20;+20]	-5,4054% (n.s.)	[-20;+20]	-0,4939%	[-20;+20]	-10,3765% (n.s.)	[-20;+20]	-18,9479% (n.s.)
Fokussierende M&A	[0]	-0,6497%	[0]	-0,4822%	[0]	0,6465%	[0]	0,3838%	[0]	0,3181% (n.s.)
	[-1;+1]	-0,6506%	[-1;+1]	-0,4998%	[-1;+1]	0,6346%	[-1;+1]	0,4453%	[-1;+1]	0,6715%
	[-5;+5]	-1,3336%	[-5;+5]	-0,9202%	[-5;+5]	0,7852%	[-5;+5]	0,3933%	[-5;+5]	0,0775% (n.s.)
	[-20;+20]	-2,0835%	[-20;+20]	-1,0642%	[-20;+20]	-1,1029%	[-20;+20]	-8,8706%	[-20;+20]	-1,4775% (n.s.)
Diversifizierende M&A	[0]	-0,2728% (n.s.)	[0]	-0,1686% (n.s.)	[0]	-0,2728% (n.s.)	[0]	-0,2728% (n.s.)	[0]	-0,2728% (n.s.)
	[-1;+1]	-0,5238%	[-1;+1]	-0,5238%	[-1;+1]	-0,5238%	[-1;+1]	-0,5238%	[-1;+1]	-0,5238%
	[-5;+5]	-1,1020%	[-5;+5]	-1,1020%	[-5;+5]	-1,1020%	[-5;+5]	-1,1020%	[-5;+5]	-1,1020%
	[-20;+20]	-2,5947%	[-20;+20]	-2,5947%	[-20;+20]	-2,5947%	[-20;+20]	-2,5947%	[-20;+20]	-2,5947%
Fokussierende M&A	[0]	0,6587% (n.s.)	[0]	0,6587% (n.s.)	[0]	0,6587% (n.s.)	[0]	0,6587% (n.s.)	[0]	0,6587% (n.s.)
	[-1;+1]	0,8534% (n.s.)	[-1;+1]	0,8534% (n.s.)	[-1;+1]	0,8534% (n.s.)	[-1;+1]	0,8534% (n.s.)	[-1;+1]	0,8534% (n.s.)
	[-5;+5]	0,7293% (n.s.)	[-5;+5]	0,7293% (n.s.)	[-5;+5]	0,7293% (n.s.)	[-5;+5]	0,7293% (n.s.)	[-5;+5]	0,7293% (n.s.)
	[-20;+20]	-5,8303%	[-20;+20]	-5,8303%	[-20;+20]	-5,8303%	[-20;+20]	-5,8303%	[-20;+20]	-5,8303%
Diversifizierende M&A	[0]	0,5395% (r.s.)	[0]	0,5395% (r.s.)	[0]	0,5395% (r.s.)	[0]	0,5395% (r.s.)	[0]	0,5395% (r.s.)
	[-1;+1]	0,0105% (n.s.)	[-1;+1]	-0,0837% (n.s.)	[-1;+1]	-0,0837% (n.s.)	[-1;+1]	-0,0837% (n.s.)	[-1;+1]	-0,0837% (n.s.)
	[-5;+5]	-1,0567% (n.s.)	[-5;+5]	-1,4715%	[-5;+5]	-1,4715%	[-5;+5]	-1,4715%	[-5;+5]	-1,4715%
	[-20;+20]	-14,1625% (n.s.)	[-20;+20]	-3,1834%	[-20;+20]	-3,1834%	[-20;+20]	-3,1834%	[-20;+20]	-3,1834%
Telecommunications	[0]	1,1655%	[0]	0,9935%	[0]	1,4555%	[0]	1,350%	[0]	1,5930%
	[-1;+1]	1,3143%	[-1;+1]	1,600%	[-1;+1]	1,3955%	[-1;+1]	1,1554%	[-1;+1]	1,1774%
	[-5;+5]	1,2067%	[-5;+5]	1,0735%	[-5;+5]	1,2061%	[-5;+5]	0,3972%	[-5;+5]	1,4911%
	[-20;+20]	-4,3053% (r.s.)	[-20;+20]	-7,0445% (r.s.)	[-20;+20]	-0,4939%	[-20;+20]	-10,3765% (n.s.)	[-20;+20]	-18,9479% (n.s.)
Fokussierende M&A	[0]	-0,2475% (n.s.)	[0]	-0,2475% (n.s.)	[0]	-0,2475% (n.s.)	[0]	-0,2475% (n.s.)	[0]	-0,2475% (n.s.)
	[-1;+1]	-0,2882% (n.s.)	[-1;+1]	-0,2882% (n.s.)	[-1;+1]	-0,2882% (n.s.)	[-1;+1]	-0,2882% (n.s.)	[-1;+1]	-0,2882% (n.s.)
	[-5;+5]	0,4103% (n.s.)	[-5;+5]	0,4103% (n.s.)	[-5;+5]	0,4103% (n.s.)	[-5;+5]	0,4103% (n.s.)	[-5;+5]	0,4103% (n.s.)
	[-20;+20]	0,3933% (n.s.)	[-20;+20]	0,3933% (n.s.)	[-20;+20]	0,3933% (n.s.)	[-20;+20]	0,3933% (n.s.)	[-20;+20]	0,3933% (n.s.)
Diversifizierende M&A	[0]	4,6045%	[0]	4,6045%	[0]	4,6045%	[0]	4,6045%	[0]	4,6045%
	[-1;+1]	4,0083%	[-1;+1]	4,0083%	[-1;+1]	4,0083%	[-1;+1]	4,0083%	[-1;+1]	4,0083%
	[-5;+5]	1,0353% (n.s.)	[-5;+5]	1,0353% (n.s.)	[-5;+5]	1,0353% (n.s.)	[-5;+5]	1,0353% (n.s.)	[-5;+5]	1,0353% (n.s.)
	[-20;+20]	-5,7773% (r.s.)	[-20;+20]	-5,7773% (r.s.)	[-20;+20]	-5,7773% (r.s.)	[-20;+20]	-5,7773% (r.s.)	[-20;+20]	-5,7773% (r.s.)

ABBILDUNG 79: CAAR in ausgewählten Branchen

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Die Differenzierung nach Transaktionen, die von Februar bis Oktober angekündigt worden sind zu denen aus den Monaten November bis Januar zeigt, dass M&A aus den Monaten Februar bis Oktober in allen Branchen zum Ankündigungstag schlechter und die aus den Monaten November bis Januar besser performen als bei der jeweils undifferenzierten Branchenbetrachtung. Bei den Branchen *Banks* und *Diversified Financial Services* kehrt sich dieser Trend ab dem Ereignisfenster [-5;+5] um und Transaktionen der Monate Februar bis Oktober generieren die bessern Ergebnisse. Die Zerlegung auf Fokussierende bzw. Diversifizierende M&A zeigt, dass jeweils der Einzelfall betrachtet und zudem sowohl der Ankündigungszeitraum als auch das betrachtete Ereignisfenster berücksichtigt werden müssen. Die Vorteilhaftigkeit einer bestimmten Transaktionsrichtung lässt sich keiner der hier betrachteten Branchen sich eindeutig zuordnen.

In der in der Branche *Banks* sind bspw. Diversifizierende M&A, die in den Monaten Februar bis Oktober angekündigt werden, renditestärker als Fokussierende M&A. Dies gilt zunächst auch für Transaktionen, die zum Jahreswechsel angekündigt werden, ab dem Ereignisfenster [-5;+5] führen aber Fokussierende M&A zu besseren⁷²⁷ Renditewerten.

In Bezug auf eine Partizipation der Erwerber an steigenden Renditen bei Unternehmenstransaktionen erscheint die Branche *Telecommunications* interessant. Bei Transaktionsankündigungen von Diversifizierenden M&A in den Monaten November bis Januar werden zum Ereignistag [0] durchschnittliche abnormale Renditen von 2,6010 % erwirtschaftet. Das entspricht gegenüber dem Ergebnis der Gesamtanalysestichprobe (0,7199 %) einer Steigerung von über 360 %. Im Ereignisfenster [-20;+20] wird sogar eine CAAR von 8,8797 % erreicht.

Den vorhergegangenen Ausführungen folgend, ist es demnach durch die gezielte Kombination einzelner Erfolgsfaktoren möglich, Renditesteigerungen zu generieren.

⁷²⁷ Weiterhin konnten für die Branche *Banks* in keinem Fall positive Renditen ermittelt werden. „Besser“ bedeutet in diesem Zusammenhang weniger negativ.

6.2. Identifizierung der optimalen Kombination

Wie zu Beginn dieser Arbeit herausgestellt, führt das investierte Kapital in Mergers & Acquisitions bei den Erwerbern häufig zu keinem Mehrwert. Wie gezeigt werden konnte, wirken sich die einzelnen externen Erfolgsfaktoren in verschiedenem Maße auf die Renditeentwicklung der Käuferunternehmen aus. Durch die Kombination einzelner Faktoren können diese Effekte in beide Richtungen verstärkt werden. Den Ergebnissen der vorhergegangenen Ausführungen folgend, sollen daher im Folgenden die externen Erfolgsfaktoren aufgeführt werden, die in Bezug auf Transaktionsankündigungen zu einer Steigerung des Shareholder Value der Käuferunternehmen führen und damit den Erfolg von Mergers & Acquisitions positiv beeinflussen. Dies erfolgt über die Darstellung des Best-Case-Scenarios.

Entsprechend den Ergebnissen wirken Transaktionsankündigungen, je nach Ansässigkeit des Erwerbers auf einem Kontinent, unterschiedlich auf die Renditeentwicklung der Wertpapiere der Käuferunternehmen. Die höchsten Werte werden auf dem Kontinent Australien erreicht⁷²⁸. Des Weiteren konnte in den Untersuchungen gezeigt werden, dass in den Monaten November bis Januar bessere Renditen erzielt werden, als im restlichen Jahr. Den Werten aus TABELLE 31 entsprechend, können die Anteilseigner der Käuferunternehmen auf dem Kontinent Australien durch die Beschränkung auf die Monate um den Jahreswechsel von Renditesteigerung am Ankündigungstag von über 100 % gegenüber der Gesamtanalysestichprobe (0,7199 %) partizipieren und über den Betrachtungszeitraum [-20;+20] eine absolute Steigerung von über 8 % erwirtschaften. Dieses wird durch die grafische Illustration der CAAR über den Ereigniszeitraum in ABBILDUNG 80 verdeutlicht. Im Gegensatz zum Verlauf der CAAR der Gesamtanalysestichprobe⁷²⁹ verläuft diese fast vollständig im positiven Bereich und zeigt annähernd den typischen Verlauf einer erfolgreichen Ankündigung am Kapitalmarkt auf: Bis zum Ankündigungszeitpunkt verläuft die CAAR fast waagrecht zur Abszissenachse, steigt von Tag [-4] bis zu Tag [1] über 3 % beinahe senkrecht zur Ordinatenachse

⁷²⁸ Vgl. KAPITEL 5.4.2.3.1.

⁷²⁹ Vgl. ABBILDUNG 49.

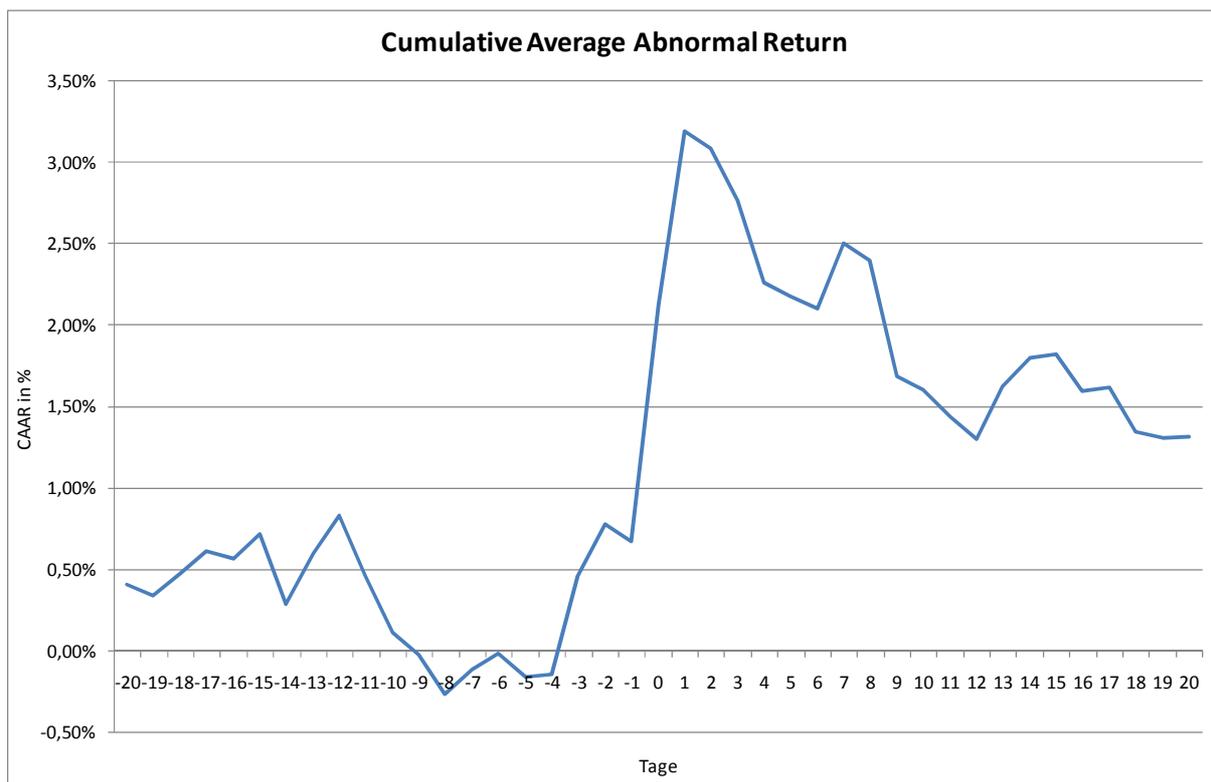
und fällt im weiteren Betrachtungszeitraum von dem neuen Niveau nur langsam wieder ab.

Stichprobengröße: 329									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,4546%	3,4012 ***	0,0007	0,8231	-0,1348	0,0000	0,0974	50,15%	49,85%
-1/0	1,3454%	3,3160 ***	0,0009	0,8231	-0,2035	-0,0006	0,0726	46,50%	53,50%
0/1	2,5200%	5,0771 ***	0,0000	0,8558	-0,2400	0,0002	0,0925	50,61%	49,39%
-1/1	2,4108%	4,9509 ***	0,0000	0,8558	-0,2400	-0,0003	0,0778	48,02%	51,98%
-2/2	2,6250%	4,8773 ***	0,0000	0,8558	-0,2400	-0,0006	0,0656	45,65%	54,35%
-5/5	2,1982%	4,1408 ***	0,0000	0,8558	-0,2751	-0,0007	0,0552	44,85%	55,15%
-10/10	1,1419%	3,1109 ***	0,0019	0,8558	-0,4210	-0,0008	0,0487	43,74%	56,26%
-15/15	1,2552%	3,0356 ***	0,0024	0,8558	-0,4210	-0,0008	0,0460	43,83%	56,17%
-20/20	1,3159%	3,0903 ***	0,0020	0,8558	-0,4210	-0,0008	0,0440	43,64%	56,36%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 31: Werte CAAR bei Monatsbeschränkung auf dem Kontinent AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.



ABILDUNG 80: CAAR bei Monatsbeschränkung auf dem Kontinent AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Darüber hinaus wurde gezeigt, dass sich Continental M&A gegenüber der undifferenzierten Betrachtung entsprechend TABELLE 26 positiv auf die Entwicklung der Überrenditen auswirken. Bezogen auf Australien sind die jeweiligen Renditewerte TABELLE

32 zu entnehmen. Am Ankündigungstag selbst liegen die AAR bei statistisch signifikanten 1,7047 % und die CAAR über den Ereignisraum [-20;+20] bei 3,2068 %. Diese Ergebnisse entsprechen einer weiteren Steigerung gegenüber der Gesamtanalysestichprobe.

Stichprobengröße: 245									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,7047%	3,0385 ***	0,0024	0,8231	-0,1348	-0,0002	0,1051	49,80%	50,20%
-1/0	1,5693%	3,0321 ***	0,0024	0,8231	-0,2035	-0,0006	0,0784	45,71%	54,29%
0/1	2,5885%	4,3367 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	0,0003	0,0905	50,82%	49,18%
-1/1	2,4532%	4,2928 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	-0,0003	0,0766	47,76%	52,24%
-2/2	2,5887%	4,1523 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	-0,0006	0,0649	44,82%	55,18%
-5/5	2,2264%	3,5644 ***	0,0004	0,8231	-0,2717	-0,0007	0,0540	43,86%	56,14%
-10/10	1,8575%	3,1611 ***	0,0016	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0483	43,21%	56,79%
-15/15	2,6580%	3,6826 ***	0,0002	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0462	43,50%	56,50%
-20/20	3,2068%	4,0292 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0442	43,22%	56,78%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 32: Werte CAAR bei Monatsbeschränkung, Continental M&A in AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

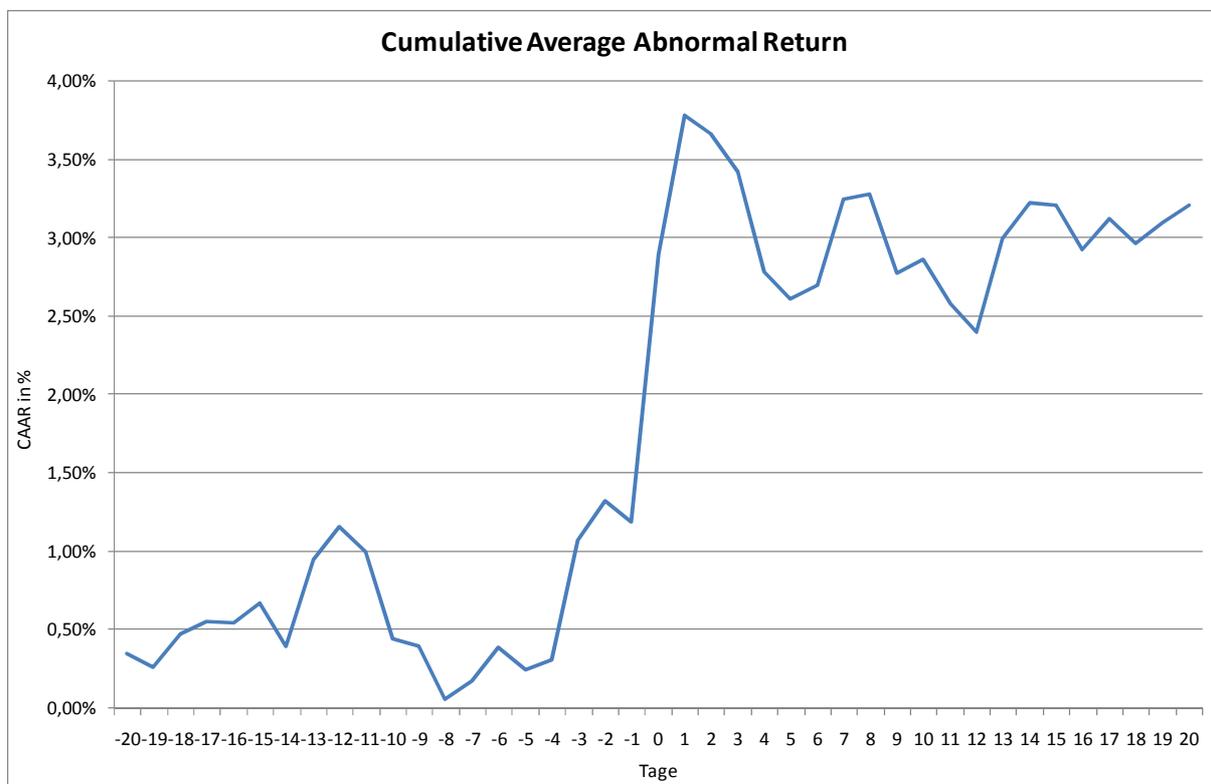


ABBILDUNG 81: CAAR bei Monatsbeschränkung, Continental M&A in AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Der Verlauf der CAAR verschiebt sich dadurch insgesamt in den positiven Bereich. Gut zu erkennen ist in ABBILDUNG 81 die frühzeitige Antizipation auf die Transaktionsankündigung am Kapitalmarkt am Tag [-4]. Bis zum Tag [1] erfolgt ein Renditeanstieg auf beinahe 3,8 %. Im weiteren Verlauf ist der Niveaurückgang nur marginal, die CAAR verläuft mit kleinen Schwankungen annähernd waagrecht zur 3%-Marke. Dagegen erleidet der Shareholder Value der Käuferunternehmen bei Crosscontinental M&A auf dem Kontinent Australien erhebliche Einbrüche⁷³⁰. Der Wertverlust liegt im Gesamtbetrachtungszeitraum bei -4,1596 % und die Überrendite zum Ereignistag [0] liegt mit 0,7187 % unter dem Wert der Gesamtanalysestichprobe.

Wie die Untersuchungen in KAPITEL 5 zeigen, erreichen Transaktionen im Land Australien die beste Renditeperformance aller betrachteten Länder⁷³¹. Die Beschränkung auf das Land Australien führt zu einer weiteren Wertsteigerung, wie TABELLE 33 und ABBILDUNG 82 aufzeigen. Allerdings sinkt das Renditeniveau bei ausschließlicher Betrachtung von National M&A im Land Australien⁷³² entgegen des allgemeinen Trends und der Analyseergebnisse aus TABELLE 28 ab.

Stichprobengröße: 231									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,8429%	3,1083 ***	0,0019	0,8231	-0,1348	0,0000	0,1079	50,22%	49,78%
-1/0	1,7116%	3,1413 ***	0,0017	0,8231	-0,2035	-0,0006	0,0805	45,67%	54,33%
0/1	2,6683%	4,2557 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	0,0003	0,0928	50,87%	49,13%
-1/1	2,5370%	4,2507 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	-0,0003	0,0785	47,62%	52,38%
-2/2	2,7210%	4,0673 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	-0,0006	0,0664	44,59%	55,41%
-5/5	2,5655%	3,5843 ***	0,0003	0,8231	-0,2717	-0,0007	0,0549	44,00%	56,00%
-10/10	2,1322%	3,1235 ***	0,0018	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0490	43,35%	56,65%
-15/15	3,1844%	3,7918 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0468	43,85%	56,15%
-20/20	3,6304%	4,0185 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0449	43,47%	56,53%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 33: Werte CAAR bei Monatsbeschränkung, Land AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

⁷³⁰ Vgl. die Abbildung der CAAR, wie die entsprechenden Werte und die Ergebnisse der t-Tests im ANHANG S. 371.

⁷³¹ Vgl. KAPITEL 5.4.2.3.3.

⁷³² Vgl. die Abbildungen der CAAR, wie die entsprechenden Werte und die Ergebnisse der t-Tests im ANHANG S. 372.

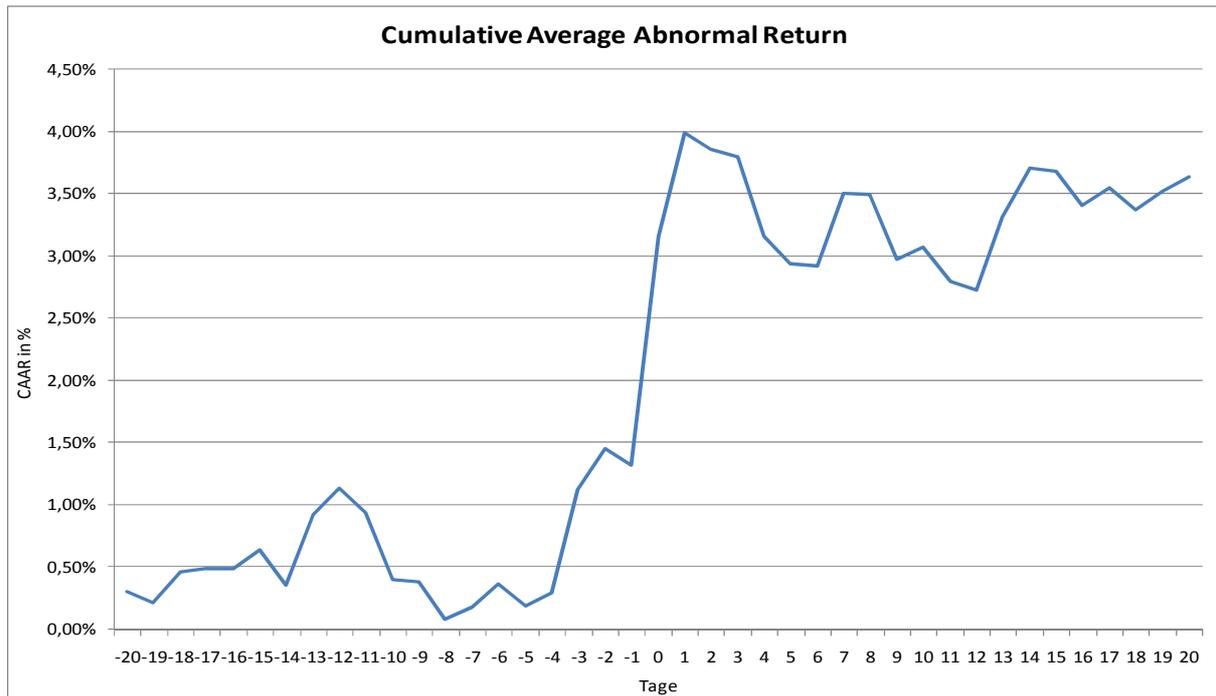


ABBILDUNG 82: CAAR bei Monatsbeschränkung, Land AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Crossborder M&A führen in Australien dagegen zu einer weiteren Wertsteigerung, wie aus ABBILDUNG 83 und TABELLE 34 zu entnehmen ist⁷³³. Zum Ereignistag [0] werden abnormale Renditen von 3,2194 % erreicht und insgesamt partizipieren die Erwerber an einer Überrendite von 6,5163 %. Allerdings handelt es sich hierbei um nicht signifikante Ergebnisse.

Stichprobengröße: 20									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	3,2194%	0,7955	0,4263	0,5915	-0,0371	0,0012	0,1406	55,00%	45,00%
-1/0	2,6466%	0,2460	0,8057	0,5915	-0,0371	-0,0014	0,1010	42,50%	57,50%
0/1	2,4180%	0,0671	0,9465	0,5915	-0,1533	0,0012	0,1059	52,50%	47,50%
-1/1	1,8452%	-0,2089	0,8345	0,5915	-0,1533	-0,0012	0,0869	45,00%	55,00%
-2/2	2,2865%	-0,0484	0,9614	0,5915	-0,1533	-0,0008	0,0689	47,00%	53,00%
-5/5	-1,5922%	-0,5352	0,5925	0,5915	-0,2717	-0,0005	0,0548	45,91%	54,09%
-10/10	2,1477%	0,2230	0,8235	0,5915	-0,2717	-0,0002	0,0478	48,57%	51,43%
-15/15	5,0698%	0,4899	0,6242	0,5915	-0,2717	-0,0004	0,0452	47,42%	52,58%
-20/20	6,5163%	0,6898	0,4904	0,5915	-0,2717	-0,0005	0,0426	47,32%	52,68%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 34: Werte CAAR bei Monatsbeschr., Crossborder M&A, Land AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

⁷³³ Da die Stichprobengröße einen Wert $n < 30$ erreicht hat, werden an dieser Stelle keine weiteren Faktoren hinzugefügt.

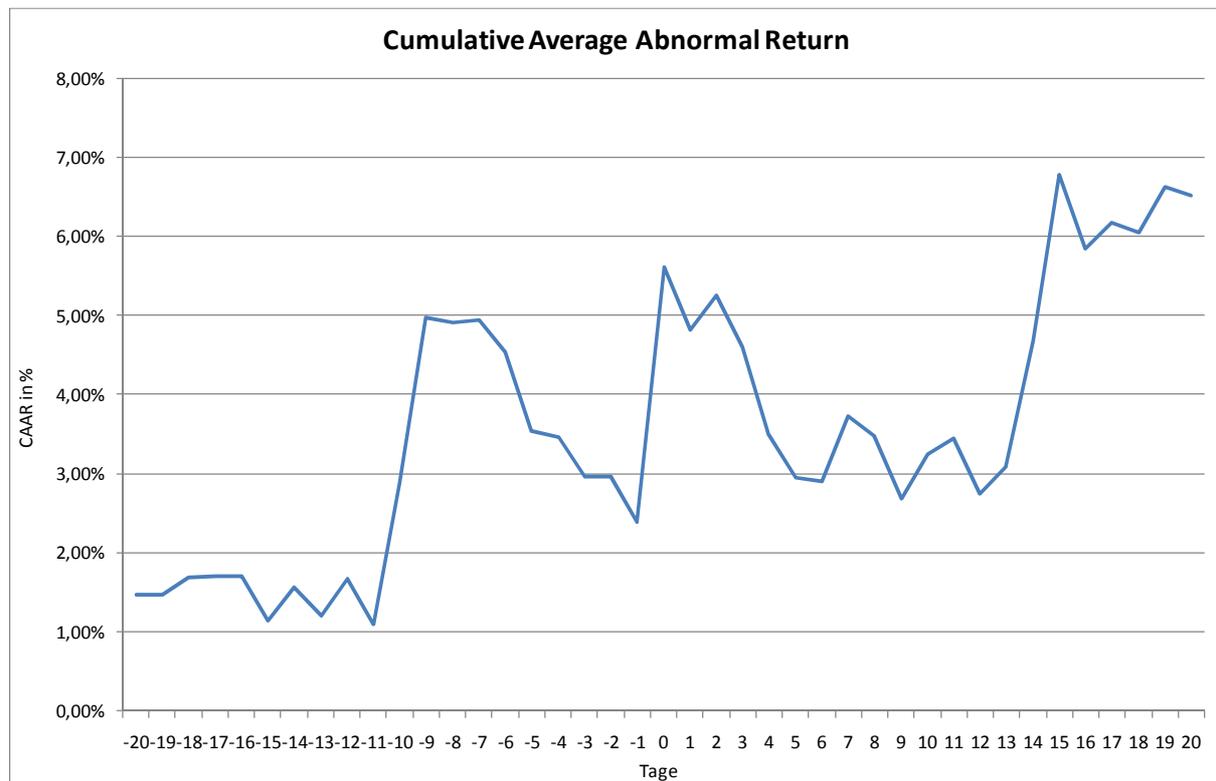


ABBILDUNG 83: CAAR bei Monatsbeschr., Crossborder M&A, Land AU

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Entsprechend den Untersuchungsergebnissen üben die verschiedenen Sektoren und die ihnen untergeordneten Branchen unterschiedlich Einfluss auf die Performanceentwicklung der Wertpapiere der Käuferunternehmen aus. Allgemeine Tendenzen über alle Sektoren bzw. Branchen sind nicht zu spezifizieren, vielmehr wurde gezeigt, dass der Einzelfall betrachtet werden muss. In den vorangegangenen Analysen konnte diesbezüglich gezeigt werden, dass Transaktionen in dem Sektor *Financial* die geringsten Wertzuwächse generieren und M&A von Unternehmen, die der Branche *Banks* zugehörig sind, sogar negative AAR am Ankündigungstag erwirtschaften. Des Weiteren führen laut den Untersuchungsergebnissen Diversifizierende M&A in der Branche *Telecommunications* bei Transaktionsankündigungen in den Monaten November bis Januar zu erhöhten Renditen.

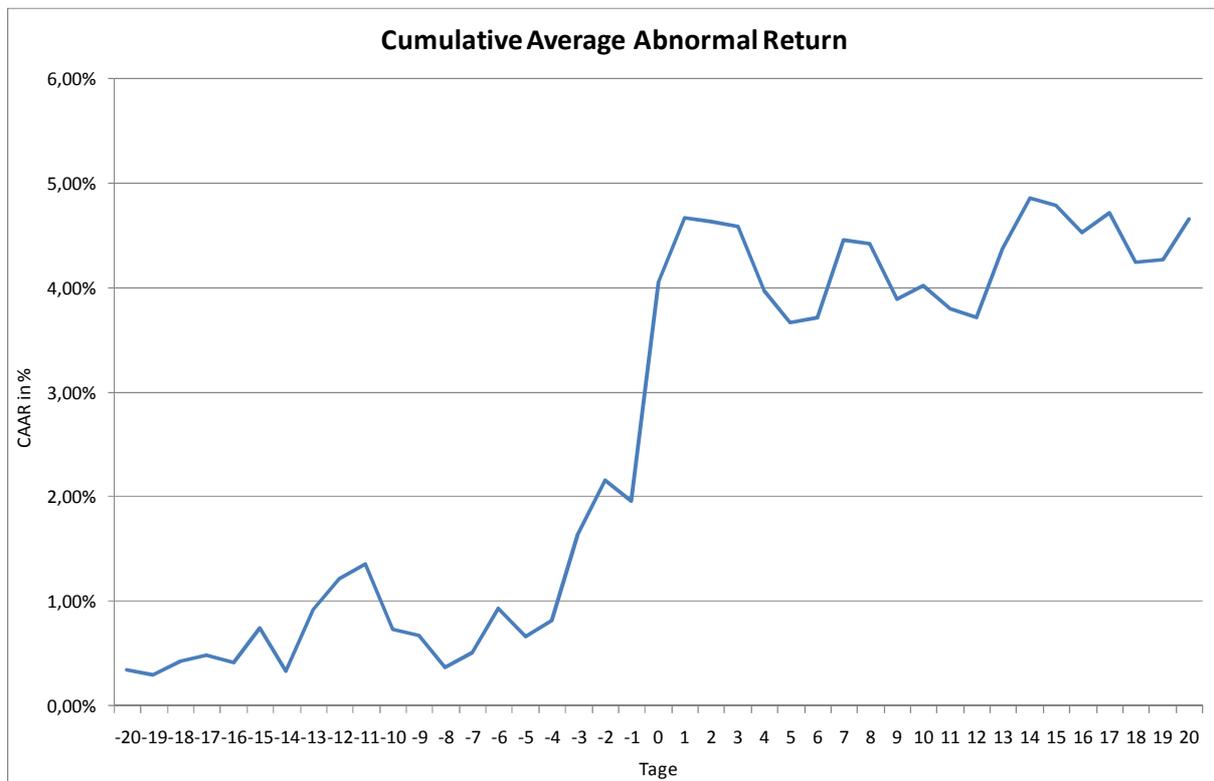


ABBILDUNG 84: CAAR Land AU bei Monatsbeschr., ohne Sektor Financial

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Stichprobengröße: 189									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,0961%	2,9360 ***	0,0033	0,8231	-0,1348	0,0003	0,1185	51,85%	48,15%
-1/0	1,9004%	2,8509 ***	0,0044	0,8231	-0,2035	-0,0006	0,0880	46,30%	53,70%
0/1	2,7164%	3,3800 ***	0,0007	0,8231	-0,2400	0,0001	0,1014	50,26%	49,74%
-1/1	2,5206%	3,2990 ***	0,0010	0,8231	-0,2400	-0,0003	0,0854	47,09%	52,91%
-2/2	3,0061%	3,5334 ***	0,0004	0,8231	-0,2400	-0,0006	0,0720	44,76%	55,24%
-5/5	2,7324%	3,1387 ***	0,0017	0,8231	-0,2717	-0,0007	0,0586	44,16%	55,84%
-10/10	2,6699%	2,9259 ***	0,0034	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0520	43,59%	56,41%
-15/15	4,3753%	3,8142 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0497	44,05%	55,95%
-20/20	4,6669%	3,8643 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0009	0,0475	43,46%	56,54%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 35: Werte CAAR Land AU bei Monatsbeschr., ohne Sektor Financial

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Ausgehend von Stichprobe Transaktionen, die in den Monaten November bis Januar im Land Australien angekündigt wurden (vgl. TABELLE 33) wird der Sektor *Financial* von der weiteren Betrachtung ausgeschlossen⁷³⁴. Eine erneute wertsteigernde

⁷³⁴ Eine Betrachtung derjenigen Transaktionen, die im Land Australien in den Monaten November bis Januar als Diversifizierende M&A der Branche Telecommunications angekündigt wurden, unter-

Wirkung auf den Shareholder Value der Anteilseigner der Käuferunternehmen zu der vorhergehenden Betrachtung ist zu erkennen. Bis zum Tag [+1] werden CAAR von fast 4,7 % erwirtschaftet, welche sich im weiteren Verlauf der Ereignisperiode fast unverändert auf diesem Niveau hält (vgl. ABBILDUNG 84 und TABELLE 35).

Zudem wurde in den vorangegangenen Analysen festgestellt, dass die Höhe des Transaktionsvolumens Einfluss auf den Erfolg von M&A-Transaktionen nehmen kann. Dem folgend wird die bisherige Betrachtung auf Mergers & Acquisitions eingeschränkt, deren maximales Volumen 100 Mio. USD nicht überschreitet⁷³⁵. Eine weitere signifikante Wertsteigerung für die Käuferunternehmen ist zu beobachten.

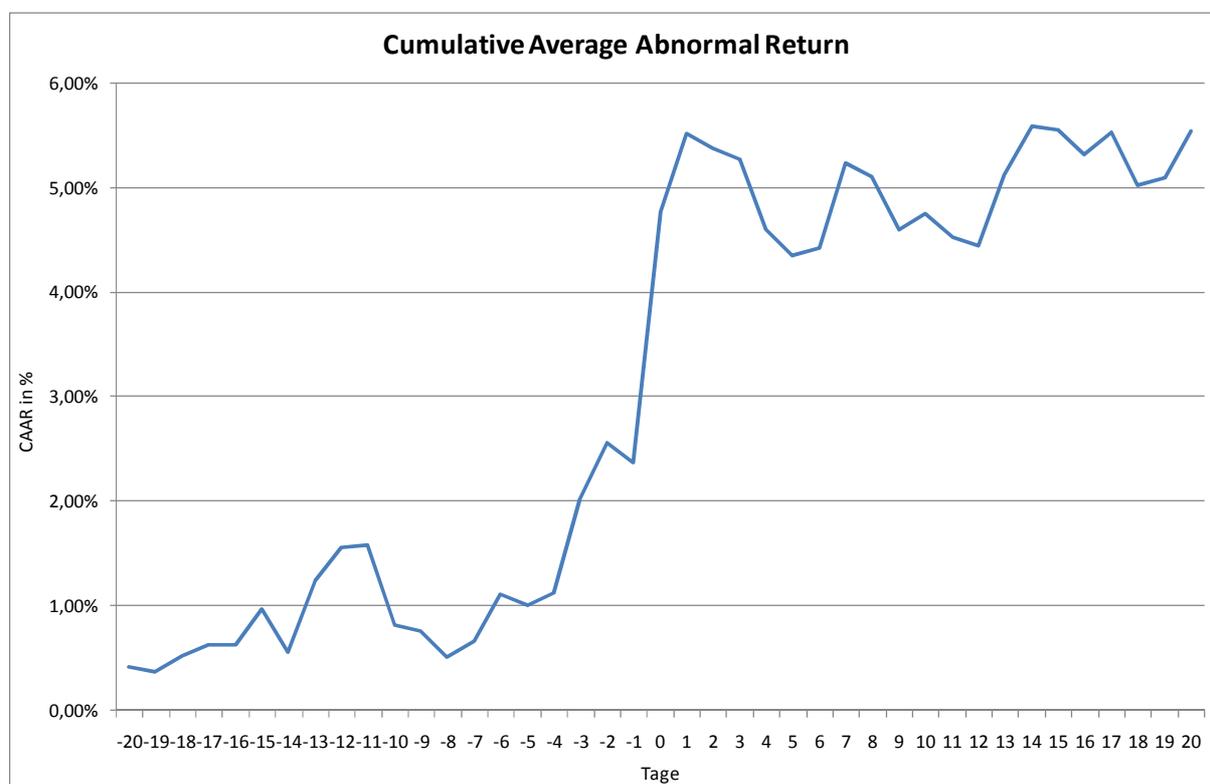


ABBILDUNG 85: CAAR Land AU, Nov.-Jan., ohne Financial, ≤ 100 Mio. USD

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

bleibt aufgrund der geringen Stichprobengröße (n=5). Die Abbildungen der CAAR, wie die entsprechenden Werte und die Ergebnisse der t-Tests sind bei Interesse dem ANHANG S. 373 zu entnehmen.

⁷³⁵ Eine niedrigere Volumenbeschränkung wäre aufgrund der sich daraus ergebenden geringen Stichprobengröße ohne Aussagekraft.

Stichprobengröße: 174										
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	2,3808%	3,1373 ***	0,0017	0,8231	-0,1348	0,0010	0,1228	54,02%	45,98%	
-1/0	2,1969%	3,0765 ***	0,0021	0,8231	-0,2035	-0,0005	0,0913	47,13%	52,87%	
0/1	3,1386%	3,7483 ***	0,0002	0,8231	-0,2400	0,0009	0,1050	52,30%	47,70%	
-1/1	2,9547%	3,6819 ***	0,0002	0,8231	-0,2400	-0,0002	0,0885	48,28%	51,72%	
-2/2	3,3580%	3,6943 ***	0,0002	0,8231	-0,2400	-0,0005	0,0746	45,52%	54,48%	
-5/5	3,2268%	3,3760 ***	0,0007	0,8231	-0,2717	-0,0007	0,0604	44,15%	55,85%	
-10/10	3,1729%	3,0981 ***	0,0019	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0535	43,38%	56,62%	
-15/15	4,9250%	3,8230 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0512	43,77%	56,23%	
-20/20	5,5348%	4,1162 ***	0,0000	0,8231	-0,4210	-0,0009	0,0489	43,24%	56,76%	

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

TABELLE 36: Werte CAAR Land AU, Nov.-Jan., ohne Financial, ≤ 100 Mio. USD

Quelle: EIGENE DARSTELLUNG.

Entsprechend TABELLE 36 liegen die positiven Überrenditen am Ankündigungstag bei 2,3808 % und damit 330 % über dem Niveau der Gesamtanalysestichprobe. Über das gesamte Ereignisfenster [-20;+20] hinweg ergeben sich CAAR von 5,5348 %, wie auch aus ABBILDUNG 85 ersichtlich wird.

Den vorangegangenen Ausführungen folgend, kann schlussfolgernd bestätigt werden, dass durch die entsprechende Kombination von Erfolgsfaktoren die Möglichkeit der Gestaltung und Beeinflussung des Erfolgs von M&A-Transaktionen besteht bzw. Möglichkeit die Renditeerwartungen der Wertpapiere der Erwerberunternehmen in bestimmtem Maße zu prognostizieren. Bezogen auf die untersuchte Analysestichprobe partizipieren die Käuferunternehmen am ehesten von entsprechend positiven Überrenditen, die in Australien ansässig sind, nicht dem Sektor Financial zugehörig sind und darüber hinaus ihre Transaktion in den Monaten Januar, November oder Dezember ankündigen. Zusammengefasst dargestellt sind die Ergebnisse der nachfolgenden ABBILDUNG 86 zu entnehmen.

7. Zusammenfassung und Ausblick

Ausgehend von der hohen Anzahl an strategischen Erwerbern, die bei dem Versuch durch Mergers & Acquisitions ihr Unternehmen an die sich verändernden Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen anzupassen, um ihre Wirtschaftskraft zu erhalten bzw. zu stärken, den geplanten Erfolg nicht realisieren können, sollten in der vorliegenden Arbeit externe Erfolgsfaktoren identifiziert werden, um damit einen Beitrag zur Verbesserung der Erfolgsquote von Mergers & Acquisitions auf der Erwerberseite zu leisten.

Dabei stellte sich zunächst die Frage, welche externen Faktoren den Erfolg von Unternehmenstransaktionen überhaupt beeinflussen können. Zur Ermittlung möglicher Einflussfaktoren wurde, nach einer theoretischen Darlegung des Phänomens „Mergers & Acquisitions“, die gesamte akquisitionsrelevante Literatur betrachtet und die bisherigen Kapitalmarktstudien, die den Erfolg von M&A zum Gegenstand haben, analysiert. Als potentielle Erfolgsfaktoren konnten daraus

- das Transaktionsvolumen
- der Zeitlicher Fokus
- der Geografischer Fokus
- der Wirtschaftlicher Fokus

von Transaktionen abgeleitet werden, zu denen eine empirische Analyse der Erfolgswirkung auf M&A möglich ist. Daneben konnte gezeigt werden, dass sich die bisher umfangreich durchgeführten Studien hauptsächlich auf die Zielunternehmen konzentrieren. Die vorhandenen Untersuchungen zu den Käuferunternehmen weisen dagegen zum Teil recht große Unterschiede bei der Erfolgsbeurteilung von Ankündigungseffekten von Unternehmenstransaktionen auf, oftmals mit insignifikanten Ergebnissen und lassen daher keinen eindeutigen Schluss über die Vorteilhaftigkeit der jeweiligen Einflussfaktoren in Bezug auf den Transaktionserfolg zu.

Zur Beurteilung der Relevanz der potentiellen Erfolgsfaktoren wurde in einer der bisher größten Kapitalmarktstudien auf weltweit 30.285 M&A der Jahre 1980 bis 2009 zurückgegriffen, in welcher die Faktoren auf ihre jeweilige Erfolgswirkung untersucht wurden. Im Gegensatz zu vielen anderen Studien konnten für die

Käuferunternehmen zum größten Teil signifikante Ergebnisse ermittelt werden. Dabei stellt sich heraus, dass die jeweiligen Erfolgsfaktoren den Erfolg von Mergers & Acquisitions unterschiedlich stark beeinflussen können. So ist es beispielsweise von Bedeutung, zu welchem Zeitpunkt im Jahresverlauf die Transaktionsankündigung erfolgt, auf welchem Kontinent Erwerber und Target ansässig sind und welcher Branche die jeweiligen Unternehmen zugehörig sind.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass auch durch die, auf Basis der ermittelten Ergebnisse, gezielte Kombination von Erfolgsfaktoren und den Ausschluss von Risikofaktoren keine Renditegewinne in den Höhen generiert werden konnten, wie sie auf Seite der Zielunternehmen üblich sind und der Gesamteinfluss auf den Shareholder Value der Anteilseigner der Käuferunternehmen bei den meisten M&A wertvernichtender Natur ist. Aber durch die entsprechende Kombination von Erfolgsfaktoren besteht die Möglichkeit, in gewissem Maße, die Rendite der Wertpapiere der Käuferunternehmen zu beeinflussen.

Zur Verifizierung der Ergebnisse wäre ein Experimental Design denkbar, das die Ergebnisse dieser Untersuchung als Lernperiode aufnimmt, die Resultate als Gleichung aufstellt und in einer Testperiode überprüft.

Abschließend sei „zu der Kapitalmarktreaktion als geeigneter Erfolgsindikator (...) anzumerken, dass es sich hierbei um Erwartungen des Kapitalmarktes handelt. Welche Fehler von den Verantwortlichen möglicherweise ex post in der Integrationsphase gemacht werden, kann auch ein effizienter Kapitalmarkt nicht prognostizieren.“⁷³⁶

⁷³⁶ PICKEN, L. G. (2003), S. 62.

ANHANG

Anhang

Länderkürzel	216
Verteilung der M&A-Transaktionen über die Zeit	217
Länderzuordnung	218
Verteilung der M&A-Transaktionen über die Länder	219
Anteil der National M&A und der Crossborder M&A je Land	220
Staatenverbund: Anteil der National M&A und der Crossborder M&A	221
Staatengruppe: Anteil der National M&A und der Crossborder M&A	222
Sektoren- und Branchenklassifikation	223
Verteilung der M&A-Transaktionen über die Sektoren	225
Anteile der sektorinternen M&A und sektorexternen M&A	225
Anzahl der M&A-Transaktionen nach Erwerberbranche	226
Anzahl der M&A-Transaktionen nach Zielbranche	227
Anteil an fokussierenden und diversifizierenden M&A	228
Entwicklung des Transaktionsvolumens über die Zeit	230
Entwicklung des Transaktionsvolumens im Jahresverlauf	230
Transaktionsvolumina je Kontinent	231
Transaktionsvolumina je Sektor	232
Transaktionsvolumina je Branche	233
AAR der Analytestichprobe je Tag	234
AAR in den einzelnen Jahren	235
Abbildung AAR der einzelnen Quartile	237
CAAR der einzelnen Quartile	238
Abbildung AAR bei bestimmten Transaktionsvolumina	239
CAAR bei bestimmten Transaktionsvolumina	240
Abbildung AAR pro Jahr	242

CAAR der einzelnen Jahre	246
Abbildung AAR pro Monat	253
CAAR der einzelnen Monate	255
Abbildung AAR pro Monat im Jahr 2000.....	258
CAAR der einzelnen Monate im Jahr 2000.....	260
Abbildung AAR pro Monat (ohne Jahr 2000).....	263
CAAR der einzelnen Monate (ohne Jahr 2000).....	265
CAAR in den Jahreshälften (ohne Jahr 2000)	268
CAAR in den Quartalen (ohne Jahr 2000).....	269
Abbildung AAR je Kontinent (Erwerber).....	270
CAAR der einzelnen Kontinente (Erwerber)	271
Abbildung AAR je Kontinent (Ziel)	273
CAAR der einzelnen Kontinente (Ziel).....	274
Abbildung AAR Continental M&A	276
CAAR bei Continental M&A	277
Abbildung AAR Crosscontinental M&A.....	279
CAAR bei Crosscontinental M&A	280
CAAR bei Crosscontinental M&A (spezifiziert nach Zielkontinent)	282
Abbildung AAR je Land (Erwerber).....	287
CAAR der einzelnen Länder (Erwerber)	290
Abbildung AAR je Land (Ziel)	295
CAAR der einzelnen Länder (Ziel).....	298
Abbildung AAR National M&A	303
CAAR bei National M&A.....	306
Abbildung AAR Crossborder M&A.....	311
CAAR bei Crossborder M&A	314
Abbildung AAR je Sektor (Erwerber)	319

CAAR in den einzelnen Sektoren (Erwerber)	321
Abbildung AAR je Sektor (Ziel)	324
CAAR in den einzelnen Sektoren (Ziel)	326
Abbildung AAR je Erwerbersektor (intern).....	329
CAAR der sektorinternen M&A	331
Abbildung AAR je Erwerberekter (extern).....	334
CAAR der sektorexternen M&A.....	336
Abbildung AAR je Branche (Erwerber)	339
CAAR in den einzelnen Branchen (Erwerber)	342
Abbildung AAR je Branche (Ziel).....	347
CAAR in den einzelnen Branchen (Ziel)	350
Abbildung AAR bei fokussierenden M&A.....	355
CAAR bei fokussierenden M&A.....	358
Abbildung AAR bei diversifizierenden M&A.....	363
CAAR bei diversifizierenden M&A	366
Monatsbeschränkung, Crosscontinantal M&A Kontinent Australien	371
Monatsbeschränkung, National M&A Land Australien.....	372
Monatsbeschränkung, Land AU, Div. M&A, Branche Telecommunications.....	373

Länderkürzel

Kürzel	Land	Kürzel	Land
AG	ANTIGUA & BARBU	KZ	KAZAKHSTAN
AR	ARGENTINA	LC	LIECHTENSTEIN
AS	AUSTRIA	LE	LEBANON
AU	AUSTRALIA	LN	LITHUANIA
BD	BERMUDA	LX	LUXEMBOURG
BE	BELGIUM	MA	MALAYSIA
BH	BAHAMAS	MO	MOROCCO
BI	BELIZE	MP	MAURITIUS
BJ	BAHRAIN	MX	MEXICO
BP	BULGARIA	NA	NAMIBIA
BR	BARBADOS	NE	NETHERLANDS
BZ	BRAZIL	NG	NIGERIA
CA	CANADA	NO	NORWAY
CC	CYPRUS	NV	NETH. ANTILLES
CH	CHINA	NZ	NEW ZEALAND
CI	CAYMAN ISLANDS	OM	OMAN
CL	CHILE	PD	POLAND
CO	COLOMBIA	PE	PERU
CR	COSTA RICA	PH	PHILIPPINES
CZ	CZECH	PK	PAKISTAN
DE	DENMARK	PO	PORTUGAL
DK	FAEROE ISLAND	PP	PAPUA N.GUINEA
DR	DOMINICAN REPB.	PR	PUERTO RICO
EE	ESTONIA	QA	QATAR
EG	EGYPT	RO	ROMANIA
FI	FINLAND	RR	SERBIA
FR	FRANCE	RU	RUSSIA
GB	BRITAIN	SA	SOUTH AFRICA
GE	GERMANY	SI	SINGAPORE
GH	GHANA	SK	SOUTH KOREA
GI	GIBRALTAR	SL	SRI LANKA
GR	GREECE	SP	SPAIN
GS	GUERNSEY	SR	SAUDI ARABIA
HK	HONG KONG	SV	SLOVENIA
HR	CROATIA	SW	SWEDEN
HU	HUNGARY	SZ	SWITZERLAND
IC	ICELAND	TA	TAIWAN
ID	INDONESIA	TH	THAILAND
IN	INDIA	TN	TUNISIA
IO	ISLE OF MAN	TR	TRINIDAD
IR	IRELAND	TU	TURKEY
IS	ISRAEL	U2	MACAU
IT	ITALY	UA	UAE
JE	JERSEY	UK	UKRAINE
JM	JAMAICA	US	UNITED STATES
JN	JAPAN	VS	BRITISH VIRGIN
JO	JORDAN	VZ	VENEZUELA
KN	KENYA	ZI	ZIMBABWE
KU	KUWAIT	ZM	ZAMBIA

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Verteilung der M&A-Transaktionen über die Zeit

	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Gesamt
1980	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1981	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1982	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1983	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
1984	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1985	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2
1986	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	3
1987	0	0	3	2	2	0	3	0	0	0	2	4	16
1988	2	3	2	3	1	2	0	3	5	2	0	5	28
1989	2	4	9	2	2	8	0	6	1	1	5	3	43
1990	4	1	5	1	2	3	2	6	1	2	3	0	30
1991	8	0	2	4	2	1	1	0	0	4	3	3	28
1992	4	3	6	7	9	11	22	11	11	11	10	16	121
1993	13	7	18	6	12	14	17	24	15	9	15	15	165
1994	27	19	11	9	16	15	25	31	11	14	15	27	220
1995	20	20	33	14	32	23	21	27	19	25	20	11	265
1996	37	43	31	31	27	27	22	26	26	45	29	40	384
1997	25	33	32	22	40	39	28	33	43	49	46	65	455
1998	43	60	63	72	62	78	90	69	69	61	77	78	822
1999	68	61	95	70	89	97	83	95	91	75	88	88	1000
2000	75	103	94	75	112	123	115	183	334	315	237	282	2048
2001	248	248	263	249	280	269	273	207	189	253	210	179	2868
2002	215	171	202	231	240	205	219	173	200	222	146	181	2405
2003	154	153	173	214	170	203	253	189	226	267	238	249	2489
2004	238	247	284	294	256	308	270	239	252	230	255	317	3190
2005	247	249	245	238	265	282	265	282	272	296	277	274	3192
2006	273	282	299	267	342	315	272	253	250	271	242	218	3284
2007	259	259	251	235	296	310	316	299	286	331	297	268	3407
2008	293	265	249	299	228	225	245	193	211	174	134	160	2676
2009	131	85	85	115	97	91	100	83	109	109	87	51	1143
Gesamt	2387	2316	2455	2460	2582	2650	2642	2432	2623	2766	2437	2535	30285

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Länderzuordnung

Kontinent	Länder										
Europa	DE	FR	GB	IO	IR	IT	JE	LN	LX	NE	
	NO	PD	PO	RO	RR	SP	SV	SW	SZ		
Asien	IN	IS	JN	JO	KU	KZ	LE	MA	OM	PH	PK
	QA	RU	SI	SK	SL	SR	TA	TH	TU	U2	UA
Afrika	KN	MO	MP	NA	NG	SA	ZM				
Australien	AU	NZ	PP								
Amerika	CA	MX	NV	PE	PR	US	VS	VZ			

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Anteil der National M&A und der Crossborder M&A je Land

Länder	Anzahl gesamt	Anzahl Nationale M&A	%	Anzahl Crossborder M&A	%
US	17.770	14.847	83,55	2.923	16,45
GB	2.608	1.503	57,63	1.105	42,37
CA	1.905	1.255	65,88	650	34,12
AU	1.405	1.046	74,45	359	25,55
FR	948	282	29,75	666	70,25
MA	896	742	82,81	154	17,19
SW	660	230	34,85	430	65,15
NE	646	159	24,61	487	75,39
SK	493	450	91,28	43	8,72
SZ	487	85	17,45	402	82,55
SI	251	116	46,22	135	53,78
IR	245	29	11,84	216	88,16
IN	214	127	59,35	87	40,65
SA	209	143	68,42	66	31,58
SP	201	90	44,78	111	55,22
IT	179	90	50,28	89	49,72
NO	174	60	34,48	114	65,52
DE	142	42	29,58	100	70,42
TA	138	109	78,99	29	21,01
RU	120	96	80,00	24	20,00
IS	102	42	41,18	60	58,82
NZ	86	49	56,98	37	43,02
MX	61	31	50,82	30	49,18
TU	39	38	97,44	1	2,56
TH	38	29	76,32	9	23,68
LX	38	2	5,26	36	94,74
PD	38	32	84,21	6	15,79
PO	31	25	80,65	6	19,35
PK	31	31	100,00	0	0,00
PH	26	16	61,54	10	38,46
JN	13	11	84,62	2	15,38
PR	10	1	10,00	9	90,00
PE	10	7	70,00	3	30,00
VS	8	0	0,00	8	100,00
KU	7	2	28,57	5	71,43
JE	6	0	0,00	6	100,00
UA	4	1	25,00	3	75,00
NV	4	0	0,00	4	100,00
LN	4	3	75,00	1	25,00
KN	4	1	25,00	3	75,00
SR	4	3	75,00	1	25,00
PP	4	0	0,00	4	100,00
OM	3	3	100,00	0	0,00
VZ	2	2	100,00	0	0,00
MO	2	2	100,00	0	0,00
SL	2	2	100,00	0	0,00
NG	2	2	100,00	0	0,00
SV	2	1	50,00	1	50,00
RO	2	2	100,00	0	0,00
NA	2	1	50,00	1	50,00
IO	1	0	0,00	1	100,00
QA	1	1	100,00	0	0,00
KZ	1	0	0,00	1	100,00
MP	1	1	100,00	0	0,00
LE	1	1	100,00	0	0,00
ZM	1	1	100,00	0	0,00
JO	1	1	100,00	0	0,00
U2	1	0	0,00	1	100,00
RR	1	1	100,00	0	0,00
Gesamt	30.285	21.846	72,13	8.439	27,87

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Staatenverbund: Anteil der National M&A und der Crossborder M&A

NAFTA	National	Crossborder
Vereinigte Staaten	14.847	2.923
Kanada	1.255	650
Mexiko	31	30
Gesamt	16.133	3.603

BRIC	National	Crossborder
Brasilien	0	0
Russland	96	24
Indien	127	87
China	0	0
Gesamt	223	111

ASEAN	National	Crossborder
Brunei	0	0
Kambodscha	0	0
Indonesien	0	0
Laos	0	0
Malaysia	742	154
Myanmar	0	0
Philippinen	16	10
Singapur	116	135
Thailand	29	9
Vietnam	0	0
Gesamt	903	308

GUS	National	Crossborder
Armenien	0	0
Aserbaidshan	0	0
Weißrussland	0	0
Kasachstan	0	1
Kirgistan	0	0
Moldawien	0	0
Russland	96	24
Tadschikistan	0	0
Turkmenistan	0	0
Ukraine	0	0
Usbekistan	0	0
Gesamt	96	25

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Staatengruppe: Anteil der National M&A und der Crossborder M&A

G8	National	Crossborder
Deutschland	0	0
Vereinigte Staaten	14.847	2.923
Japan	11	2
Groß Britannien	1.503	1.105
Kanada	1.255	650
Frankreich	282	666
Italien	80	89
Russland	96	24
Gesamt	18.074	5.459

G15 (18 Mitglieder)	National	Crossborder
Jamaika	0	0
Mexiko	31	30
Indien	127	87
Indonesien	0	0
Iran	0	0
Malaysia	742	154
Sri Lanka	2	0
Argentinien	0	0
Brasilien	0	0
Chile	0	0
Peru	7	3
Venezuela	2	0
Algerien	0	0
Ägypten	0	0
Kenia	1	3
Nigeria	2	0
Senegal	0	0
Simbabwe	1	0
Gesamt	915	277

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Sektoren- und Branchenklassifikation

Sektor	Branchen
Basic Materials (Grundstoffe)	Chemicals (Chemikalien) Forest Products&Paper (Holz, Papier) Iron/Steel (Eisen/Stahl) Mining (Bergbau)
Communications (Kommunikation)	Advertising (Werbung) Internet (Internet) Media (Medien) Telecommunications (Telekommunikation)
Consumer, Cyclical Konsumgüter (zyklisch)	Airlines (Flugzeug) Apparel (Bekleidung) Auto Manufactures (Automobilhersteller) Auto Parts&Equipment (Autiomobilzulieferer) Distribution/Wholesale (Distribution/Großhandel) Entertainment (Unterhaltung) Food Service (Lebensmittel) Home Builders (Handwerker) Home Furnishings (Haushaltsmöbel) Housewares (Haushaltswaren) Leisure Time (Freizeit) Lodging (Hotel) Office Furnishings (Büromöbel) Retail (Einzelhandel) Storage/Warehousing (Lagerwesen) Textiles (Textilien) Toys/Games/Hobbies (Spiele/Spielzeug/Hobbies)
Consumer, Non-Cyclical Konsumgüter (nicht-zyklisch)	Agriculture (Agrarprodukte) Beverages (Getränke) Biotechnology (Biotechnologie) Commercial Services (Werbung) Cosmetics/Personal Care (Kosmetik/Pflegeprodukte) Food (Nahrung) Healthcare-Products (Gesundheitsprodukte) Healthcare-Services (Gesundheitservices) Household Products/Wares (Haushalts-Produkte/-Waren) Pharmaceuticals (Arzneimittel)
Diversified (Diversifiziert)	Holding Companies-Divers (Holding-Gesellschaften)
Energy (Energie)	Coal (Kohle) Energy-Alternate Sources (alternative Energiequellen) Oil&Gas (Öl- und Erdgasgewinnung) Oil&Gas Services (Öl- und Erdgasversorgung) Pipelines (Pipelines)

Sektoren- und Branchenklassifikation (Fortsetzung)

Sektor	Branchen
Financial (Finanz)	Banks (Banken) Closend-end Funds (geschlossener Fonds) Country Funds Closed-end (geschlossener Länderfonds) Diversified Finan Serv (verschiedene Finanzservices) Insurance (Versicherung) Investment Companies (Investment-Firmen) Real Estate (Immobilien) REITS (Immobilien-AG mit börsennotierten Anteilen) Savings&Loans (Bausparen) Venture Capital (Beteiligungskapital)
Funds (Kapitalmittel)	Alternative Investment (alternative Anlagen) Debt Funds (Fremdkapital) Equity Funds (Eigenkapital) MMkt Funds-Tax Exempt (steuerfreie Anlagen) Real Estate Funds (Immobilienfonds) Stock Funds (Aktienfonds)
Government (Regierung)	Multi-National (international) Municipal (kommunal) Regional (state/provnc) (regional) Sovereign (hoheitlich)
Industrial (Industrie)	Aerospace/Defense (Luft-&Raumfahrt/Verteidigung) Building Materials (Baumaterial) Electrical Compo&Equip (elektrische Bauteile & Anlagen) Electronics (Elektronik) Engineering&Construction (Entwicklung&Konstruktion) Environmental Control (Umweltkontrolle) Hand/Machine Tools (Hand-&Maschinenwerkzeug) Machinery-Constr&Mining (Machinenbau) Machinery-Diversified (Machinen sonstiges) Metal Fabricate/Hardware (Metallherstellung) Miscellaneous Manufactur (sonstige Erzeugnisse) Packaging&Containers (Bepackung&Kontainer) Shipbuilding (Schiffsbau) Transportation (Transport) Trucking&Leasing (LKW-Transport&Leasing)
Mortgage Securities (Hypothekenwertpapier)	GNMA2 Collateral (sicherende Government National Mortgage Association)
Technology (Technologie)	Computers (Computer) Office/Business Equipment (Büro-/Geschäftseinrichtung) Semiconductors (Halbleiter) Software (Software)
Utilities (Versorgung)	Electric (Elektrizität) Gas (Erdgas) Water (Wasser)

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Verteilung der M&A-Transaktionen über die Sektoren

Erwerber \ Ziel	Consumer,		Communi-		Consumer,		Basic		Govern-		Mortgage		N.A.	Gesamt	
	Non-cyclical	Industrial	Financial	cations	Technology	Cyclical	Energy	Materials	Utilities	Diversified	Funds	ment			Securities
Consumer, Non-cyclical	4.181	258	194	277	267	259	34	47	8	49	0	1	0	167	5.742
Industrial	580	3.392	138	191	323	260	95	154	32	62	2	1	0	180	5.410
Financial	460	144	3.927	130	97	137	21	27	9	33	0	1	0	300	5.286
Communications	352	134	69	2.702	603	159	11	7	3	23	0	0	0	174	4.237
Technology	408	146	60	520	2.392	59	7	10	2	11	0	1	0	127	3.743
Consumer, Cyclical	212	242	95	147	69	1.560	15	26	17	20	2	0	1	89	2.495
Energy	67	124	22	31	29	37	934	26	25	13	0	0	0	54	1.362
Basic Materials	112	165	26	26	6	49	34	730	9	14	0	0	0	38	1.209
Utilities	32	98	6	8	7	9	63	8	180	8	0	0	0	9	428
Diversified	63	59	43	44	15	78	6	12	3	22	0	0	0	15	360
Funds	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1	3
Government	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3
Mortgage	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Securities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
N.A.	0	1	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	7
Gesamt	6.468	4.763	4.584	4.077	3.808	2.607	1.221	1.047	288	255	6	4	1	1.156	30.285

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Anteile der sektorinternen M&A und sektorexternen M&A

Sektoren	Anzahl gesamt	Anzahl M&A sektorintern	%	Anzahl M&A sektorextern	%
Consumer, Non-cyclical	5.742	4.181	72,81	1.561	27,19
Industrial	5.410	3.392	62,70	2.018	37,30
Financial	5.286	3.927	74,29	1.359	25,71
Communications	4.237	2.702	63,77	1.535	36,23
Technology	3.743	2.392	63,91	1.351	36,09
Consumer, Cyclical	2.495	1.560	62,53	935	37,47
Energy	1.362	934	68,58	428	31,42
Basic Materials	1.209	730	60,38	479	39,62
Utilities	428	180	42,06	248	57,94
Diversified	360	22	6,11	338	93,89
Funds	3	2	66,67	1	33,33
Government	3	0	0,00	3	100,00
Mortgage	0	0	-	0	-
Securities	0	0	-	0	-
N.A.	7	-	-	-	-
Gesamt	30.285	20.022	66,11	10.256	33,86

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Anzahl der M&A-Transaktionen nach Erwerberbranche

Erwerberbranche	Anzahl	Erwerberbranche	Anzahl
Chemicals	451	Oil&Gas Services	440
Forest Products&Paper	102	Pipelines	75
Iron/Steel	134	Banks	2.402
Mining	522	Closed-end Funds	57
Advertising	435	Country Funds-Closed-end	1
Internet	1.347	Diversified Finan Serv	699
Media	929	Insurance	1.086
Telecommunications	1.526	Investment Companies	196
Airlines	31	Real Estate	352
Apparel	201	REITS	204
Auto Manufacturers	70	Savings&Loans	236
Auto Parts&Equipment	156	Venture Capital	53
Distribution/Wholesale	366	Debt Fund	2
Entertainment	210	Stock Funds	1
Food Service	12	Municipal	3
Home Builders	125	Aerospace/Defense	510
Home Furnishings	110	Building Materials	497
Housewares	42	Electrical Compo&Equip	269
Leisure Time	192	Electronics	871
Lodging	86	Engineering&Construction	643
Office Furnishings	16	Environmental Control	297
Retail	754	Hand/Machine Tools	128
Storage/Warehousing	15	Machinery-Constr&Mining	64
Textiles	68	Machinery-Diversified	340
Toys/Games/Hobbies	41	Metal Fabricate/Hardware	194
Agriculture	153	Miscellaneous Manufactur	1.061
Beverages	225	Packaging&Containers	119
Biotechnology	283	Shipbuilding	14
Commercial Services	2.316	Transportation	398
Cosmetics/Personal Care	60	Trucking&Leasing	5
Food	582	Computers	1.330
Healthcare-Products	766	Office/Business Equip	88
Healthcare-Services	560	Semiconductors	485
Household Products/Wares	155	Software	1.840
Pharmaceuticals	642	Electric	284
Holding Companies-Divers	360	Gas	59
Coal	24	Water	85
Energy-Alternate Sources	110	N.A.	7
Oil&Gas	713	Gesamt	30.285

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Anzahl der M&A-Transaktionen nach Zielbranche

Zielbranche	Anzahl	Zielbranche	Anzahl
Chemicals	402	Pipelines	58
Forest Products&Paper	85	Banks	1.219
Iron/Steel	101	Closed-end Funds	29
Mining	459	Country Funds-Closed-end	18
Advertising	451	Diversified Finan Serv	986
Internet	1.719	Insurance	995
Media	579	Investment Companies	272
Telecommunications	1.328	Real Estate	482
Airlines	30	REITS	126
Apparel	166	Savings&Loans	441
Auto Manufacturers	56	Venture Capital	16
Auto Parts&Equipment	168	Debt Fund	2
Distribution/Wholesale	361	Stock Funds	1
Entertainment	222	Municipal	2
Food Service	14	Aerospace/Defense	273
Home Builders	110	Building Materials	542
Home Furnishings	105	Electrical Compo&Equip	287
Housewares	37	Electronics	787
Leisure Time	280	Engineering&Construction	566
Lodging	74	Environmental Control	377
Office Furnishings	13	Hand/Machine Tools	123
Retail	832	Machinery-Constr&Mining	51
Storage/Warehousing	24	Machinery-Diversified	301
Textiles	67	Metal Fabricate/Hardware	175
Toys/Games/Hobbies	48	Miscellaneous Manufactur	716
Agriculture	116	Packaging&Containers	124
Beverages	224	Shipbuilding	22
Biotechnology	297	Transportation	403
Commercial Services	3.210	Trucking&Leasing	16
Cosmetics/Personal Care	57	Computers	1.004
Food	510	Office/Business Equip	65
Healthcare-Products	825	Semiconductors	365
Healthcare-Services	551	Software	2.374
Household Products/Wares	118	Electric	145
Pharmaceuticals	560	Gas	78
Holding Companies-Divers	255	Water	65
Coal	25	N.A.	1.156
Energy-Alternate Sources	136	Others	6
Oil&Gas	690	Gesamt	30.285
Oil&Gas Services	312		

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Anteil an fokussierenden und diversifizierenden M&A

Branchen	Anzahl M&A gesamt	Anzahl M&A fokussierend	%	Anzahl M&A diversifizierend	%
Banks	2.402	1.135	47,25	1.267	52,75
Commercial Services	2.316	1.313	56,69	1.003	43,31
Software	1.840	1.057	57,45	783	42,55
Telecommunications	1.526	838	54,91	688	45,09
Internet	1.347	654	48,55	693	51,45
Computers	1.330	462	34,74	868	65,26
Insurance	1.086	688	63,35	398	36,65
Miscellaneous Manufactur	1.061	297	27,99	764	72,01
Media	929	331	35,63	598	64,37
Electronics	871	372	42,71	499	57,29
Healthcare-Products	766	502	65,54	264	34,46
Retail	754	458	60,74	296	39,26
Oil&Gas	713	547	76,72	166	23,28
Diversified Finan Serv	699	342	48,93	357	51,07
Engineering&Construction	643	257	39,97	386	60,03
Pharmaceuticals	642	351	54,67	291	45,33
Food	582	402	69,07	180	30,93
Healthcare-Services	560	357	63,75	203	36,25
Mining	522	347	66,48	175	33,52
Aerospace/Defense	510	188	36,86	322	63,14
Building Materials	497	271	54,53	226	45,47
Semiconductors	485	276	56,91	209	43,09
Chemicals	451	245	54,32	206	45,68
Oil&Gas Services	440	217	49,32	223	50,68
Advertising	435	215	49,43	220	50,57
Transportation	398	279	70,10	119	29,90
Distribution/Wholesale	366	105	28,69	261	71,31
Holding Companies-Divers	360	22	6,11	338	93,89
Real Estate	352	175	49,72	177	50,28
Machinery-Diversified	340	124	36,47	216	63,53
Environmental Control	297	168	56,57	129	43,43
Electric	284	83	29,23	201	70,77
Biotechnology	283	121	42,76	162	57,24
Electrical Compo&Equip	269	96	35,69	173	64,31
Savings&Loans	236	143	60,59	93	39,41
Beverages	225	155	68,89	70	31,11
Entertainment	210	102	48,57	108	51,43
REITS	204	88	43,14	116	56,86
Apparel	201	117	58,21	84	41,79
Investment Companies	196	14	7,14	182	92,86
Metal Fabricate/Hardware	194	71	36,60	123	63,40
Leisure Time	192	111	57,81	81	42,19
Auto Parts&Equipment	156	79	50,64	77	49,36
Household Products/Wares	155	52	33,55	103	66,45
Agriculture	153	66	43,14	87	56,86
Iron/Steel	134	68	50,75	66	49,25
Hand/Machine Tools	128	49	38,28	79	61,72
Home Builders	125	74	59,20	51	40,80
Packaging&Containers	119	65	54,62	54	45,38

Anteil an fokussierenden und diversifizierenden M&A (Fortsetzung)

Branchen	Anzahl M&A gesamt	Anzahl M&A fokussierend	%	Anzahl M&A diversifizierend	%
Home Furnishings	110	45	40,91	65	59,09
Energy-Alternate Sources	110	41	37,27	69	62,73
Forest Products&Paper	102	44	43,14	58	56,86
Office/Business Equip	88	52	59,09	36	40,91
Lodging	86	39	45,35	47	54,65
Water	85	43	50,59	42	49,41
Pipelines	75	23	30,67	52	69,33
Auto Manufacturers	70	15	21,43	55	78,57
Textiles	68	33	48,53	35	51,47
Machinery-Constr&Mining	64	21	32,81	43	67,19
Cosmetics/Personal Care	60	24	40,00	36	60,00
Gas	59	19	32,20	40	67,80
Closed-end Funds	57	8	14,04	49	85,96
Venture Capital	53	4	7,55	49	92,45
Housewares	42	16	38,10	26	61,90
Toys/Games/Hobbies	41	24	58,54	17	41,46
Airlines	31	21	67,74	10	32,26
Coal	24	13	54,17	11	45,83
Office Furnishings	16	5	31,25	11	68,75
Storage/Warehousing	15	7	46,67	8	53,33
Shipbuilding	14	5	35,71	9	64,29
Food Service	12	1	8,33	11	91,67
Trucking&Leasing	5	0	0,00	5	100,00
Municipal	3	0	0,00	3	100,00
Debt Fund	2	2	100,00	0	0,00
Country Funds-Closed-end	1	0	0,00	1	100,00
Stock Funds	1	0	0,00	1	100,00
N.A.	7	7	100,00	0	0,00
Gesamt	30.285	15.061	49,73	15.224	50,27

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Entwicklung des Transaktionsvolumens über die Zeit

Jahr	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
1983	50,10	1	50,10
1985	9.400,00	2	4.700,00
1986	860,00	1	860,00
1987	586,00	2	293,00
1988	13.520,00	3	4.506,67
1989	26.094,22	10	2.609,42
1990	1.503,45	5	300,69
1991	2.801,65	9	311,29
1992	27.040,98	85	318,13
1993	57.368,43	120	478,07
1994	84.774,31	184	460,73
1995	140.238,59	224	626,07
1996	228.985,62	232	987,01
1997	374.534,64	377	993,46
1998	982.078,33	678	1.448,49
1999	770.216,39	810	950,88
2000	834.775,36	1.239	673,75
2001	431.585,41	1.349	319,93
2002	199.469,22	1.052	189,61
2003	278.626,63	1.341	207,78
2004	449.098,60	1.805	248,81
2005	706.556,39	1.843	383,37
2006	591.577,12	1.910	309,73
2007	592.678,69	1.884	314,59
2008	380.289,66	1.311	290,08
2009	201.742,24	519	388,71
Gesamt	7.386.452,03	16.996	434,60

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Entwicklung des Transaktionsvolumens im Jahresverlauf

Erwerber- branche	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Januar	749.259,65	1.246	601,33
Februar	453.466,57	1.315	344,84
März	591.800,24	1.391	425,45
April	651.495,07	1.348	483,30
Mai	660.334,68	1.480	446,17
Juni	755.551,74	1.537	491,58
Juli	730.592,43	1.521	480,34
August	472.935,78	1.395	339,02
September	551.152,98	1.431	385,15
Oktober	744.578,33	1.477	504,12
November	552.717,08	1.383	399,65
Dezember	658.803,23	1.472	447,56
Gesamt	7.572.687,78	16.996,00	445,56

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Transaktionsvolumina je Kontinent

Erwerberkontinent	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktionsvolumen (in Mio. USD)
Europa	1.363.106,17	3.557	383,22
Asien	137.312,77	1.259	109,06
Amerika	5.670.087,07	10.969	516,92
Afrika	34.900,07	164	212,81
Australien	181.045,95	1.047	172,92
Gesamt	7.386.452,03	16.996	434,60

Zielkontinent	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktionsvolumen (in Mio. USD)
Europa	953.812,20	3.239	294,48
Asien	121.962,04	1.178	103,53
Amerika	6.013.744,75	10.817	555,95
Afrika	30.026,24	158	190,04
Australien	180.317,83	1.008	178,89
Gesamt	7.299.863,06	16.400	445,11

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Transaktionsvolumina je Sektor

Erwerber- sektor	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Consumer, Non-Cyclical	1.266.569,47	3.241	390,80
Industrial	678.674,97	2.642	256,88
Financial	1.933.431,43	2.978	649,24
Communications	1.424.243,22	2.408	591,46
Technology	422.134,75	2.307	182,98
Consumer, Cyclical	348.860,63	1.348	258,80
Energy	610.577,61	974	626,88
Basic Materials	410.705,99	733	560,31
Utilities	281.276,11	216	1.302,20
Diversified	9.814,67	145	67,69
Gesamt	7.386.288,85	16.992	434,69

Ziel- sektor	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Consumer, Non-cyclical	1.391.030,06	3.537	393,28
Industrial	605.633,31	2.377	254,79
Financial	1.893.803,16	2.673	708,49
Communications	1.284.385,66	2.270	565,81
Technology	443.775,65	2.236	198,47
Consumer, Cyclical	387.867,66	1.399	277,25
Energy	651.442,65	926	703,50
Basic Materials	394.701,53	630	626,51
Utilities	228.527,02	158	1.446,37
Diversified	31.694,69	139	228,02
Gesamt	7.312.861,39	16.345	447,41

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Transaktionsvolumina je Branche

Erwerber- branche	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Banks	1.275.936,66	1.579	808,07
Commercial Services	118.092,66	1.155	102,24
Software	170.807,69	1.180	144,75
Telecommunications	886.017,32	951	931,67
Internet	109.410,02	859	127,37
Computers	163.517,42	741	220,67
Insurance	272.585,94	303	899,62
Miscellaneous Manufactur	192.966,44	463	416,77
Media	412.481,05	425	970,54
Electronics	87.364,03	522	167,36
Healthcare-Products	120.400,05	499	241,28
Retail	152.403,46	436	349,55
Oil&Gas	468.034,39	573	816,81
Diversified Finan Serv	109.548,87	413	265,25
Engineering&Construction	20.147,50	304	66,27
Pharmaceuticals	468.503,19	458	1.022,93
Food	162.921,04	294	554,15
Healthcare-Services	87.959,29	291	302,27
Mining	157.765,42	406	388,58
Aerospace/Defense	122.241,44	288	424,45
Gesamt	5.559.103,88	12.140,00	457,92

Ziel- branche	Transaktionsvolumen gesamt (in Mio. USD)	Anzahl der Transaktionen	durchschnittl. Transaktions- volumen (in Mio. USD)
Banks	830.171,70	1.025	809,92
Commercial Services	181.567,06	1.524	119,14
Software	210.289,61	1.320	159,31
Telecommunications	706.553,44	807	875,53
Internet	155.671,50	959	162,33
Computers	169.501,69	633	267,78
Insurance	224.972,23	236	953,27
Miscellaneous Manufactur	42.425,37	315	134,68
Media	390.818,27	316	1.236,77
Electronics	123.269,04	477	258,43
Healthcare-Products	163.800,97	529	309,64
Retail	127.390,67	443	287,56
Oil&Gas	492.763,45	581	848,13
Diversified Finan Serv	460.537,31	501	919,24
Engineering&Construction	25.288,42	268	94,36
Pharmaceuticals	446.527,97	422	1.058,12
Food	192.420,34	263	731,64
Healthcare-Services	95.171,70	289	329,31
Mining	146.921,63	335	438,57
Aerospace/Defense	98.930,17	152	650,86
Gesamt	5.284.992,54	11.395,00	463,80

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

AAR der Analytestichprobe je Tag

Ereignis- tag	AAR	Anzahl	z-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standard- abweichung
-20	-0,0021	30.285	-1,7320	1,7133	-0,6394	-0,0011	0,0546
-19	-0,0018	30.285	0,0013	1,9618	-0,6041	-0,0011	0,0540
-18	-0,0015	30.285	-2,0116	1,3360	-0,4040	-0,0012	0,0490
-17	-0,0019	30.285	-0,6916	2,1296	-0,7047	-0,0010	0,0547
-16	-0,0018	30.285	0,1273	1,6244	-0,6987	-0,0011	0,0565
-15	-0,0013	30.285	-0,8924	1,7297	-0,7097	-0,0011	0,0572
-14	-0,0016	30.285	-0,6256	2,8673	-0,7697	-0,0011	0,0648
-13	-0,0018	30.285	-0,7466	1,8170	-0,7361	-0,0012	0,0556
-12	-0,0023	30.285	-2,9140	1,4897	-0,7598	-0,0011	0,0538
-11	-0,0021	30.285	-1,5012	1,7198	-0,7497	-0,0011	0,0541
-10	-0,0015	30.285	-0,4198	2,1990	-0,6165	-0,0011	0,0603
-9	-0,0015	30.285	-0,2078	2,3702	-0,8038	-0,0011	0,0566
-8	-0,0017	30.285	-0,1958	2,9990	-0,7670	-0,0011	0,0600
-7	-0,0018	30.285	-0,7951	2,4869	-0,6900	-0,0012	0,0569
-6	-0,0012	30.285	0,7445	3,0007	-0,6972	-0,0011	0,0636
-5	-0,0013	30.285	-0,0114	2,7913	-0,6468	-0,0010	0,0638
-4	-0,0012	30.285	1,1773	2,1720	-0,6449	-0,0009	0,0588
-3	0,0000	30.285	2,7015	2,6290	-0,7562	-0,0010	0,0673
-2	-0,0005	30.285	-0,0311	2,3131	-0,7580	-0,0011	0,0684
-1	-0,0006	30.285	2,3227	2,7369	-0,8734	-0,0010	0,0689
0	0,0072	30.285	13,8983	4,4685	-0,8128	-0,0002	0,1428
1	0,0005	30.285	9,1331	2,9084	-0,6152	-0,0006	0,0851
2	-0,0024	30.285	-1,0089	1,8139	-0,6299	-0,0012	0,0624
3	-0,0032	30.285	-3,4733	3,1944	-0,6734	-0,0013	0,0589
4	-0,0022	30.285	-2,5241	2,1343	-0,6838	-0,0011	0,0554
5	-0,0021	30.285	-1,3558	1,8473	-0,6173	-0,0011	0,0573
6	-0,0030	30.285	-3,1566	1,3322	-0,7873	-0,0012	0,0525
7	-0,0033	30.285	-4,8840	1,5804	-0,7031	-0,0013	0,0536
8	-0,0023	30.285	-1,0484	1,9910	-0,6851	-0,0011	0,0523
9	-0,0025	30.285	-2,1007	1,4876	-0,6656	-0,0012	0,0520
10	-0,0033	30.285	-5,6852	1,4985	-0,6881	-0,0013	0,0509
11	-0,0030	30.285	-4,2472	1,5905	-0,6971	-0,0014	0,0527
12	-0,0027	30.285	-1,9171	1,8456	-0,6919	-0,0012	0,0532
13	-0,0025	30.285	-2,1979	1,7302	-0,7874	-0,0012	0,0516
14	-0,0029	30.285	-3,4991	1,6084	-0,9634	-0,0012	0,0533
15	-0,0024	30.285	-0,3965	1,9398	-0,6784	-0,0011	0,0547
16	-0,0030	30.285	-5,1502	1,7213	-0,6120	-0,0013	0,0508
17	-0,0025	30.285	-4,3412	1,3495	-0,6756	-0,0012	0,0513
18	-0,0025	30.285	-3,0597	1,7813	-0,7395	-0,0012	0,0538
19	-0,0026	30.285	-2,6738	1,3307	-0,6680	-0,0012	0,0531
20	-0,0025	30.285	-0,6286	1,3560	-0,9780	-0,0011	0,0529

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

AAR in den einzelnen Jahren

	1983	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
-20	-0,0214	0,0024	0,0002	0,0027	-0,0033	-0,0007	-0,0048	-0,0007	-0,0015	-0,0048	-0,0001	0,0020	0,0016
-19	0,0650	-0,0080	-0,0045	0,0052	-0,0001	0,0011	-0,0033	-0,0007	-0,0012	0,0001	-0,0048	-0,0020	0,0010
-18	0,0113	-0,0124	0,0007	0,0077	0,0005	0,0024	-0,0002	-0,0088	-0,0014	-0,0012	-0,0009	-0,0016	0,0004
-17	-0,0624	0,0071	0,0029	-0,0073	-0,0002	-0,0003	-0,0030	-0,0059	0,0004	-0,0005	-0,0004	0,0027	-0,0033
-16	-0,0036	0,0045	0,0028	0,0037	-0,0007	0,0007	-0,0015	-0,0049	-0,0005	-0,0022	0,0005	0,0003	0,0023
-15	0,0466	-0,0139	0,0325	-0,0062	0,0050	0,0003	0,0037	-0,0067	-0,0015	-0,0003	0,0021	0,0009	0,0003
-14	-0,0064	0,0220	0,0108	-0,0093	0,0021	0,0038	0,0013	-0,0024	-0,0039	-0,0029	0,0000	-0,0009	-0,0015
-13	-0,0606	-0,0091	0,0104	-0,0006	-0,0034	0,0015	-0,0012	-0,0009	-0,0013	-0,0025	-0,0030	0,0035	0,0000
-12	-0,0149	-0,0167	0,0020	0,0039	0,0013	0,0016	-0,0008	0,0072	-0,0003	0,0003	-0,0024	-0,0017	0,0000
-11	0,0254	-0,0068	0,0063	-0,0136	-0,0075	0,0053	0,0038	-0,0035	0,0020	0,0003	-0,0017	0,0006	0,0007
-10	-0,0008	-0,0036	0,0007	0,0021	0,0013	0,0016	-0,0063	-0,0024	0,0011	-0,0024	-0,0022	0,0011	-0,0011
-9	0,0210	0,0060	0,0084	-0,0173	-0,0016	-0,0008	-0,0015	0,0024	0,0002	-0,0038	-0,0035	-0,0002	-0,0042
-8	-0,0120	0,0128	-0,0063	-0,0013	0,0017	0,0019	-0,0043	0,0018	-0,0015	-0,0019	-0,0043	0,0011	-0,0006
-7	0,0722	0,0210	-0,0062	0,0105	0,0015	0,0048	0,0006	0,0006	0,0052	-0,0018	0,0002	0,0002	0,0003
-6	-0,0049	0,0045	-0,0221	0,0032	-0,0035	0,0010	-0,0021	-0,0045	-0,0023	0,0023	-0,0045	-0,0007	0,0005
-5	-0,0443	-0,0068	0,0134	-0,0046	0,0015	0,0001	-0,0044	-0,0022	-0,0023	0,0008	0,0014	0,0009	-0,0026
-4	-0,0105	-0,0149	0,0107	-0,0069	0,0025	0,0005	-0,0015	0,0100	0,0013	-0,0029	-0,0020	-0,0011	0,0010
-3	0,0694	-0,0099	-0,0063	-0,0002	0,0004	0,0003	-0,0010	-0,0215	-0,0016	-0,0001	-0,0007	0,0017	-0,0016
-2	0,0647	-0,0238	0,0048	0,0079	0,0000	-0,0092	0,0036	-0,0029	-0,0004	-0,0036	-0,0004	-0,0001	-0,0015
-1	0,0370	0,0172	-0,0086	-0,0016	0,0043	0,0023	-0,0053	0,0027	0,0006	-0,0047	0,0000	0,0031	-0,0003
0	-0,0078	-0,0176	-0,0083	-0,0034	-0,0010	-0,0004	-0,0034	-0,0071	-0,0067	-0,0018	-0,0053	-0,0037	-0,0014
1	0,0593	0,0244	0,0022	-0,0010	-0,0021	-0,0047	0,0001	0,0060	-0,0054	0,0012	-0,0017	-0,0029	0,0060
2	-0,0155	0,0164	0,0116	-0,0548	-0,0032	-0,0020	-0,0082	0,0145	-0,0004	-0,0001	0,0004	-0,0012	-0,0029
3	-0,0077	-0,0053	-0,0003	-0,0019	0,0055	0,0047	0,0003	-0,0005	-0,0032	0,0015	-0,0016	-0,0016	-0,0001
4	0,0002	-0,0024	0,0036	0,0018	-0,0014	-0,0038	-0,0019	-0,0072	0,0009	-0,0027	-0,0006	-0,0004	0,0005
5	0,0385	-0,0084	0,0105	-0,0023	-0,0015	0,0002	-0,0001	-0,0032	0,0027	-0,0011	-0,0028	-0,0021	-0,0016
6	0,0204	0,0118	0,0059	-0,0137	0,0070	0,0027	0,0002	0,0015	0,0020	-0,0031	-0,0010	-0,0008	-0,0008
7	-0,0109	0,0161	0,0187	0,0068	-0,0051	-0,0058	-0,0056	0,0069	0,0013	-0,0021	-0,0011	-0,0006	-0,0021
8	0,0064	-0,0103	0,0061	0,0092	0,0024	0,0025	0,0017	0,0004	0,0027	-0,0021	0,0019	0,0003	0,0011
9	-0,0476	0,0060	-0,0033	0,0073	-0,0008	-0,0006	-0,0077	0,0048	0,0020	0,0000	-0,0001	0,0021	0,0018
10	0,0317	-0,0007	-0,0164	0,0034	-0,0012	-0,0006	-0,0030	0,0043	-0,0026	0,0003	-0,0013	-0,0012	-0,0021
11	0,0641	0,0106	0,0136	0,0072	0,0067	-0,0053	0,0008	0,0000	-0,0014	-0,0005	-0,0044	-0,0012	0,0002
12	0,0490	0,0139	-0,0113	0,0001	-0,0052	0,0050	-0,0021	0,0000	-0,0013	-0,0009	-0,0020	0,0005	-0,0036
13	-0,0037	-0,0073	-0,0176	0,0028	0,0007	-0,0022	0,0012	-0,0143	0,0001	-0,0010	-0,0020	-0,0001	-0,0006
14	0,0380	-0,0112	0,0186	-0,0149	-0,0005	-0,0014	-0,0073	-0,0011	-0,0013	-0,0019	0,0035	0,0015	0,0015
15	-0,0352	-0,0075	-0,0030	-0,0027	-0,0004	-0,0007	0,0039	-0,0024	0,0015	-0,0062	0,0008	-0,0018	-0,0005
16	-0,0505	-0,0040	0,0022	0,0080	-0,0038	-0,0022	-0,0077	0,0075	0,0000	0,0026	-0,0031	0,0026	-0,0028
17	0,0123	-0,0106	0,0064	-0,0034	0,0035	-0,0043	0,0008	0,0119	0,0020	-0,0004	0,0026	-0,0028	0,0012
18	-0,0002	-0,0135	0,0035	0,0070	0,0072	0,0039	0,0016	-0,0042	-0,0021	-0,0006	-0,0028	-0,0006	-0,0027
19	-0,0280	-0,0034	-0,0230	-0,0015	-0,0024	-0,0024	0,0025	-0,0025	0,0005	-0,0034	-0,0005	-0,0009	-0,0013
20	0,0120	-0,0011	0,0239	-0,0038	0,0056	0,0002	0,0034	0,0030	-0,0005	0,0009	-0,0008	0,0006	-0,0003

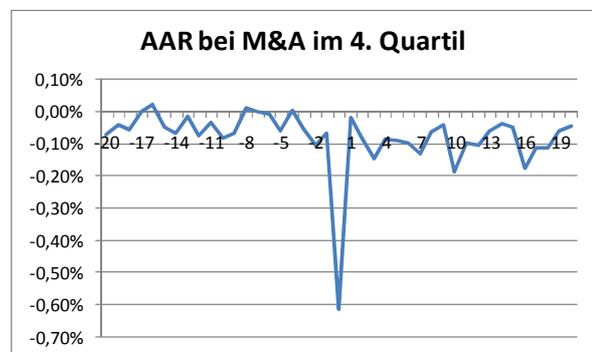
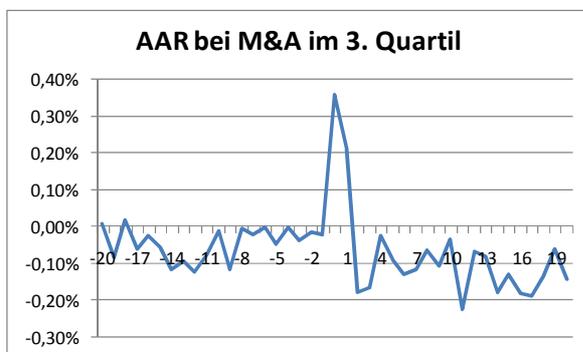
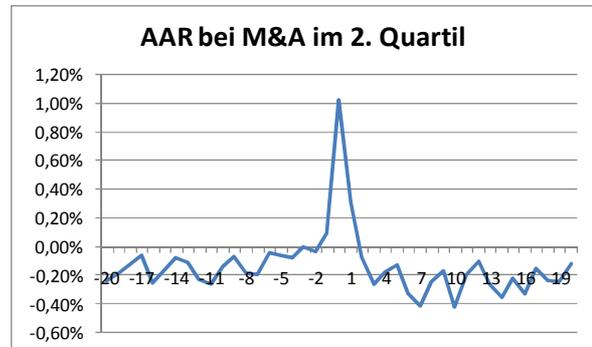
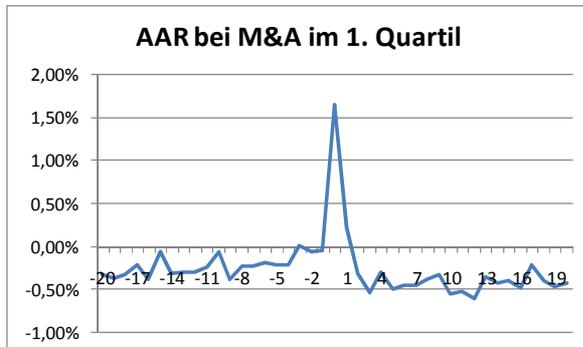
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

AAR in den einzelnen Jahren (Fortsetzung)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
-20	-0,0013	-0,0036	-0,0002	-0,0058	-0,0026	-0,0038	-0,0013	-0,0016	-0,0017	0,0000	-0,0009	-0,0046	-0,0012
-19	0,0025	-0,0021	-0,0025	-0,0025	-0,0042	-0,0010	-0,0022	-0,0015	-0,0028	-0,0013	-0,0010	-0,0021	0,0009
-18	-0,0014	-0,0025	-0,0017	-0,0045	-0,0005	-0,0006	0,0001	-0,0035	-0,0026	-0,0005	-0,0004	-0,0021	-0,0014
-17	-0,0016	-0,0019	0,0018	-0,0026	-0,0026	-0,0045	-0,0021	-0,0014	-0,0018	-0,0012	-0,0016	-0,0028	0,0001
-16	0,0036	-0,0002	-0,0004	-0,0065	0,0002	-0,0016	-0,0009	-0,0024	-0,0022	-0,0022	-0,0027	-0,0023	0,0000
-15	-0,0035	-0,0006	-0,0002	-0,0024	-0,0015	-0,0002	-0,0012	-0,0016	-0,0020	-0,0019	-0,0003	-0,0026	-0,0005
-14	-0,0007	-0,0023	-0,0016	-0,0037	-0,0031	-0,0013	-0,0024	-0,0027	-0,0006	-0,0002	-0,0022	-0,0022	0,0059
-13	0,0011	-0,0010	0,0016	-0,0026	-0,0029	-0,0026	0,0003	-0,0014	-0,0021	-0,0030	-0,0020	-0,0032	-0,0002
-12	-0,0014	-0,0025	0,0002	-0,0042	-0,0047	-0,0019	-0,0028	-0,0033	-0,0014	-0,0013	-0,0027	-0,0025	0,0027
-11	-0,0016	-0,0036	-0,0012	-0,0036	-0,0025	-0,0048	-0,0012	-0,0031	0,0000	-0,0011	-0,0015	-0,0038	-0,0006
-10	0,0000	0,0003	-0,0006	-0,0043	-0,0003	-0,0016	0,0010	-0,0030	-0,0013	-0,0020	-0,0013	-0,0028	-0,0012
-9	-0,0012	0,0003	0,0032	-0,0032	-0,0002	-0,0019	-0,0038	-0,0013	-0,0018	-0,0013	-0,0010	-0,0019	-0,0014
-8	-0,0013	0,0007	-0,0001	-0,0038	-0,0031	0,0016	-0,0023	-0,0027	-0,0016	0,0012	-0,0020	-0,0027	-0,0061
-7	-0,0007	-0,0019	0,0005	-0,0025	-0,0005	-0,0018	-0,0026	-0,0029	-0,0030	-0,0031	-0,0010	-0,0022	0,0008
-6	0,0000	-0,0003	-0,0006	-0,0036	-0,0024	-0,0039	-0,0014	-0,0003	-0,0008	0,0008	0,0006	-0,0016	-0,0037
-5	0,0004	-0,0016	0,0000	-0,0020	-0,0011	-0,0003	0,0005	-0,0030	-0,0013	-0,0011	-0,0011	-0,0026	-0,0010
-4	-0,0004	-0,0018	0,0040	-0,0050	-0,0004	-0,0023	0,0007	-0,0027	-0,0013	-0,0004	-0,0014	-0,0007	-0,0007
-3	-0,0014	-0,0012	0,0036	-0,0013	0,0022	0,0015	-0,0013	-0,0020	-0,0003	0,0014	-0,0006	-0,0002	0,0003
-2	-0,0008	-0,0022	0,0001	-0,0055	0,0021	0,0008	0,0014	-0,0008	-0,0010	0,0001	-0,0009	-0,0015	-0,0002
-1	0,0007	0,0004	0,0004	-0,0011	-0,0010	-0,0034	0,0019	-0,0010	-0,0006	0,0011	-0,0001	-0,0020	-0,0028
0	-0,0018	-0,0050	-0,0010	-0,0021	0,0034	0,0127	0,0120	0,0091	0,0095	0,0090	0,0096	0,0074	0,0189
1	-0,0012	0,0010	-0,0007	-0,0033	-0,0002	0,0020	0,0041	0,0012	-0,0002	-0,0003	0,0009	0,0009	0,0002
2	-0,0006	-0,0029	0,0005	-0,0049	-0,0031	-0,0041	0,0000	-0,0040	-0,0025	-0,0007	-0,0015	-0,0039	-0,0005
3	-0,0040	-0,0045	-0,0041	-0,0054	-0,0030	-0,0052	-0,0046	-0,0030	-0,0012	-0,0003	-0,0012	-0,0074	-0,0035
4	0,0006	0,0002	-0,0007	-0,0046	-0,0049	-0,0034	-0,0002	-0,0029	-0,0023	-0,0007	-0,0021	-0,0024	-0,0011
5	-0,0017	-0,0027	-0,0001	-0,0058	-0,0018	-0,0028	-0,0003	-0,0022	-0,0023	-0,0016	-0,0005	-0,0044	-0,0013
6	-0,0003	-0,0004	-0,0013	-0,0061	-0,0045	-0,0062	-0,0025	-0,0032	-0,0027	-0,0020	-0,0025	-0,0025	-0,0022
7	-0,0010	-0,0033	-0,0014	-0,0064	-0,0047	-0,0019	-0,0023	-0,0047	-0,0042	-0,0021	-0,0024	-0,0050	0,0002
8	0,0005	-0,0028	0,0003	-0,0052	-0,0025	-0,0027	-0,0027	-0,0038	-0,0026	-0,0009	-0,0020	-0,0018	-0,0032
9	-0,0015	-0,0014	0,0011	-0,0056	-0,0037	-0,0042	-0,0004	-0,0034	-0,0031	-0,0023	-0,0020	-0,0034	0,0005
10	-0,0009	-0,0025	-0,0034	-0,0077	-0,0038	-0,0028	-0,0012	-0,0043	-0,0040	-0,0025	-0,0033	-0,0023	-0,0034
11	-0,0021	-0,0020	-0,0022	-0,0066	-0,0034	-0,0053	-0,0032	-0,0032	-0,0024	-0,0016	-0,0027	-0,0025	-0,0002
12	-0,0001	-0,0012	0,0001	-0,0052	-0,0043	-0,0026	-0,0029	-0,0029	-0,0028	-0,0017	-0,0025	-0,0025	-0,0021
13	-0,0005	-0,0007	-0,0009	-0,0075	-0,0032	-0,0014	-0,0018	-0,0032	-0,0014	-0,0016	-0,0026	-0,0027	-0,0027
14	-0,0002	-0,0026	-0,0026	-0,0064	-0,0037	-0,0028	-0,0019	-0,0042	-0,0027	-0,0009	-0,0007	-0,0062	-0,0031
15	0,0001	-0,0017	-0,0009	-0,0066	-0,0023	-0,0030	-0,0033	-0,0041	-0,0024	-0,0012	-0,0004	-0,0017	-0,0026
16	-0,0018	-0,0021	-0,0014	-0,0047	-0,0043	-0,0045	-0,0027	-0,0042	-0,0025	-0,0020	-0,0022	-0,0039	-0,0012
17	-0,0042	-0,0012	-0,0008	-0,0057	-0,0012	-0,0043	-0,0001	-0,0040	-0,0019	-0,0008	-0,0034	-0,0049	-0,0002
18	-0,0013	-0,0010	-0,0019	-0,0058	-0,0024	-0,0025	-0,0029	-0,0029	-0,0028	-0,0004	-0,0017	-0,0031	-0,0032
19	-0,0026	-0,0020	-0,0025	-0,0034	-0,0042	-0,0057	-0,0010	-0,0036	-0,0016	-0,0017	-0,0016	-0,0022	-0,0029
20	0,0005	-0,0028	-0,0020	-0,0048	-0,0066	-0,0015	-0,0019	-0,0039	-0,0019	-0,0015	-0,0030	-0,0017	0,0024

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR der einzelnen Quartile



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Quartile

Stichprobengröße: 4.249		1. Quartil							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,6471%	10,3493 ***	0,0000	4,0012	-0,7632	0,0000	0,1792	50,04%	49,96%
-1/0	1,6007%	9,9386 ***	0,0000	4,0012	-0,7632	-0,0007	0,1455	46,29%	53,71%
0/1	1,8657%	12,0977 ***	0,0000	4,0012	-0,7632	-0,0005	0,1546	47,25%	52,75%
-1/1	1,8193%	11,8650 ***	0,0000	4,0012	-0,7632	-0,0008	0,1390	45,68%	54,32%
-2/2	1,4553%	10,8462 ***	0,0000	4,0012	-0,7632	-0,0010	0,1220	44,28%	55,72%
-5/5	-0,2670%	8,9677 ***	0,0000	4,0012	-0,7632	-0,0012	0,0996	43,01%	56,99%
-10/10	-3,4557%	5,9952 ***	0,0000	4,0012	-0,8038	-0,0014	0,0896	41,95%	58,05%
-15/15	-6,9388%	4,4751 ***	0,0000	4,0012	-0,8038	-0,0014	0,0841	41,67%	58,33%
-20/20	-10,5139%	2,5266 **	0,0115	4,0012	-0,8038	-0,0014	0,0804	41,42%	58,58%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.249		2. Quartil							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0231%	11,0724 ***	0,0000	3,2994	-0,6292	0,0013	0,1130	53,33%	46,67%
-1/0	1,1145%	11,4102 ***	0,0000	3,2994	-0,6292	0,0000	0,0922	49,95%	50,05%
0/1	1,3323%	12,3288 ***	0,0000	3,2994	-0,6292	0,0004	0,0992	51,12%	48,88%
-1/1	1,4236%	12,9076 ***	0,0000	3,2994	-0,6292	-0,0001	0,0893	49,60%	50,40%
-2/2	1,3191%	11,8094 ***	0,0000	3,2994	-0,6292	-0,0005	0,0762	47,71%	52,29%
-5/5	0,6207%	9,8631 ***	0,0000	3,2994	-0,6292	-0,0008	0,0640	46,23%	53,77%
-10/10	-1,5841%	5,6703 ***	0,0000	3,2994	-0,6881	-0,0010	0,0567	44,81%	55,19%
-15/15	-3,5468%	3,5514 ***	0,0004	3,2994	-0,7097	-0,0011	0,0539	44,42%	55,58%
-20/20	-5,4967%	2,0551 **	0,0399	3,2994	-0,7097	-0,0011	0,0529	44,28%	55,72%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.249		3. Quartil							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3590%	5,3635 ***	0,0000	4,4685	-0,3394	0,0002	0,0932	50,48%	49,52%
-1/0	0,3384%	4,5656 ***	0,0000	4,4685	-0,3742	-0,0004	0,0696	48,49%	51,51%
0/1	0,5703%	7,2486 ***	0,0000	4,4685	-0,5566	0,0002	0,0740	50,65%	49,35%
-1/1	0,5497%	6,6265 ***	0,0000	4,4685	-0,5566	-0,0002	0,0631	49,27%	50,73%
-2/2	0,3573%	5,1244 ***	0,0000	4,4685	-0,5566	-0,0006	0,0557	47,75%	52,25%
-5/5	-0,0112%	3,7657 ***	0,0002	4,4685	-0,6145	-0,0007	0,0456	47,11%	52,89%
-10/10	-0,6130%	3,0504 ***	0,0023	4,4685	-0,6145	-0,0008	0,0396	46,79%	53,21%
-15/15	-1,7572%	0,8766	0,3807	4,4685	-0,7598	-0,0008	0,0373	46,47%	53,53%
-20/20	-2,6062%	-0,7522	0,4519	4,4685	-0,7598	-0,0009	0,0366	46,26%	53,74%

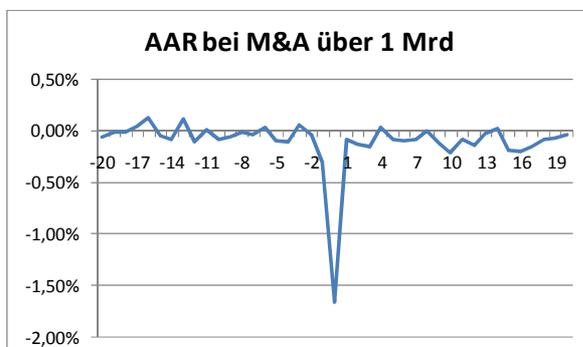
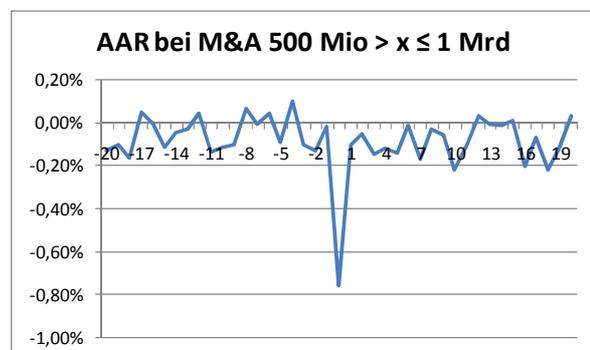
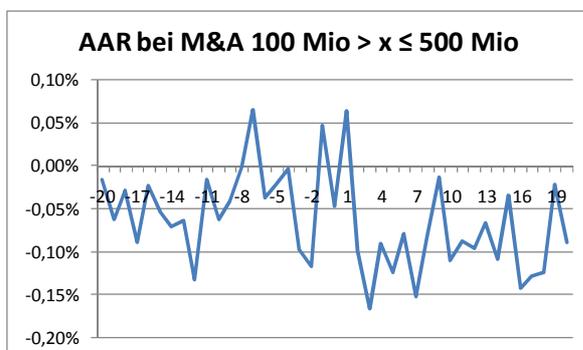
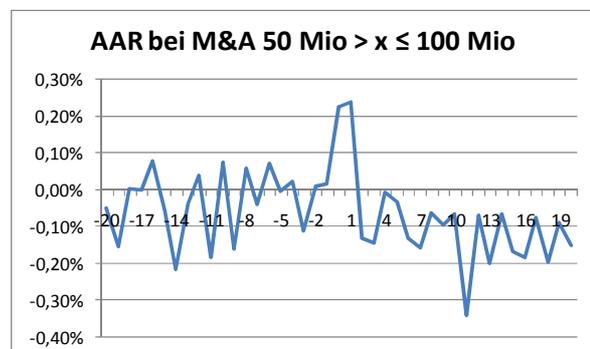
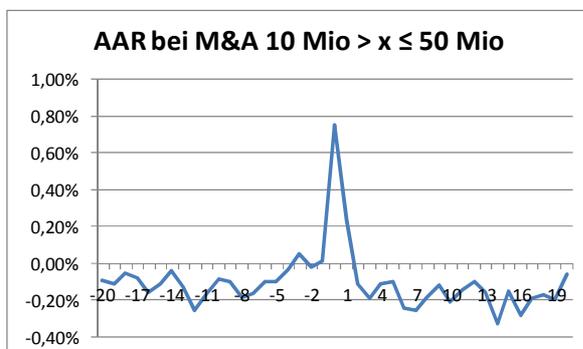
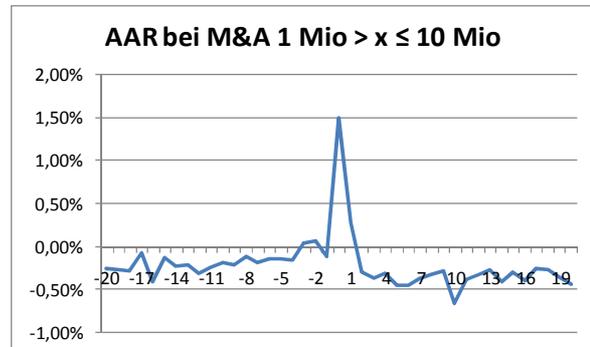
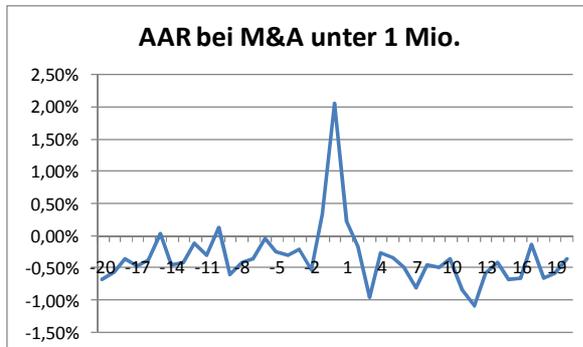
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.249		4. Quartil							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,6147%	-6,2783 ***	0,0000	1,0447	-0,3874	-0,0033	0,0578	42,20%	57,80%
-1/0	-0,6845%	-6,0561 ***	0,0000	1,0447	-0,3874	-0,0017	0,0451	44,27%	55,73%
0/1	-0,6349%	-4,5082 ***	0,0000	1,0447	-0,3874	-0,0018	0,0515	45,07%	54,93%
-1/1	-0,7047%	-4,5893 ***	0,0000	1,0447	-0,3874	-0,0014	0,0449	45,49%	54,51%
-2/2	-0,8948%	-5,1089 ***	0,0000	1,0447	-0,5248	-0,0012	0,0386	45,96%	54,04%
-5/5	-1,3296%	-5,8329 ***	0,0000	1,0447	-0,5248	-0,0010	0,0321	46,36%	53,64%
-10/10	-2,0069%	-6,6036 ***	0,0000	1,0447	-0,5248	-0,0009	0,0290	46,51%	53,49%
-15/15	-2,6054%	-7,1958 ***	0,0000	1,5754	-0,5557	-0,0008	0,0281	46,64%	53,36%
-20/20	-3,2726%	-7,3819 ***	0,0000	1,5754	-0,6395	-0,0008	0,0276	46,63%	53,37%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR bei bestimmten Transaktionsvolumina



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei bestimmten Transaktionsvolumina

Stichprobengröße: 1.265		Volumina: x < 1 Mio.							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,0501%	5,5279 ***	0,0000	4,0012	-0,5077	-0,0004	0,2568	47,67%	52,33%
-1/0	2,3822%	5,9672 ***	0,0000	4,0012	-0,5077	-0,0008	0,2079	44,98%	55,02%
0/1	2,2724%	6,6028 ***	0,0000	4,0012	-0,5840	-0,0008	0,2167	45,26%	54,74%
-1/1	2,6046%	7,0129 ***	0,0000	4,0012	-0,5840	-0,0010	0,1951	44,27%	55,73%
-2/2	1,9220%	6,0077 ***	0,0000	4,0012	-0,6299	-0,0012	0,1655	42,25%	57,75%
-5/5	-0,3787%	5,6478 ***	0,0000	4,0012	-0,6762	-0,0014	0,1314	41,30%	58,70%
-10/10	-4,2613%	4,4508 ***	0,0000	4,0012	-0,8038	-0,0015	0,1157	40,47%	59,53%
-15/15	-9,0834%	3,7307 ***	0,0002	4,0012	-0,8038	-0,0015	0,1063	40,02%	59,98%
-20/20	-13,8651%	2,5668 **	0,0103	4,0012	-0,8038	-0,0015	0,1003	39,90%	60,10%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.250		Volumina: 1 Mio > x ≤ 10 Mio							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,4951%	11,3124 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	0,0006	0,1445	52,14%	47,86%
-1/0	1,3794%	11,0188 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	-0,0004	0,1147	47,94%	52,06%
0/1	1,7722%	12,5289 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	-0,0002	0,1274	49,05%	50,95%
-1/1	1,6565%	12,5605 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	-0,0005	0,1122	47,28%	52,72%
-2/2	1,4331%	11,7043 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	-0,0008	0,0997	45,83%	54,17%
-5/5	0,0629%	9,1458 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	-0,0010	0,0830	44,29%	55,71%
-10/10	-2,8048%	5,2502 ***	0,0000	3,2994	-0,7632	-0,0012	0,0749	43,03%	56,97%
-15/15	-5,5446%	3,7041 ***	0,0002	3,2994	-0,7632	-0,0013	0,0710	42,81%	57,19%
-20/20	-8,5132%	1,9808 **	0,0476	3,2994	-0,7632	-0,0013	0,0687	42,53%	57,47%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.701		Volumina: 10 Mio > x ≤ 50 Mio							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7521%	9,3698 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	0,0009	0,0987	52,07%	47,93%
-1/0	0,7665%	8,5653 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	-0,0003	0,0800	49,09%	50,91%
0/1	0,9916%	10,9236 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	0,0003	0,0812	51,05%	48,95%
-1/1	1,0060%	10,4007 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	-0,0002	0,0735	49,40%	50,60%
-2/2	0,8749%	9,2834 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	-0,0005	0,0641	47,81%	52,19%
-5/5	0,4059%	7,9956 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	-0,0008	0,0534	46,64%	53,36%
-10/10	-1,2092%	4,8043 ***	0,0000	4,4685	-0,6292	-0,0009	0,0475	45,67%	54,33%
-15/15	-2,7740%	2,4513 **	0,0142	4,4685	-0,7598	-0,0010	0,0457	45,28%	54,72%
-20/20	-4,1369%	0,8461	0,3975	4,4685	-0,7598	-0,0010	0,0452	45,13%	54,87%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.848		Volumina: 50 Mio > x ≤ 100 Mio							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2269%	3,5341 ***	0,0004	1,8633	-0,3394	0,0003	0,0640	50,87%	49,13%
-1/0	0,2432%	3,3675 ***	0,0008	1,8633	-0,3742	-0,0001	0,0504	49,51%	50,49%
0/1	0,4668%	4,8313 ***	0,0000	1,8633	-0,3449	0,0002	0,0551	50,57%	49,43%
-1/1	0,4831%	4,6945 ***	0,0000	1,8633	-0,3742	-0,0001	0,0485	49,77%	50,23%
-2/2	0,3639%	3,7633 ***	0,0002	1,8633	-0,3742	-0,0005	0,0458	48,06%	51,94%
-5/5	0,0951%	3,0772 ***	0,0021	1,8633	-0,6145	-0,0006	0,0401	47,52%	52,48%
-10/10	-0,4086%	2,5614 **	0,0104	1,8633	-0,6145	-0,0007	0,0358	47,01%	52,99%
-15/15	-1,7034%	0,7964	0,4258	1,8633	-0,6145	-0,0008	0,0341	46,62%	53,38%
-20/20	-2,5175%	-0,5715	0,5677	1,8633	-0,6145	-0,0009	0,0335	46,34%	53,66%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.046		Volumina: 100 Mio > x ≤ 500 Mio							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0475%	-0,4090	0,6825	1,0447	-0,3043	-0,0013	0,0547	46,13%	53,87%
-1/0	-0,0006%	0,1234	0,9018	1,0447	-0,3043	-0,0010	0,0438	46,62%	53,38%
0/1	0,0156%	1,0435	0,2967	1,0447	-0,3644	-0,0008	0,0510	47,62%	52,38%
-1/1	0,0625%	1,3398	0,1803	1,0447	-0,3644	-0,0008	0,0449	47,45%	52,55%
-2/2	-0,1540%	0,4499	0,6528	1,0447	-0,5248	-0,0008	0,0389	47,01%	52,99%
-5/5	-0,6595%	-0,7273	0,4671	1,0447	-0,5248	-0,0008	0,0331	46,86%	53,14%
-10/10	-1,1776%	-1,2029	0,2290	1,0447	-0,5248	-0,0008	0,0305	46,76%	53,24%
-15/15	-1,9101%	-2,4665 **	0,0136	1,5754	-0,5557	-0,0008	0,0297	46,66%	53,34%
-20/20	-2,6379%	-2,7046 ***	0,0068	1,5754	-0,6395	-0,0008	0,0293	46,65%	53,35%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 722		Volumina: 500 Mio > x ≤ 1 Mrd							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,7592%	-1,7280 *	0,0840	0,6893	-0,2548	-0,0040	0,0633	40,86%	59,14%
-1/0	-0,7779%	-1,5488	0,1214	0,6893	-0,2548	-0,0016	0,0478	44,04%	55,96%
0/1	-0,8571%	-1,6590 *	0,0971	0,6893	-0,3278	-0,0023	0,0518	43,63%	56,37%
-1/1	-0,8758%	-1,5214	0,1282	0,6893	-0,3278	-0,0015	0,0445	44,83%	55,17%
-2/2	-1,0556%	-1,6301	0,1031	0,6893	-0,3278	-0,0013	0,0385	45,51%	54,49%
-5/5	-1,5477%	-2,5725 **	0,0101	0,6893	-0,3278	-0,0012	0,0318	45,64%	54,36%
-10/10	-2,1359%	-3,2764 ***	0,0011	0,6893	-0,3278	-0,0010	0,0280	45,96%	54,04%
-15/15	-2,4823%	-3,2592 ***	0,0011	0,6893	-0,3438	-0,0009	0,0267	46,56%	53,44%
-20/20	-3,3933%	-3,8000 ***	0,0001	0,6893	-0,3730	-0,0009	0,0259	46,51%	53,49%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.164		Volumina: x > 1 Mrd							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,6626%	-8,2970 ***	0,0000	0,2594	-0,3874	-0,0089	0,0572	36,34%	63,66%
-1/0	-1,9615%	-8,9228 ***	0,0000	0,2594	-0,3874	-0,0037	0,0447	39,86%	60,14%
0/1	-1,7441%	-6,3677 ***	0,0000	0,4701	-0,3874	-0,0042	0,0511	42,05%	57,95%
-1/1	-2,0430%	-7,0633 ***	0,0000	0,4701	-0,3874	-0,0029	0,0442	42,50%	57,50%
-2/2	-2,1935%	-7,2445 ***	0,0000	0,4701	-0,3874	-0,0019	0,0379	44,02%	55,98%
-5/5	-2,5082%	-7,4596 ***	0,0000	0,4701	-0,3874	-0,0012	0,0309	45,64%	54,36%
-10/10	-3,1292%	-7,4419 ***	0,0000	0,6264	-0,3874	-0,0010	0,0274	46,21%	53,79%
-15/15	-3,6135%	-7,1648 ***	0,0000	0,6264	-0,3874	-0,0010	0,0263	46,44%	53,56%
-20/20	-4,0113%	-7,0197 ***	0,0000	0,6264	-0,4456	-0,0009	0,0255	46,52%	53,48%

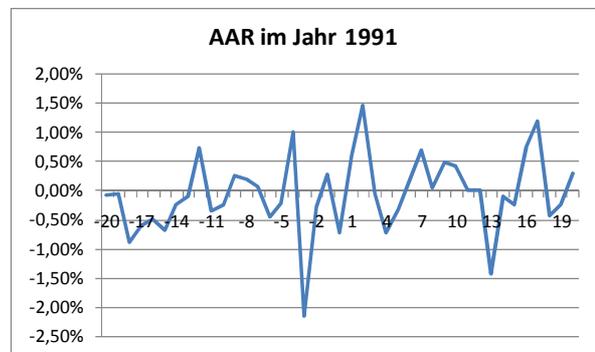
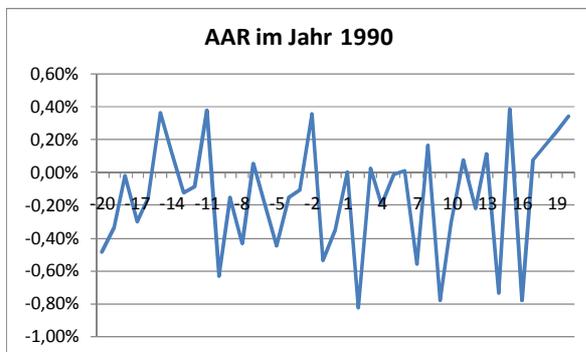
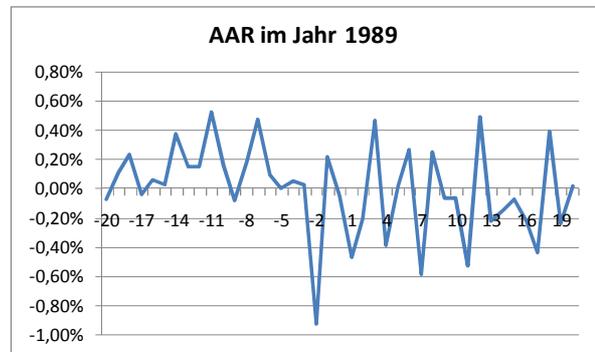
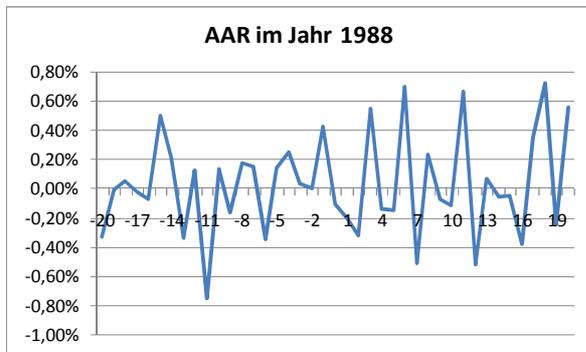
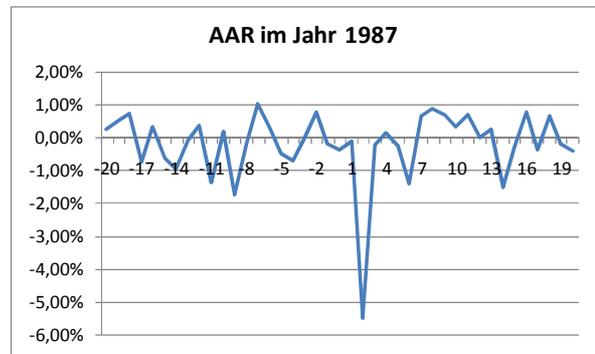
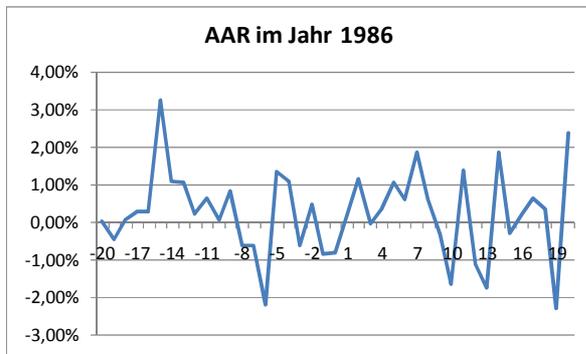
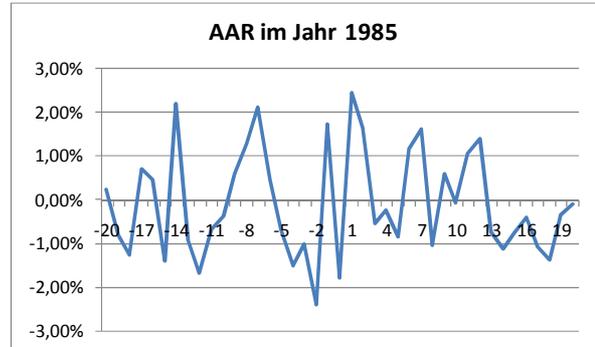
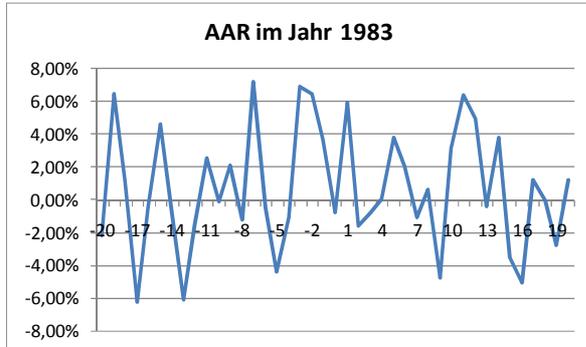
* = Signifikanzniveau von 90 %

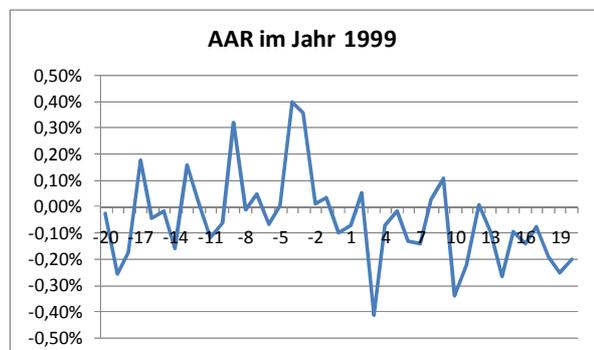
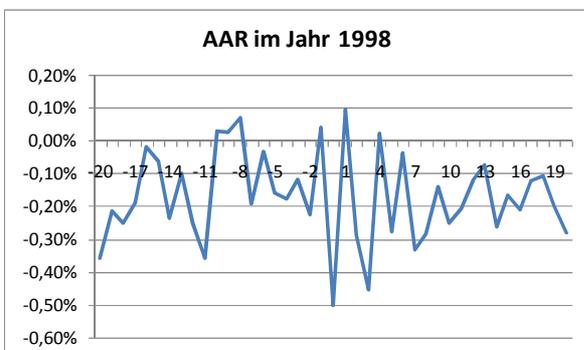
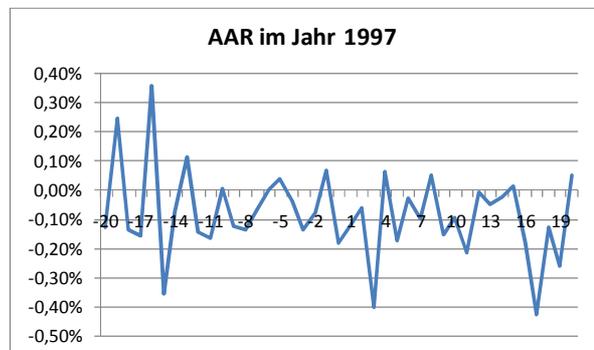
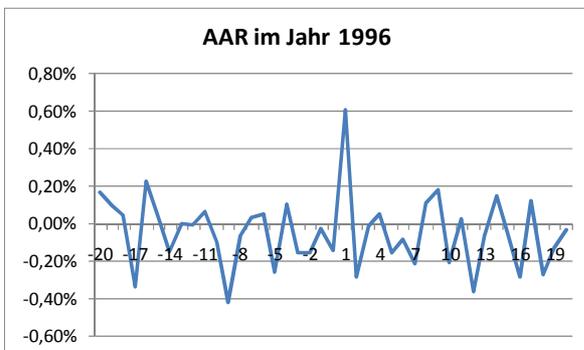
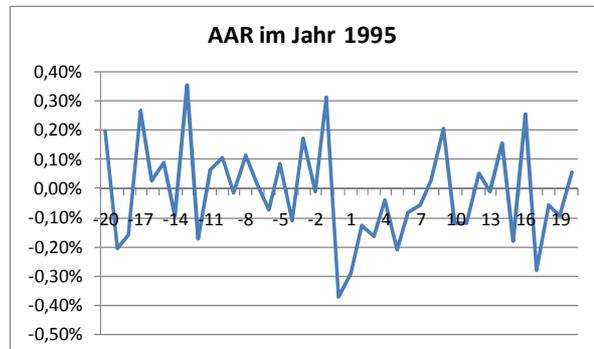
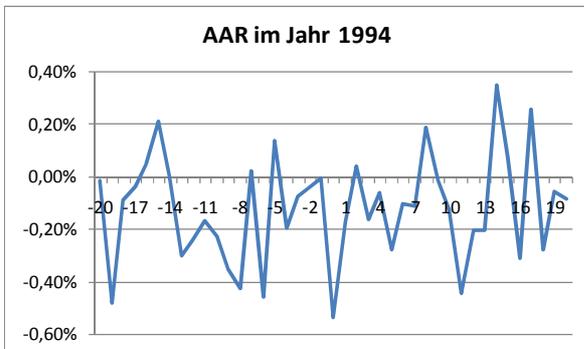
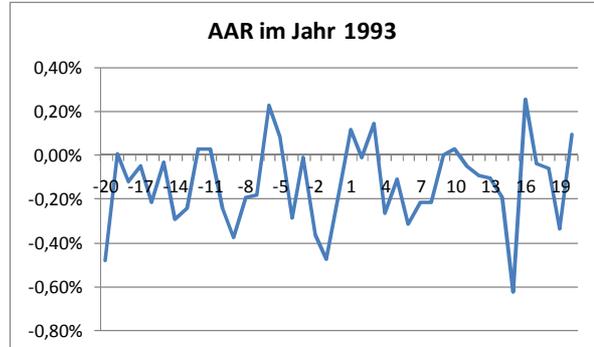
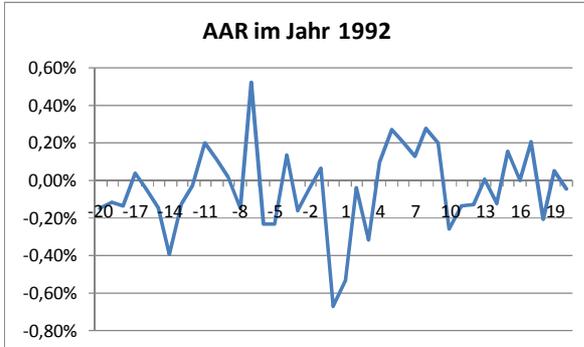
** = Signifikanzniveau von 95 %

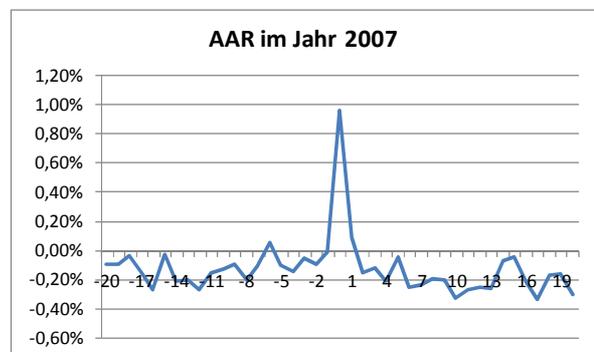
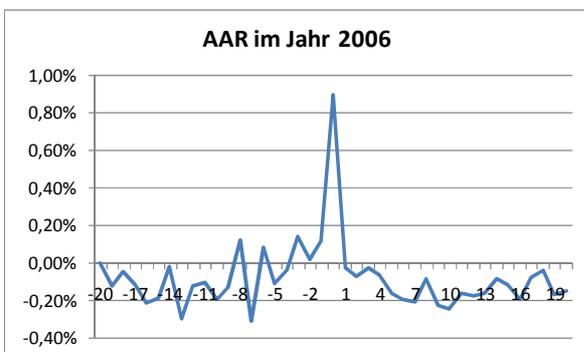
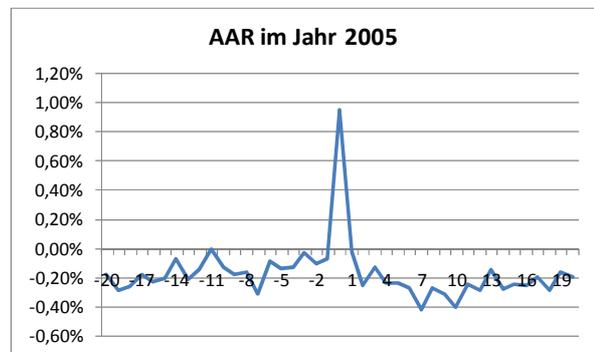
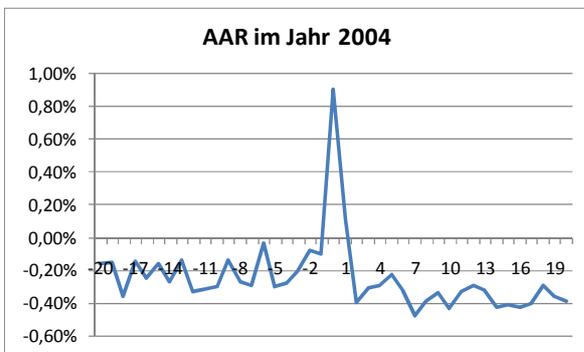
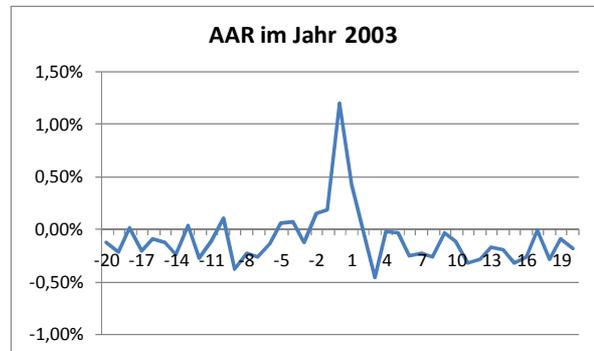
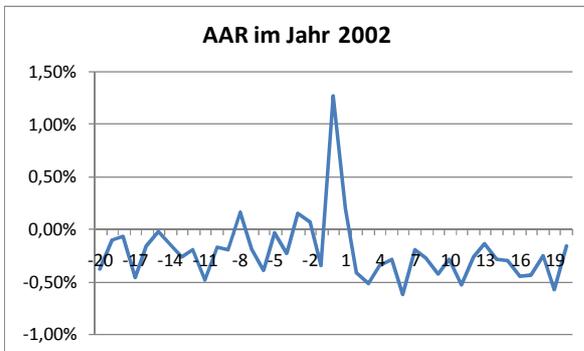
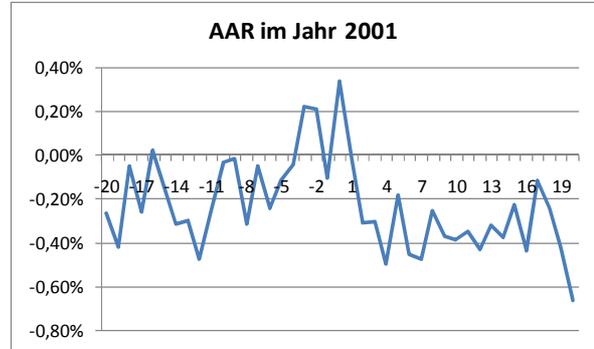
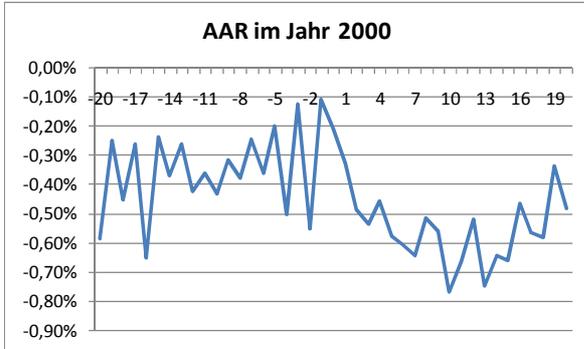
*** = Signifikanzniveau von 99 %

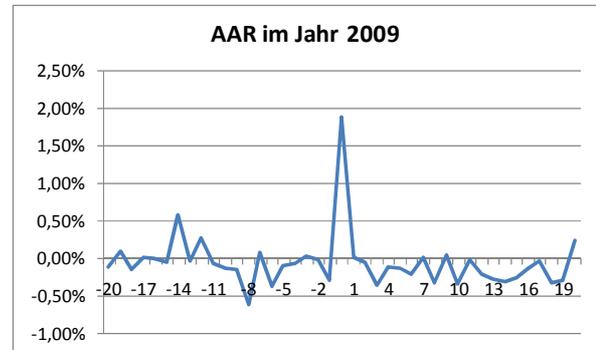
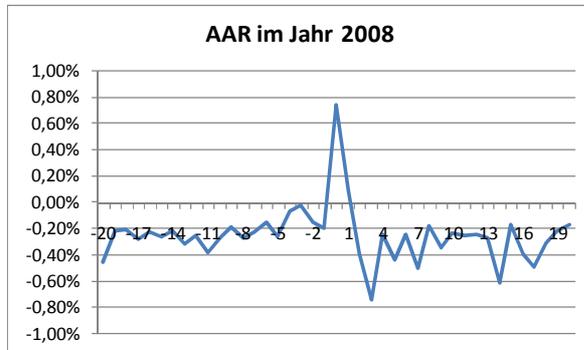
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR pro Jahr









Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Jahre

Stichprobengröße: 2		Jahr: 1985							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,7600%	-3,9353 ***	0,0001	-0,0173	-0,0179	-0,0176	0,0005	0,00%	100,00%
-1/0	-0,0405%	-0,2921	0,7702	0,0315	-0,0179	-0,0071	0,0233	50,00%	50,00%
0/1	0,6837%	1,4808	0,1387	0,0275	-0,0179	0,0020	0,0244	50,00%	50,00%
-1/1	2,4031%	4,9492 ***	0,0000	0,0315	-0,0179	0,0122	0,0221	66,67%	33,33%
-2/2	1,6676%	0,1571	0,8752	0,0575	-0,0320	-0,0062	0,0295	50,00%	50,00%
-5/5	-3,1039%	-0,7026	0,4823	0,0575	-0,0320	-0,0090	0,0216	31,82%	68,18%
-10/10	3,2473%	0,0172	0,9862	0,0575	-0,0320	-0,0022	0,0203	42,86%	57,14%
-15/15	0,6388%	-0,2172	0,8281	0,0575	-0,0320	-0,0030	0,0193	40,32%	59,68%
-20/20	-3,2557%	-0,4863	0,6268	0,0575	-0,0320	-0,0023	0,0176	41,46%	58,54%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3		Jahr: 1986							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,8293%	-1,3274	0,1844	-0,0010	-0,0181	-0,0057	0,0089	0,00%	100,00%
-1/0	-1,6873%	-1,7252 *	0,0845	0,0017	-0,0212	-0,0059	0,0093	16,67%	83,33%
0/1	-0,6133%	-4,6613 ***	0,0000	0,0121	-0,0181	-0,0033	0,0099	33,33%	66,67%
-1/1	-1,4713%	-3,3254 ***	0,0009	0,0121	-0,0212	-0,0057	0,0101	33,33%	66,67%
-2/2	0,1733%	0,0692	0,9448	0,0351	-0,0212	-0,0010	0,0156	40,00%	60,00%
-5/5	3,3329%	1,9133 *	0,0557	0,0351	-0,0308	0,0017	0,0144	57,58%	42,42%
-10/10	1,8753%	1,0177	0,3088	0,0377	-0,0470	0,0004	0,0162	52,38%	47,62%
-15/15	8,1044%	1,9662 **	0,0493	0,0730	-0,0470	0,0008	0,0188	54,84%	45,16%
-20/20	9,6245%	2,0216 **	0,0432	0,0770	-0,0485	0,0008	0,0201	52,85%	47,15%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 16		Jahr: 1987							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,3418%	-0,4528	0,6507	0,0569	-0,0342	-0,0040	0,0213	37,50%	62,50%
-1/0	-0,5034%	-0,3198	0,7491	0,0569	-0,0864	-0,0030	0,0254	40,63%	59,38%
0/1	-0,4371%	-0,4172	0,6765	0,0569	-0,0342	-0,0020	0,0181	31,25%	68,75%
-1/1	-0,5988%	-0,3334	0,7388	0,0569	-0,0864	-0,0020	0,0223	35,42%	64,58%
-2/2	-5,2961%	-0,5616	0,5744	0,0658	-0,6114	-0,0007	0,0724	45,00%	55,00%
-5/5	-6,7025%	-0,5239	0,6003	0,0882	-0,6114	-0,0010	0,0523	43,75%	56,25%
-10/10	-5,6834%	-0,1139	0,9093	0,1483	-0,6114	0,0000	0,0432	50,00%	50,00%
-15/15	-9,0082%	-0,6345	0,5257	0,1483	-0,6114	-0,0005	0,0383	47,98%	52,02%
-20/20	-7,1726%	-0,1901	0,8493	0,1483	-0,6114	-0,0004	0,0352	48,93%	51,07%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 28		Jahr: 1988							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1043%	-0,5287	0,5970	0,0813	-0,0248	-0,0018	0,0199	42,86%	57,14%
-1/0	0,3229%	0,6439	0,5196	0,0813	-0,0248	-0,0007	0,0186	46,43%	53,57%
0/1	-0,3110%	-0,8769	0,3806	0,0813	-0,0543	-0,0007	0,0191	48,21%	51,79%
-1/1	0,1163%	0,1365	0,8915	0,0813	-0,0543	-0,0003	0,0186	48,81%	51,19%
-2/2	-0,2024%	-0,2745	0,7837	0,0813	-0,0543	-0,0008	0,0172	45,71%	54,29%
-5/5	0,4945%	0,5411	0,5884	0,0860	-0,0543	-0,0003	0,0175	47,73%	52,27%
-10/10	0,6739%	0,8794	0,3792	0,0975	-0,0830	-0,0003	0,0185	48,13%	51,87%
-15/15	0,5386%	0,7272	0,4671	0,0975	-0,0830	-0,0003	0,0180	48,27%	51,73%
-20/20	1,1636%	1,2804	0,2004	0,0975	-0,0830	-0,0002	0,0180	48,87%	51,13%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 43			Jahr: 1989						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0417%	-0,4086	0,6828	0,1005	-0,0708	-0,0021	0,0288	39,53%	60,47%
-1/0	0,1835%	0,1582	0,8743	0,1005	-0,0708	-0,0014	0,0254	44,19%	55,81%
0/1	-0,5080%	-1,0591	0,2896	0,1005	-0,0946	-0,0020	0,0240	43,02%	56,98%
-1/1	-0,2828%	-0,5617	0,5743	0,1005	-0,0946	-0,0014	0,0233	44,96%	55,04%
-2/2	-1,4102%	-2,0427 **	0,0411	0,1005	-0,0946	-0,0019	0,0206	43,26%	56,74%
-5/5	-1,2054%	-0,7853	0,4323	0,1005	-0,0946	-0,0012	0,0197	44,40%	55,60%
-10/10	-0,5366%	0,1314	0,8954	0,3413	-0,1373	-0,0008	0,0247	46,07%	53,93%
-15/15	0,2638%	0,5202	0,6030	0,3413	-0,1373	-0,0007	0,0237	46,81%	53,19%
-20/20	0,1057%	0,6904	0,4899	0,3413	-0,1373	-0,0006	0,0225	47,14%	52,86%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 30			Jahr: 1990						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,3442%	-0,6363	0,5246	0,0454	-0,0550	-0,0004	0,0216	46,67%	53,33%
-1/0	-0,8787%	-1,2810	0,2002	0,0454	-0,0624	-0,0016	0,0198	45,00%	55,00%
0/1	-0,3379%	-0,0130	0,9896	0,0454	-0,0550	0,0004	0,0182	51,67%	48,33%
-1/1	-0,8724%	-0,7081	0,4789	0,0454	-0,0624	-0,0004	0,0181	48,89%	51,11%
-2/2	-1,3342%	-0,8176	0,4136	0,0454	-0,0635	-0,0010	0,0191	47,33%	52,67%
-5/5	-2,2045%	-0,8695	0,3846	0,0537	-0,0635	-0,0010	0,0182	46,06%	53,94%
-10/10	-5,0012%	-1,7507 *	0,0800	0,0893	-0,1196	-0,0015	0,0198	44,76%	55,24%
-15/15	-4,6583%	-0,6789	0,4972	0,0991	-0,1196	-0,0011	0,0198	46,13%	53,87%
-20/20	-5,8640%	-1,2235	0,2211	0,0991	-0,1196	-0,0012	0,0191	45,85%	54,15%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 28			Jahr: 1991						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,7135%	-1,7226 *	0,0850	0,0585	-0,0520	-0,0031	0,0228	32,14%	67,86%
-1/0	-0,4409%	-0,3416	0,7326	0,1259	-0,0649	-0,0014	0,0316	37,50%	62,50%
0/1	-0,1174%	0,4152	0,6780	0,0848	-0,0986	-0,0001	0,0308	50,00%	50,00%
-1/1	0,1552%	0,6006	0,5481	0,1259	-0,0986	-0,0004	0,0332	47,62%	52,38%
-2/2	1,3179%	0,9000	0,3681	0,2402	-0,0986	-0,0006	0,0360	47,14%	52,86%
-5/5	-1,1427%	-0,2251	0,8219	0,2570	-0,3784	-0,0010	0,0404	43,18%	56,82%
-10/10	0,4472%	1,8815 *	0,0599	0,2570	-0,3784	-0,0008	0,0336	46,94%	53,06%
-15/15	-1,9423%	1,3708	0,1705	0,2570	-0,3784	-0,0010	0,0315	46,08%	53,92%
-20/20	-2,4773%	1,0968	0,2727	0,2651	-0,3784	-0,0012	0,0311	45,56%	54,44%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 121			Jahr: 1992						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,6723%	-2,1636 **	0,0305	0,0932	-0,1740	-0,0028	0,0351	33,88%	66,12%
-1/0	-0,6088%	-1,6316	0,1028	0,0932	-0,1740	-0,0018	0,0313	40,91%	59,09%
0/1	-1,2118%	-2,6369 ***	0,0084	0,0932	-0,1893	-0,0023	0,0324	38,84%	61,16%
-1/1	-1,1483%	-2,2993 **	0,0215	0,0932	-0,1893	-0,0018	0,0307	41,87%	58,13%
-2/2	-1,2326%	-2,7183 ***	0,0066	0,1260	-0,1893	-0,0018	0,0282	42,31%	57,69%
-5/5	-1,4537%	-2,2688 **	0,0233	0,1260	-0,2032	-0,0014	0,0252	43,73%	56,27%
-10/10	-0,6459%	-0,4939	0,6214	0,3229	-0,2032	-0,0009	0,0251	45,65%	54,35%
-15/15	-1,3863%	-0,7259	0,4679	0,3229	-0,2032	-0,0009	0,0245	45,67%	54,33%
-20/20	-1,8119%	-0,6161	0,5379	0,3229	-0,2032	-0,0009	0,0237	45,88%	54,12%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 165		Jahr: 1993							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1806%	-1,1065	0,2685	0,1254	-0,1111	-0,0017	0,0334	44,85%	55,15%
-1/0	-0,6537%	-2,9186 ***	0,0035	0,2482	-0,1111	-0,0025	0,0304	39,70%	60,30%
0/1	-0,0640%	-0,4484	0,6539	0,1498	-0,1153	-0,0013	0,0337	45,76%	54,24%
-1/1	-0,5371%	-1,8730 *	0,0611	0,2482	-0,1153	-0,0020	0,0318	42,02%	57,98%
-2/2	-0,9082%	-2,1678 **	0,0302	0,2482	-0,1153	-0,0016	0,0297	42,79%	57,21%
-5/5	-1,3495%	-2,2009 **	0,0277	0,2482	-0,2314	-0,0016	0,0279	43,53%	56,47%
-10/10	-2,8244%	-2,9050 ***	0,0037	0,2482	-0,2314	-0,0015	0,0266	42,91%	57,09%
-15/15	-4,3915%	-4,0659 ***	0,0000	0,4058	-0,2722	-0,0014	0,0269	42,85%	57,15%
-20/20	-5,3293%	-4,5500 ***	0,0000	0,4058	-0,2722	-0,0014	0,0261	42,62%	57,38%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 220		Jahr: 1994							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,5347%	-2,2498 **	0,0245	0,2064	-0,1415	-0,0016	0,0389	45,00%	55,00%
-1/0	-0,5395%	-1,9220 *	0,0546	0,2064	-0,1415	-0,0013	0,0312	45,00%	55,00%
0/1	-0,7042%	-2,0141 **	0,0440	0,2064	-0,1578	-0,0017	0,0351	43,86%	56,14%
-1/1	-0,7090%	-1,7879 *	0,0738	0,2064	-0,1578	-0,0014	0,0310	44,24%	55,76%
-2/2	-0,7058%	-1,7522 *	0,0797	0,2222	-0,1578	-0,0015	0,0291	43,73%	56,27%
-5/5	-1,3348%	-1,9055 *	0,0567	0,2222	-0,2268	-0,0013	0,0264	43,88%	56,12%
-10/10	-2,9228%	-2,7364 ***	0,0062	0,2332	-0,2908	-0,0013	0,0249	44,07%	55,93%
-15/15	-3,8359%	-3,1793 ***	0,0015	0,3218	-0,3725	-0,0012	0,0254	44,31%	55,69%
-20/20	-4,8705%	-3,7800 ***	0,0002	0,3822	-0,3725	-0,0012	0,0250	44,43%	55,57%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 265		Jahr: 1995							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,3699%	-0,9666	0,3338	0,1542	-0,1757	-0,0030	0,0350	38,87%	61,13%
-1/0	-0,0572%	0,2739	0,7842	0,2758	-0,1757	-0,0006	0,0321	45,66%	54,34%
0/1	-0,6617%	-1,3291	0,1838	0,2309	-0,1757	-0,0016	0,0355	41,51%	58,49%
-1/1	-0,3489%	-0,3537	0,7236	0,2758	-0,1757	-0,0008	0,0334	45,16%	54,84%
-2/2	-0,4818%	-0,6761	0,4990	0,2758	-0,1757	-0,0007	0,0293	45,66%	54,34%
-5/5	-0,7467%	-0,6669	0,5048	0,2758	-0,1757	-0,0006	0,0262	45,90%	54,10%
-10/10	-0,6151%	0,6031	0,5464	0,3508	-0,1757	-0,0005	0,0254	47,12%	52,88%
-15/15	-0,4728%	1,4167	0,1566	0,3508	-0,1757	-0,0004	0,0239	47,46%	52,54%
-20/20	-0,4582%	2,3568 **	0,0184	0,3508	-0,1757	-0,0004	0,0234	47,72%	52,28%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 384		Jahr: 1996							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1426%	0,9509	0,3416	0,6642	-0,7632	-0,0008	0,0686	47,40%	52,60%
-1/0	-0,1701%	1,0603	0,2890	0,6642	-0,7632	-0,0008	0,0562	45,70%	54,30%
0/1	0,4612%	2,1736 **	0,0297	1,8703	-0,7632	-0,0001	0,0869	49,74%	50,26%
-1/1	0,4337%	2,1900 **	0,0285	1,8703	-0,7632	-0,0005	0,0746	47,83%	52,17%
-2/2	-0,0063%	2,0964 **	0,0360	1,8703	-0,7632	-0,0006	0,0616	46,72%	53,28%
-5/5	-0,4442%	1,5283	0,1264	1,8703	-0,7632	-0,0009	0,0497	44,79%	55,21%
-10/10	-1,1600%	1,7223 *	0,0850	1,8703	-0,7632	-0,0008	0,0421	45,23%	54,77%
-15/15	-1,5142%	2,7535 ***	0,0059	1,8703	-0,7632	-0,0007	0,0387	45,73%	54,27%
-20/20	-1,9028%	2,9236 ***	0,0035	1,8703	-0,7632	-0,0007	0,0371	45,81%	54,19%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 455			Jahr: 1997						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1783%	-1,1075	0,2681	0,6941	-0,2099	-0,0026	0,0551	45,27%	54,73%
-1/0	-0,1112%	-0,5458	0,5852	0,6941	-0,2099	-0,0013	0,0428	46,15%	53,85%
0/1	-0,2950%	-0,2719	0,7857	0,6941	-0,3251	-0,0011	0,0481	47,25%	52,75%
-1/1	-0,2279%	0,0910	0,9275	0,6941	-0,3251	-0,0008	0,0418	47,18%	52,82%
-2/2	-0,3669%	-0,1020	0,9187	0,6941	-0,3251	-0,0011	0,0360	45,98%	54,02%
-5/5	-1,0096%	-0,3956	0,6924	0,6941	-0,3251	-0,0011	0,0318	45,61%	54,39%
-10/10	-1,6408%	-0,2002	0,8413	0,6941	-0,4362	-0,0011	0,0304	45,64%	54,36%
-15/15	-2,5400%	-0,2791	0,7802	0,6941	-0,4932	-0,0010	0,0297	45,74%	54,26%
-20/20	-3,2941%	-0,4866	0,6265	0,6941	-0,4932	-0,0011	0,0293	45,67%	54,33%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 822			Jahr: 1998						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,4999%	-4,2902 ***	0,0000	0,5041	-0,2573	-0,0037	0,0576	40,02%	59,98%
-1/0	-0,4582%	-3,8062 ***	0,0001	0,7103	-0,2573	-0,0026	0,0528	42,76%	57,24%
0/1	-0,4040%	-1,9477 *	0,0514	0,5041	-0,2887	-0,0024	0,0540	43,49%	56,51%
-1/1	-0,3623%	-1,9946 **	0,0461	0,7103	-0,2887	-0,0021	0,0519	44,16%	55,84%
-2/2	-0,8723%	-3,4803 ***	0,0005	0,7103	-0,2887	-0,0021	0,0464	43,53%	56,47%
-5/5	-2,0331%	-4,5910 ***	0,0000	0,7103	-0,4947	-0,0018	0,0420	44,16%	55,84%
-10/10	-3,1694%	-5,1034 ***	0,0000	0,9995	-0,4947	-0,0016	0,0401	44,38%	55,62%
-15/15	-4,9929%	-6,4447 ***	0,0000	0,9995	-0,4947	-0,0016	0,0389	44,11%	55,89%
-20/20	-6,9309%	-7,1338 ***	0,0000	0,9995	-0,4947	-0,0017	0,0383	43,91%	56,09%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.000			Jahr: 1999						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0987%	-1,4811	0,1386	1,7277	-0,3977	-0,0031	0,1053	43,30%	56,70%
-1/0	-0,0632%	-1,5536	0,1203	1,7277	-0,3977	-0,0019	0,0841	44,10%	55,90%
0/1	-0,1710%	-0,8069	0,4197	1,7277	-0,3977	-0,0019	0,0833	45,30%	54,70%
-1/1	-0,1354%	-0,9533	0,3404	1,7277	-0,3977	-0,0016	0,0751	45,17%	54,83%
-2/2	-0,0721%	-0,9968	0,3189	1,7277	-0,4913	-0,0013	0,0651	45,48%	54,52%
-5/5	0,1914%	-0,3609	0,7182	1,9965	-0,6116	-0,0012	0,0595	45,30%	54,70%
-10/10	-0,0392%	0,0030	0,9976	1,9965	-0,6919	-0,0012	0,0559	45,23%	54,77%
-15/15	-0,8025%	0,2261	0,8212	1,9965	-0,6919	-0,0012	0,0529	45,23%	54,77%
-20/20	-1,9714%	-0,3938	0,6937	1,9965	-0,6919	-0,0012	0,0512	45,23%	54,77%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.048			Jahr: 2000						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2072%	-0,2657	0,7905	1,1944	-0,5389	-0,0018	0,0821	45,51%	54,49%
-1/0	-0,3171%	-0,3396	0,7342	1,1944	-0,5389	-0,0018	0,0725	44,90%	55,10%
0/1	-0,5384%	0,5648	0,5722	2,9084	-0,5389	-0,0019	0,0974	44,85%	55,15%
-1/1	-0,6483%	0,4165	0,6770	2,9084	-0,5389	-0,0018	0,0871	44,66%	55,34%
-2/2	-1,6879%	-0,2973	0,7663	2,9084	-0,6267	-0,0022	0,0818	43,73%	56,27%
-5/5	-4,0899%	-0,2418	0,8090	2,9084	-0,6267	-0,0021	0,0717	43,78%	56,22%
-10/10	-8,9194%	-1,7175 *	0,0859	2,9084	-0,6881	-0,0020	0,0663	43,78%	56,22%
-15/15	-13,8165%	-2,6580 ***	0,0079	2,9084	-0,7874	-0,0020	0,0655	43,68%	56,32%
-20/20	-18,4500%	-3,0090 ***	0,0026	2,9084	-0,9320	-0,0020	0,0653	43,65%	56,35%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.868		Jahr: 2001							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3381%	3,0803 ***	0,0021	2,8003	-0,5303	-0,0005	0,1075	48,05%	51,95%
-1/0	0,2349%	2,5093 **	0,0121	2,8003	-0,7804	-0,0008	0,0945	46,62%	53,38%
0/1	0,3220%	4,0960 ***	0,0000	2,8003	-0,5840	-0,0006	0,0951	47,66%	52,34%
-1/1	0,2188%	3,6474 ***	0,0003	2,8003	-0,7804	-0,0007	0,0902	46,84%	53,16%
-2/2	0,1222%	3,8177 ***	0,0001	2,8003	-0,7804	-0,0008	0,0850	46,54%	53,46%
-5/5	-0,7834%	3,7009 ***	0,0002	2,8003	-0,7804	-0,0008	0,0780	46,34%	53,66%
-10/10	-3,3561%	3,4070 ***	0,0007	2,9150	-0,7873	-0,0009	0,0727	46,08%	53,92%
-15/15	-6,5188%	2,3301 **	0,0198	2,9150	-0,7873	-0,0009	0,0697	45,92%	54,08%
-20/20	-9,3426%	2,2553 **	0,0241	2,9150	-0,9780	-0,0009	0,0682	45,86%	54,14%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.405		Jahr: 2002							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2657%	4,8942 ***	0,0000	3,3666	-0,6292	0,0000	0,1684	50,19%	49,81%
-1/0	0,9244%	4,0088 ***	0,0001	3,3666	-0,6818	-0,0004	0,1295	48,63%	51,37%
0/1	1,4680%	6,3071 ***	0,0000	3,3666	-0,6292	-0,0004	0,1402	48,73%	51,27%
-1/1	1,1267%	5,5595 ***	0,0000	3,3666	-0,6818	-0,0006	0,1217	48,18%	51,82%
-2/2	0,7941%	4,8731 ***	0,0000	3,3666	-0,6818	-0,0009	0,1130	46,91%	53,09%
-5/5	-0,4558%	2,7910 ***	0,0053	3,3666	-0,7562	-0,0010	0,0958	45,90%	54,10%
-10/10	-2,9955%	-0,0172	0,9863	3,3666	-0,7562	-0,0011	0,0843	45,26%	54,74%
-15/15	-5,5820%	-1,9821 **	0,0475	3,3666	-0,7562	-0,0012	0,0799	45,16%	54,84%
-20/20	-8,5902%	-3,1752 ***	0,0015	3,3666	-0,7562	-0,0012	0,0758	45,14%	54,86%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.489		Jahr: 2003							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1972%	6,2813 ***	0,0000	2,9978	-0,5163	-0,0004	0,1499	48,09%	51,91%
-1/0	1,3839%	6,4334 ***	0,0000	2,9978	-0,5430	-0,0009	0,1209	46,00%	54,00%
0/1	1,6063%	7,9274 ***	0,0000	2,9978	-0,5163	-0,0003	0,1260	48,61%	51,39%
-1/1	1,7930%	8,1273 ***	0,0000	2,9978	-0,5430	-0,0007	0,1132	47,05%	52,95%
-2/2	1,9388%	8,7595 ***	0,0000	2,9978	-0,5430	-0,0008	0,0998	46,01%	53,99%
-5/5	1,4167%	8,0722 ***	0,0000	2,9978	-0,6344	-0,0010	0,0824	44,91%	55,09%
-10/10	-0,4169%	6,8635 ***	0,0000	2,9978	-0,8038	-0,0011	0,0725	44,27%	55,73%
-15/15	-2,4577%	7,1966 ***	0,0000	2,9978	-0,8038	-0,0011	0,0670	44,14%	55,86%
-20/20	-3,9555%	7,7059 ***	0,0000	2,9978	-0,8038	-0,0011	0,0648	44,01%	55,99%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.190		Jahr: 2004							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9070%	6,0685 ***	0,0000	3,3174	-0,6904	-0,0005	0,1789	47,77%	52,23%
-1/0	0,8066%	6,0679 ***	0,0000	3,3174	-0,6904	-0,0010	0,1385	45,11%	54,89%
0/1	1,0227%	7,4706 ***	0,0000	3,3174	-0,6904	-0,0006	0,1435	47,30%	52,70%
-1/1	0,9224%	7,4863 ***	0,0000	3,3174	-0,6904	-0,0009	0,1258	45,68%	54,32%
-2/2	0,4500%	7,1403 ***	0,0000	3,3174	-0,6904	-0,0010	0,1046	44,56%	55,44%
-5/5	-1,1387%	5,5951 ***	0,0000	3,3174	-0,6904	-0,0012	0,0807	43,46%	56,54%
-10/10	-4,1016%	2,6855 ***	0,0072	3,3174	-0,6904	-0,0013	0,0710	42,75%	57,25%
-15/15	-7,0637%	1,0659	0,2865	3,3174	-0,7598	-0,0014	0,0660	42,55%	57,45%
-20/20	-9,9662%	-0,4575	0,6473	3,3174	-0,7598	-0,0014	0,0629	42,39%	57,61%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.192		Jahr: 2005							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9543%	7,5529 ***	0,0000	4,4685	-0,4478	0,0007	0,1272	52,10%	47,90%
-1/0	0,8900%	7,9784 ***	0,0000	4,4685	-0,4478	-0,0004	0,0958	48,28%	51,72%
0/1	0,9387%	8,0184 ***	0,0000	4,4685	-0,5947	-0,0001	0,1039	49,78%	50,22%
-1/1	0,8744%	8,4847 ***	0,0000	4,4685	-0,5947	-0,0005	0,0890	48,01%	51,99%
-2/2	0,5254%	7,8886 ***	0,0000	4,4685	-0,5947	-0,0008	0,0775	46,28%	53,72%
-5/5	-0,3383%	6,2826 ***	0,0000	4,4685	-0,6145	-0,0010	0,0639	44,84%	55,16%
-10/10	-2,8402%	2,6837 ***	0,0073	4,4685	-0,7202	-0,0011	0,0573	43,71%	56,29%
-15/15	-4,6347%	1,9175 *	0,0552	4,4685	-0,7202	-0,0012	0,0560	43,43%	56,57%
-20/20	-6,8169%	0,9609	0,3366	4,4685	-0,7202	-0,0012	0,0539	43,30%	56,70%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.284		Jahr: 2006							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8954%	8,4090 ***	0,0000	3,9887	-0,5865	0,0008	0,1143	53,20%	46,80%
-1/0	1,0076%	7,6455 ***	0,0000	3,9887	-0,5865	-0,0002	0,1030	48,92%	51,08%
0/1	0,8699%	8,5916 ***	0,0000	3,9887	-0,6152	0,0001	0,0918	50,37%	49,63%
-1/1	0,9820%	8,2873 ***	0,0000	3,9887	-0,6152	-0,0003	0,0912	48,46%	51,54%
-2/2	0,9225%	7,3051 ***	0,0000	3,9887	-0,6152	-0,0006	0,0778	46,92%	53,08%
-5/5	0,6454%	7,3873 ***	0,0000	3,9887	-0,6152	-0,0007	0,0638	46,39%	53,61%
-10/10	-0,7647%	4,8218 ***	0,0000	3,9887	-0,6900	-0,0008	0,0556	45,46%	54,54%
-15/15	-2,2204%	3,0979 ***	0,0019	3,9887	-0,6900	-0,0009	0,0527	45,21%	54,79%
-20/20	-3,3847%	2,0876 **	0,0368	3,9887	-0,6900	-0,0009	0,0502	44,95%	55,05%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.407		Jahr: 2007							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9623%	6,7246 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	0,0006	0,1502	51,19%	48,81%
-1/0	0,9536%	6,0074 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0003	0,1118	48,84%	51,16%
0/1	1,0492%	6,6708 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0001	0,1196	49,46%	50,54%
-1/1	1,0406%	6,1377 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0004	0,1016	48,47%	51,53%
-2/2	0,7948%	4,6037 ***	0,0000	4,0012	-0,7373	-0,0007	0,0842	46,73%	53,27%
-5/5	0,1049%	1,9048 *	0,0568	4,0012	-0,7373	-0,0009	0,0722	45,58%	54,42%
-10/10	-1,5938%	-2,1818 **	0,0291	4,0012	-0,7373	-0,0011	0,0621	44,59%	55,41%
-15/15	-3,3629%	-4,6776 ***	0,0000	4,0012	-0,7669	-0,0012	0,0578	44,32%	55,68%
-20/20	-5,2074%	-7,3125 ***	0,0000	4,0012	-0,7669	-0,0012	0,0553	44,19%	55,81%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.676		Jahr: 2008							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7397%	3,0663 ***	0,0022	3,7929	-0,4944	-0,0001	0,1492	49,81%	50,19%
-1/0	0,5386%	2,8084 ***	0,0050	3,7929	-0,8734	-0,0003	0,1160	48,93%	51,07%
0/1	0,8296%	3,3312 ***	0,0009	3,7929	-0,4944	-0,0002	0,1231	49,33%	50,67%
-1/1	0,6285%	3,2226 ***	0,0013	3,7929	-0,8734	-0,0003	0,1079	48,90%	51,10%
-2/2	0,0888%	0,7167	0,4736	3,7929	-0,8734	-0,0007	0,0943	47,79%	52,21%
-5/5	-1,6951%	-3,2144 ***	0,0013	3,7929	-0,8734	-0,0009	0,0810	46,99%	53,01%
-10/10	-4,3219%	-4,9347 ***	0,0000	3,7929	-0,8734	-0,0009	0,0722	46,56%	53,44%
-15/15	-7,3306%	-7,2757 ***	0,0000	3,7929	-0,9634	-0,0010	0,0673	46,21%	53,79%
-20/20	-10,3006%	-9,5665 ***	0,0000	3,7929	-0,9634	-0,0011	0,0651	46,08%	53,92%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.143		Jahr: 2009							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,8913%	5,6807 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0010	0,2857	54,59%	45,41%
-1/0	1,6073%	5,7427 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0003	0,2132	52,27%	47,73%
0/1	1,9088%	5,9834 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0007	0,2187	53,02%	46,98%
-1/1	1,6249%	6,0480 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0003	0,1867	52,00%	48,00%
-2/2	1,5520%	6,5103 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0003	0,1557	51,44%	48,56%
-5/5	0,8259%	8,3803 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0002	0,1211	50,97%	49,03%
-10/10	-1,1326%	9,2954 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0000	0,1016	50,27%	49,73%
-15/15	-1,4602%	10,9100 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0000	0,0965	50,06%	49,94%
-20/20	-2,1324%	12,4042 ***	0,0000	3,7295	-0,8128	0,0000	0,0910	49,91%	50,09%

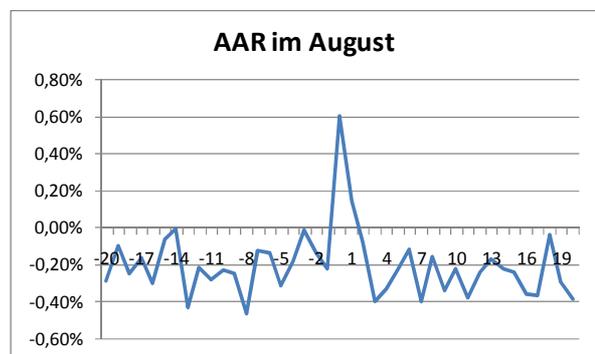
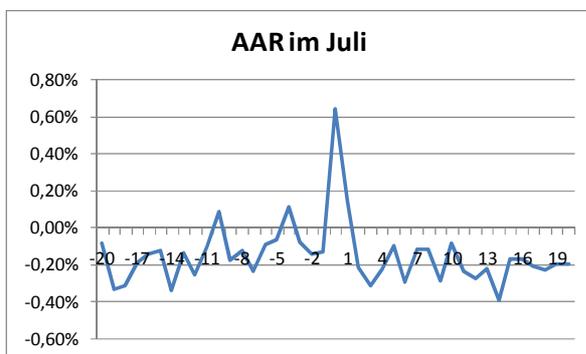
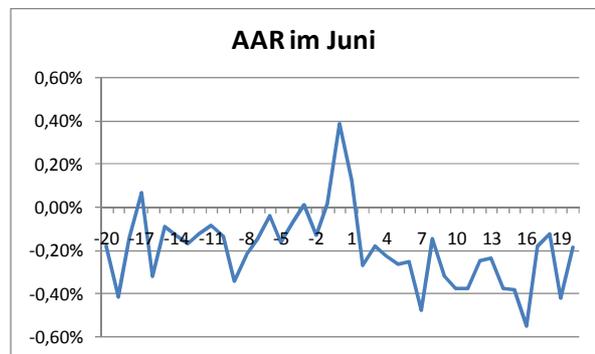
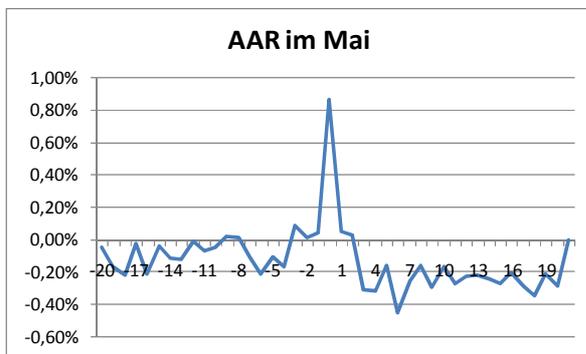
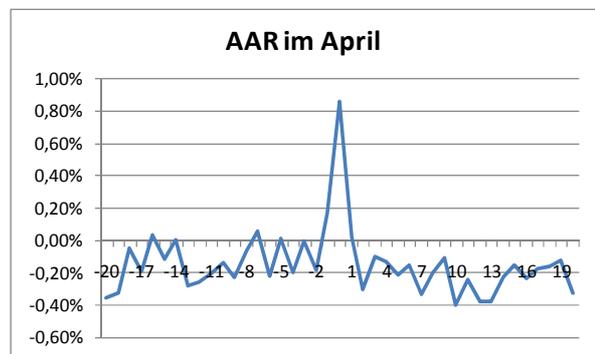
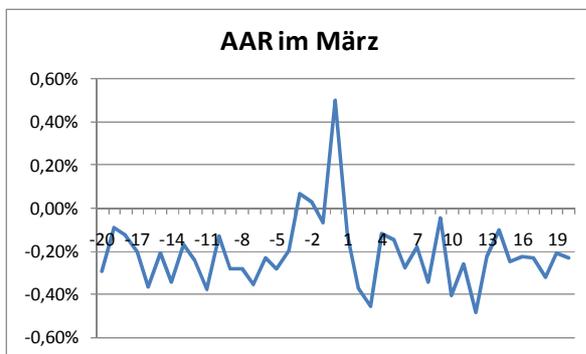
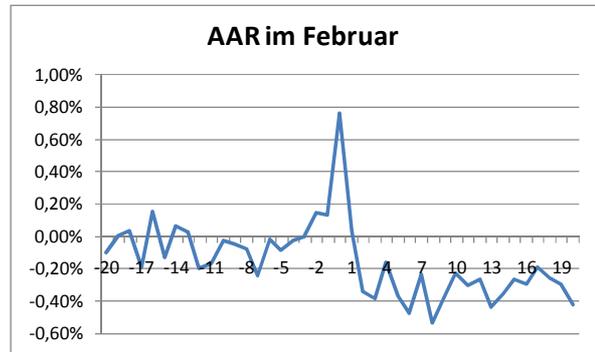
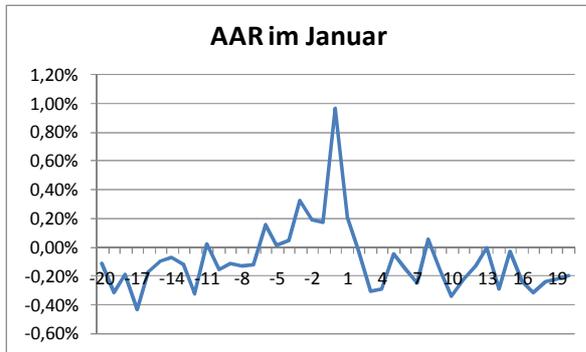
* = Signifikanzniveau von 90 %

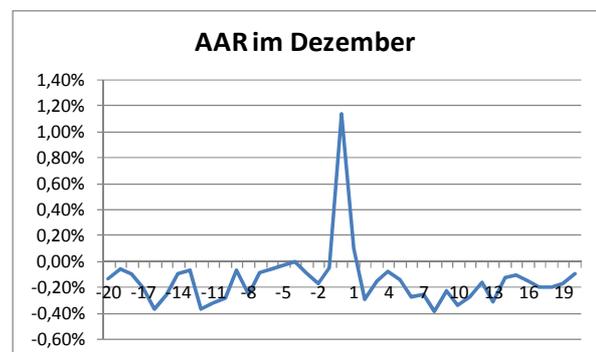
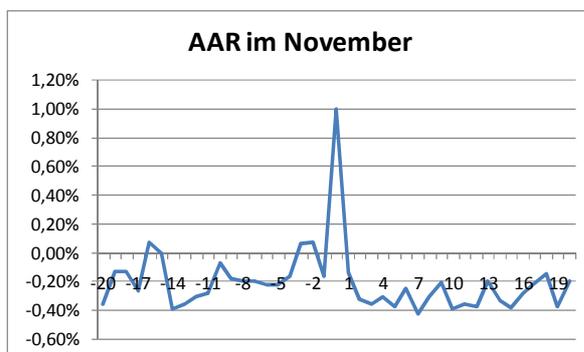
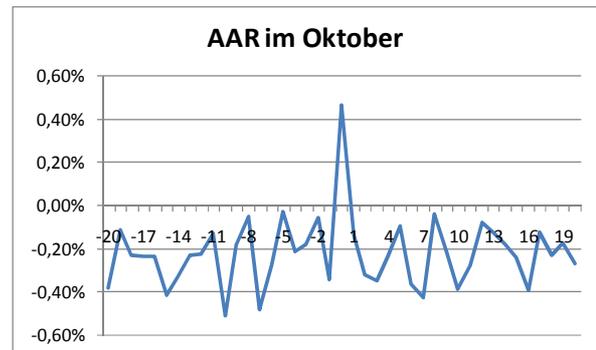
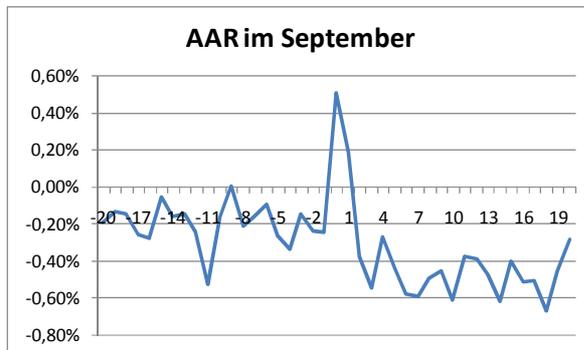
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR pro Monat





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Monate

Stichprobengröße: 2.387		Monat: Januar							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9642%	4,0878 ***	0,0000	2,3209	-0,4398	0,0001	0,1278	50,61%	49,39%
-1/0	1,1411%	3,6193 ***	0,0003	2,3209	-0,4695	-0,0004	0,1087	48,05%	51,95%
0/1	1,1699%	6,0598 ***	0,0000	2,3209	-0,5298	0,0000	0,1123	50,00%	50,00%
-1/1	1,3468%	5,5032 ***	0,0000	2,3209	-0,5298	-0,0003	0,1041	48,50%	51,50%
-2/2	1,5180%	5,5797 ***	0,0000	2,3209	-0,7580	-0,0005	0,0932	47,63%	52,37%
-5/5	1,2637%	5,5608 ***	0,0000	2,3410	-0,7580	-0,0006	0,0791	46,78%	53,22%
-10/10	0,0657%	5,6074 ***	0,0000	2,3410	-0,7580	-0,0007	0,0687	46,19%	53,81%
-15/15	-1,1832%	5,1209 ***	0,0000	2,3410	-0,7580	-0,0008	0,0646	45,62%	54,38%
-20/20	-3,6024%	3,6484 ***	0,0003	2,3410	-0,7580	-0,0009	0,0614	45,36%	54,64%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.316		Monat: Februar							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7588%	5,1673 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0003	0,1381	48,62%	51,38%
-1/0	0,8944%	6,1077 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0006	0,1083	47,28%	52,72%
0/1	0,7930%	5,5733 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0005	0,1156	48,23%	51,77%
-1/1	0,9287%	6,4591 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0006	0,1018	47,47%	52,53%
-2/2	0,7321%	5,9228 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0008	0,0929	46,48%	53,52%
-5/5	-0,2770%	5,3060 ***	0,0000	3,3174	-0,7562	-0,0009	0,0781	46,20%	53,80%
-10/10	-2,5190%	3,3475 ***	0,0008	3,3174	-0,7562	-0,0010	0,0680	45,41%	54,59%
-15/15	-4,5307%	1,9854 **	0,0471	3,3174	-0,8199	-0,0010	0,0645	45,30%	54,70%
-20/20	-6,0720%	1,1855	0,2358	3,3174	-0,9780	-0,0011	0,0622	45,19%	54,81%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.455		Monat: März							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5005%	4,4963 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0003	0,1058	49,33%	50,67%
-1/0	0,4339%	4,2407 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0007	0,0884	47,52%	52,48%
0/1	0,3753%	4,7874 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0005	0,0984	48,70%	51,30%
-1/1	0,3086%	4,7764 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0007	0,0891	47,70%	52,30%
-2/2	-0,0314%	4,0625 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0010	0,0806	46,46%	53,54%
-5/5	-1,1601%	2,2338 **	0,0255	2,9989	-0,7632	-0,0012	0,0714	45,43%	54,57%
-10/10	-3,6810%	-0,7998	0,4238	3,0007	-0,7632	-0,0012	0,0664	44,76%	55,24%
-15/15	-6,3185%	-2,1567 **	0,0310	3,0007	-0,7632	-0,0013	0,0628	44,35%	55,65%
-20/20	-8,6041%	-2,0990 **	0,0358	3,0007	-0,7632	-0,0013	0,0612	44,34%	55,66%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.460		Monat: April							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8591%	4,8210 ***	0,0000	3,2747	-0,4286	-0,0004	0,1475	48,54%	51,46%
-1/0	1,0275%	5,0966 ***	0,0000	3,2747	-0,5562	-0,0007	0,1186	46,89%	53,11%
0/1	0,8842%	5,6641 ***	0,0000	3,2747	-0,5335	-0,0005	0,1172	47,83%	52,17%
-1/1	1,0525%	5,9666 ***	0,0000	3,2747	-0,5562	-0,0007	0,1062	46,96%	53,04%
-2/2	0,5801%	4,7622 ***	0,0000	3,2747	-0,5838	-0,0009	0,0933	45,83%	54,17%
-5/5	-0,0432%	4,5326 ***	0,0000	3,2747	-0,6305	-0,0010	0,0755	45,25%	54,75%
-10/10	-1,7909%	4,5801 ***	0,0000	3,2747	-0,8038	-0,0010	0,0660	44,95%	55,05%
-15/15	-3,9819%	2,5696 **	0,0102	3,2747	-0,8038	-0,0011	0,0623	44,69%	55,31%
-20/20	-5,8436%	1,5964	0,1104	3,2747	-0,8038	-0,0011	0,0606	44,61%	55,39%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.582		Monat: Mai							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8665%	5,0185 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	0,0003	0,1307	50,85%	49,15%
-1/0	0,9095%	4,3293 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0005	0,1088	47,77%	52,23%
0/1	0,9210%	5,8974 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0002	0,1041	49,17%	50,83%
-1/1	0,9641%	5,4306 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0005	0,0970	47,68%	52,32%
-2/2	1,0065%	5,5386 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0007	0,0862	46,25%	53,75%
-5/5	0,0417%	5,0361 ***	0,0000	3,7295	-0,6158	-0,0009	0,0739	45,60%	54,40%
-10/10	-1,6083%	3,3452 ***	0,0008	3,7295	-0,7873	-0,0010	0,0676	45,06%	54,94%
-15/15	-3,1765%	3,1096 ***	0,0019	3,7295	-0,7873	-0,0010	0,0648	45,00%	55,00%
-20/20	-5,1575%	1,6050	0,1085	3,7295	-0,7873	-0,0011	0,0619	44,75%	55,25%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.650		Monat: Juni							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3903%	2,0927 **	0,0364	3,6005	-0,6013	-0,0009	0,1510	47,13%	52,87%
-1/0	0,4078%	2,3958 **	0,0166	3,6005	-0,6013	-0,0009	0,1144	46,15%	53,85%
0/1	0,5145%	3,9325 ***	0,0001	3,6005	-0,6013	-0,0006	0,1173	47,79%	52,21%
-1/1	0,5320%	4,1171 ***	0,0000	3,6005	-0,6013	-0,0008	0,1014	46,92%	53,08%
-2/2	0,1359%	2,8253 ***	0,0047	3,6005	-0,6013	-0,0010	0,0855	45,77%	54,23%
-5/5	-0,7387%	1,1146	0,2650	3,6005	-0,6064	-0,0011	0,0724	45,12%	54,88%
-10/10	-3,1840%	-1,7921 *	0,0731	3,6005	-0,7670	-0,0012	0,0641	44,51%	55,49%
-15/15	-5,3838%	-2,9354 ***	0,0033	3,6005	-0,7670	-0,0012	0,0593	44,30%	55,70%
-20/20	-7,8302%	-4,2449 ***	0,0000	3,6005	-0,7670	-0,0012	0,0562	44,37%	55,63%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.642		Monat: Juli							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6472%	3,1119 ***	0,0019	3,7929	-0,2319	-0,0002	0,1281	49,43%	50,57%
-1/0	0,5211%	2,1682 **	0,0301	3,7929	-0,6955	-0,0007	0,0967	47,45%	52,55%
0/1	0,7924%	3,7606 ***	0,0002	3,7929	-0,5947	-0,0003	0,1070	48,85%	51,15%
-1/1	0,6663%	2,9567 ***	0,0031	3,7929	-0,6955	-0,0006	0,0916	47,72%	52,28%
-2/2	0,3115%	2,1585 **	0,0309	3,7929	-0,6955	-0,0007	0,0796	47,03%	52,97%
-5/5	-0,3412%	1,9166 *	0,0553	3,7929	-0,6955	-0,0008	0,0682	46,40%	53,60%
-10/10	-1,7735%	0,9707	0,3317	3,7929	-0,6972	-0,0009	0,0600	45,86%	54,14%
-15/15	-4,0160%	-1,2834	0,1993	3,7929	-0,7669	-0,0010	0,0577	45,44%	54,56%
-20/20	-6,0682%	-2,9904 ***	0,0028	3,7929	-0,7669	-0,0010	0,0542	45,28%	54,72%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.432		Monat: August							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6052%	3,3793 ***	0,0007	3,2723	-0,6904	-0,0007	0,1401	47,49%	52,51%
-1/0	0,3866%	3,1239 ***	0,0018	3,2723	-0,8734	-0,0009	0,1062	46,63%	53,37%
0/1	0,7535%	4,6079 ***	0,0000	3,2723	-0,6904	-0,0006	0,1172	47,84%	52,16%
-1/1	0,5348%	4,3497 ***	0,0000	3,2723	-0,8734	-0,0007	0,1006	47,15%	52,85%
-2/2	0,3226%	4,0027 ***	0,0001	3,2723	-0,8734	-0,0009	0,0881	46,33%	53,67%
-5/5	-1,1285%	2,8400 ***	0,0045	3,2723	-0,8734	-0,0011	0,0713	45,62%	54,38%
-10/10	-3,5353%	0,4968	0,6193	3,2723	-0,8734	-0,0012	0,0635	45,06%	54,94%
-15/15	-5,7634%	0,0733	0,9416	3,2723	-0,8734	-0,0012	0,0611	45,02%	54,98%
-20/20	-8,2615%	-1,7537 *	0,0795	3,2723	-0,8734	-0,0012	0,0584	44,74%	55,26%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.623		Monat: September							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5101%	4,2214 ***	0,0000	4,4685	-0,5117	-0,0001	0,1681	49,49%	50,51%
-1/0	0,2702%	3,9176 ***	0,0001	4,4685	-0,8106	-0,0007	0,1300	47,03%	52,97%
0/1	0,7001%	4,8822 ***	0,0000	4,4685	-0,6152	-0,0003	0,1487	48,51%	51,49%
-1/1	0,4602%	4,6492 ***	0,0000	4,4685	-0,8106	-0,0007	0,1287	47,20%	52,80%
-2/2	-0,1444%	3,2934 ***	0,0010	4,4685	-0,8106	-0,0010	0,1081	45,75%	54,25%
-5/5	-2,1309%	0,2844	0,7761	4,4685	-0,8106	-0,0012	0,0861	44,40%	55,60%
-10/10	-5,4611%	-2,2117 **	0,0270	4,4685	-0,8106	-0,0012	0,0749	44,09%	55,91%
-15/15	-8,8396%	-4,0003 ***	0,0001	4,4685	-0,9634	-0,0012	0,0698	44,09%	55,91%
-20/20	-12,2530%	-4,6525 ***	0,0000	4,4685	-0,9634	-0,0012	0,0674	44,08%	55,92%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.766		Monat: Oktober							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4671%	2,3024 **	0,0213	3,9887	-0,5389	-0,0005	0,1447	48,84%	51,16%
-1/0	0,1231%	0,8731	0,3826	3,9887	-0,5974	-0,0009	0,1120	46,87%	53,13%
0/1	0,3345%	1,6478 *	0,0994	3,9887	-0,5566	-0,0010	0,1196	46,84%	53,16%
-1/1	-0,0095%	0,6391	0,5228	3,9887	-0,5974	-0,0011	0,1044	46,19%	53,81%
-2/2	-0,3825%	-1,2327	0,2177	3,9887	-0,6299	-0,0012	0,0876	45,28%	54,72%
-5/5	-1,4815%	-2,4679 **	0,0136	3,9887	-0,6299	-0,0012	0,0730	45,25%	54,75%
-10/10	-4,4091%	-5,4835 ***	0,0000	3,9887	-0,6477	-0,0013	0,0659	44,69%	55,31%
-15/15	-6,6411%	-5,6918 ***	0,0000	3,9887	-0,6477	-0,0013	0,0635	44,86%	55,14%
-20/20	-9,0300%	-6,3241 ***	0,0000	3,9887	-0,9320	-0,0013	0,0620	44,70%	55,30%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.437		Monat: November							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9992%	5,1152 ***	0,0000	3,2994	-0,7373	-0,0001	0,1308	49,61%	50,39%
-1/0	0,8364%	5,2159 ***	0,0000	3,2994	-0,7804	-0,0005	0,1091	48,03%	51,97%
0/1	0,8669%	4,6724 ***	0,0000	3,2994	-0,7373	-0,0004	0,1038	48,56%	51,44%
-1/1	0,7041%	5,0583 ***	0,0000	3,2994	-0,7804	-0,0005	0,0969	47,86%	52,14%
-2/2	0,4637%	4,6370 ***	0,0000	3,2994	-0,7804	-0,0006	0,0889	47,20%	52,80%
-5/5	-0,8806%	1,4128	0,1577	3,2994	-0,7804	-0,0010	0,0756	45,66%	54,34%
-10/10	-3,2967%	0,4237	0,6718	3,2994	-0,7804	-0,0011	0,0679	45,13%	54,87%
-15/15	-6,2514%	-0,2409	0,8097	3,2994	-0,7804	-0,0011	0,0645	44,92%	55,08%
-20/20	-8,2499%	0,3606	0,7184	3,2994	-0,7804	-0,0011	0,0631	44,71%	55,29%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.535		Monat: Dezember							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1403%	4,6118 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0001	0,1818	49,47%	50,53%
-1/0	1,0964%	4,7468 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0006	0,1360	47,32%	52,68%
0/1	1,2383%	6,3069 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0004	0,1383	48,17%	51,83%
-1/1	1,1944%	6,4057 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0006	0,1185	47,17%	52,83%
-2/2	0,7247%	5,4679 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0008	0,0999	45,40%	54,60%
-5/5	0,2391%	5,9677 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0009	0,0818	44,80%	55,20%
-10/10	-1,9695%	4,9771 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0010	0,0707	44,00%	56,00%
-15/15	-4,0364%	3,6500 ***	0,0003	3,6375	-0,8128	-0,0010	0,0662	43,87%	56,13%
-20/20	-5,7163%	2,8373 ***	0,0045	3,6375	-0,8128	-0,0010	0,0639	43,98%	56,02%

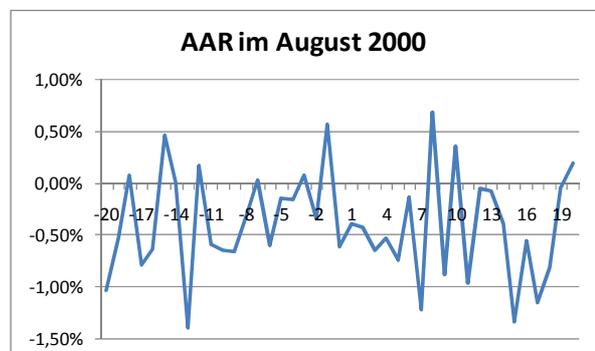
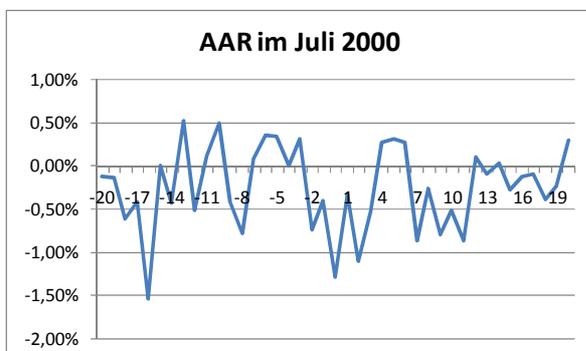
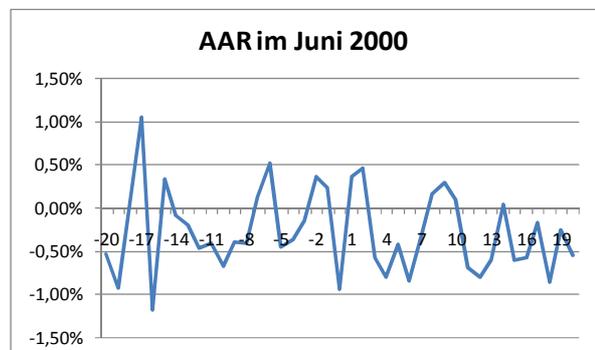
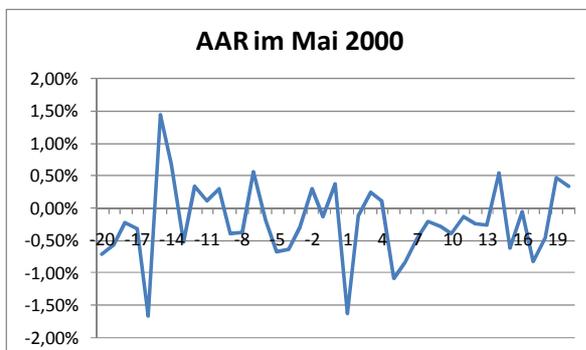
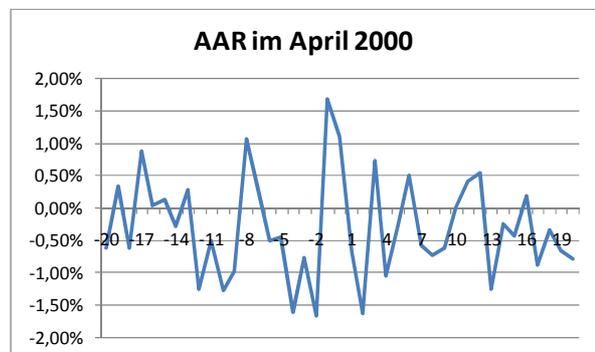
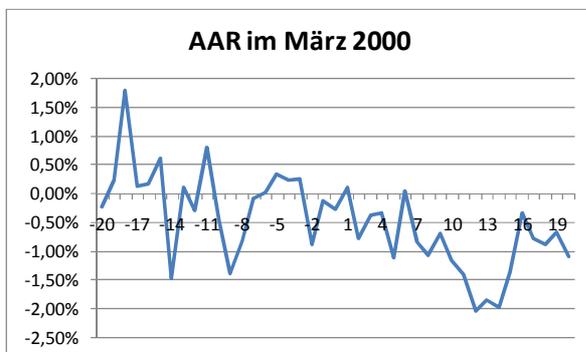
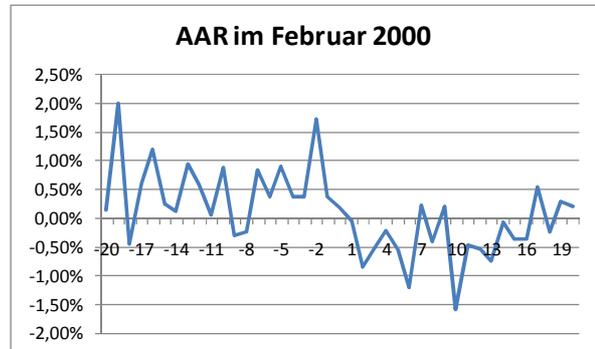
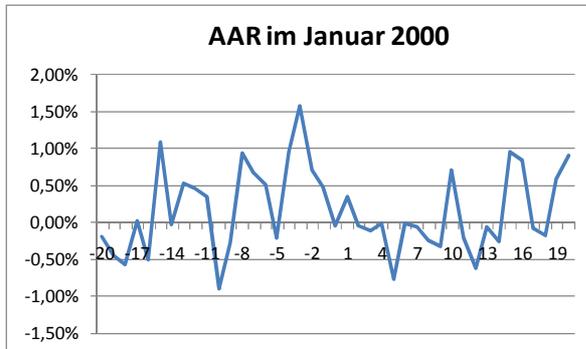
* = Signifikanzniveau von 90 %

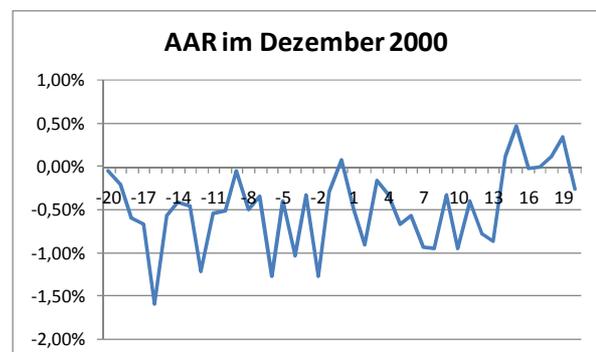
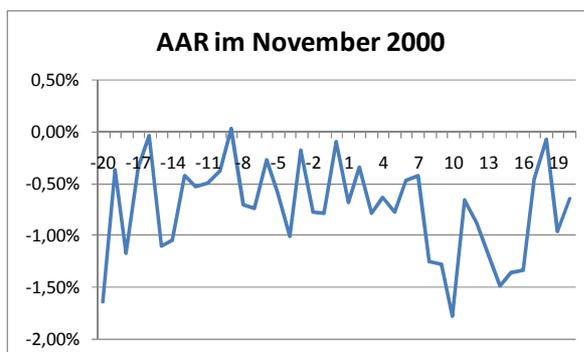
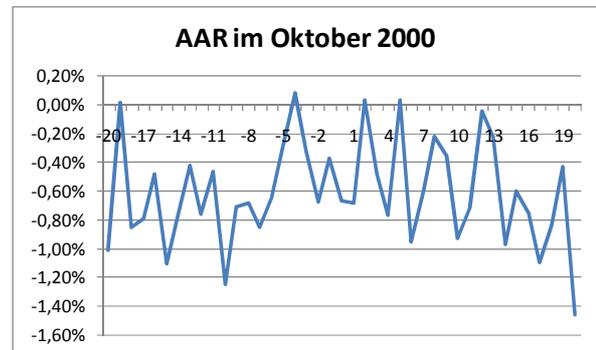
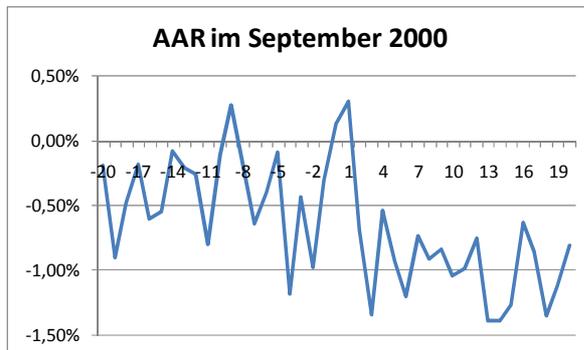
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR pro Monat im Jahr 2000





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Monate im Jahr 2000

Stichprobengröße: 75		Monat: Januar							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0519%	-0,2046	0,8379	0,3867	-0,1226	-0,0079	0,0723	36,00%	64,00%
-1/0	0,4247%	0,5416	0,5881	0,3867	-0,1724	-0,0027	0,0603	42,67%	57,33%
0/1	0,2954%	0,4295	0,6675	0,3867	-0,1226	-0,0051	0,0663	36,67%	63,33%
-1/1	0,7720%	0,9235	0,3557	0,3867	-0,1724	-0,0029	0,0601	40,89%	59,11%
-2/2	1,4209%	1,0044	0,3152	0,3867	-0,1724	-0,0027	0,0561	42,13%	57,87%
-5/5	2,8494%	2,0365 **	0,0417	0,3867	-0,2229	-0,0018	0,0544	44,48%	55,52%
-10/10	3,8575%	1,9053 *	0,0567	0,5950	-0,2472	-0,0013	0,0533	44,57%	55,43%
-15/15	6,0473%	2,7999 ***	0,0051	1,4533	-0,2722	-0,0012	0,0602	44,86%	55,14%
-20/20	6,4077%	2,1114 **	0,0347	1,4533	-0,2722	-0,0016	0,0598	44,16%	55,84%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 103		Monat: Februar							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1818%	0,1687	0,8660	0,6893	-0,2730	-0,0007	0,0965	45,63%	54,37%
-1/0	0,5615%	-0,1168	0,9070	0,6893	-0,2730	-0,0007	0,0811	45,63%	54,37%
0/1	0,1340%	0,4281	0,6686	0,6893	-0,3890	-0,0031	0,0993	44,66%	55,34%
-1/1	0,5137%	0,2006	0,8410	0,6893	-0,3890	-0,0022	0,0886	44,98%	55,02%
-2/2	1,4034%	0,6199	0,5353	0,6893	-0,3890	-0,0013	0,0827	46,60%	53,40%
-5/5	1,8138%	0,4481	0,6541	0,6893	-0,3890	-0,0012	0,0684	47,04%	52,96%
-10/10	0,6631%	0,6405	0,5218	0,9981	-0,6881	-0,0012	0,0647	47,30%	52,70%
-15/15	0,5164%	0,5332	0,5939	0,9981	-0,6881	-0,0012	0,0635	46,88%	53,12%
-20/20	4,5300%	1,9731 **	0,0485	1,5438	-0,6881	-0,0012	0,0654	46,93%	53,07%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 94		Monat: März							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2554%	-0,4333	0,6648	0,5513	-0,1683	0,0028	0,0860	54,26%	45,74%
-1/0	-0,3803%	-0,7494	0,4536	0,5513	-0,1683	-0,0006	0,0725	47,34%	52,66%
0/1	-0,1327%	0,4320	0,6657	0,5513	-0,2251	0,0039	0,0785	54,79%	45,21%
-1/1	-0,2577%	0,0083	0,9934	0,5513	-0,2251	0,0002	0,0718	50,00%	50,00%
-2/2	-1,8859%	-0,5555	0,5785	0,5513	-0,2980	-0,0025	0,0658	46,17%	53,83%
-5/5	-2,8587%	0,9266	0,3541	0,9688	-0,3499	-0,0029	0,0703	45,26%	54,74%
-10/10	-9,2398%	-0,6377	0,5236	1,1194	-0,3499	-0,0042	0,0710	43,31%	56,69%
-15/15	-18,0324%	-2,1022 **	0,0355	1,1194	-0,4667	-0,0043	0,0703	43,07%	56,93%
-20/20	-19,6155%	-1,4959	0,1347	1,1194	-0,4667	-0,0038	0,0693	43,44%	56,56%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 75		Monat: April							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0905%	0,4943	0,6211	1,1944	-0,1767	-0,0003	0,1582	49,33%	50,67%
-1/0	2,7677%	1,3266	0,1846	1,1944	-0,1767	0,0001	0,1277	50,00%	50,00%
0/1	0,4269%	0,5474	0,5841	1,1944	-0,3870	0,0005	0,1219	51,33%	48,67%
-1/1	2,1041%	1,3041	0,1922	1,1944	-0,3870	0,0004	0,1118	51,11%	48,89%
-2/2	-1,1744%	0,4581	0,6469	1,1944	-0,4817	-0,0008	0,1019	47,20%	52,80%
-5/5	-4,5840%	-0,3978	0,6908	1,1944	-0,4817	-0,0019	0,0821	44,24%	55,76%
-10/10	-7,3637%	1,0062	0,3143	1,1944	-0,4817	-0,0016	0,0733	45,40%	54,60%
-15/15	-9,9659%	0,5762	0,5645	1,1944	-0,4817	-0,0016	0,0692	45,46%	54,54%
-20/20	-12,4235%	0,9767	0,3287	1,1944	-0,4817	-0,0014	0,0649	45,92%	54,08%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 112			Monat: Mai						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3771%	0,7099	0,4777	0,4395	-0,2465	0,0000	0,0748	50,00%	50,00%
-1/0	0,2436%	0,5367	0,5915	0,4395	-0,2465	-0,0005	0,0617	46,88%	53,13%
0/1	-1,2351%	-1,2406	0,2147	0,4395	-0,2465	-0,0026	0,0651	46,88%	53,13%
-1/1	-1,3686%	-1,2238	0,2210	0,4395	-0,2465	-0,0015	0,0592	45,83%	54,17%
-2/2	-1,1787%	-0,1780	0,8587	1,9937	-0,3119	-0,0016	0,1006	45,89%	54,11%
-5/5	-3,4864%	-0,3788	0,7048	1,9937	-0,3414	-0,0016	0,0775	45,21%	54,79%
-10/10	-5,6865%	0,8517	0,3944	1,9937	-0,3649	-0,0011	0,0679	46,30%	53,70%
-15/15	-4,3176%	2,5608 **	0,0104	1,9937	-0,3795	-0,0008	0,0674	46,95%	53,05%
-20/20	-8,2721%	1,8738 *	0,0610	1,9937	-0,5240	-0,0010	0,0655	46,45%	53,55%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 123			Monat: Juni						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,9391%	-1,6491 *	0,0991	0,9056	-0,1962	-0,0117	0,1015	34,96%	65,04%
-1/0	-0,6900%	-1,1247	0,2607	0,9056	-0,1962	-0,0036	0,0768	43,09%	56,91%
0/1	-0,5732%	-0,4333	0,6648	0,9056	-0,2280	-0,0042	0,0916	42,28%	57,72%
-1/1	-0,3241%	-0,0848	0,9324	0,9056	-0,2280	-0,0023	0,0780	45,26%	54,74%
-2/2	0,5163%	0,9005	0,3679	0,9056	-0,2280	-0,0024	0,0698	44,72%	55,28%
-5/5	-2,2173%	-0,5648	0,5722	0,9056	-0,3780	-0,0028	0,0604	43,02%	56,98%
-10/10	-3,5799%	-0,4006	0,6887	0,9056	-0,3780	-0,0020	0,0536	44,44%	55,56%
-15/15	-6,9728%	-0,9064	0,3647	0,9056	-0,3780	-0,0021	0,0518	43,93%	56,07%
-20/20	-10,9109%	-1,0471	0,2950	1,4613	-0,6407	-0,0022	0,0554	44,00%	56,00%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 115			Monat: Juli						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,2803%	-2,5589 **	0,0105	0,1901	-0,2108	-0,0033	0,0571	44,35%	55,65%
-1/0	-1,6855%	-2,8354 ***	0,0046	0,2824	-0,2108	-0,0045	0,0534	41,30%	58,70%
0/1	-1,6158%	-1,3135	0,1890	0,2545	-0,3292	-0,0020	0,0546	46,09%	53,91%
-1/1	-2,0210%	-1,7184 *	0,0857	0,2824	-0,3292	-0,0029	0,0529	43,48%	56,52%
-2/2	-3,8605%	-1,7075 *	0,0877	0,3090	-0,3292	-0,0029	0,0508	43,13%	56,87%
-5/5	-3,1036%	0,4805	0,6309	0,4210	-0,3292	-0,0018	0,0490	45,38%	54,62%
-10/10	-5,4917%	-0,2209	0,8252	0,5198	-0,3746	-0,0019	0,0483	44,22%	55,78%
-15/15	-6,8354%	-0,0848	0,9324	0,5512	-0,3746	-0,0015	0,0477	44,63%	55,37%
-20/20	-10,1568%	-0,6334	0,5265	0,5512	-0,4354	-0,0015	0,0458	44,43%	55,57%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 183			Monat: August						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,6072%	-0,3432	0,7315	0,4655	-0,4474	-0,0049	0,0794	37,70%	62,30%
-1/0	-0,0295%	0,0557	0,9556	0,4655	-0,4474	-0,0023	0,0668	42,90%	57,10%
0/1	-0,9929%	0,1471	0,8831	0,4655	-0,4474	-0,0034	0,0706	40,16%	59,84%
-1/1	-0,4152%	0,4160	0,6774	0,4655	-0,4474	-0,0024	0,0648	42,81%	57,19%
-2/2	-1,1710%	0,1647	0,8692	0,4655	-0,5532	-0,0024	0,0647	42,08%	57,92%
-5/5	-3,2895%	1,0054	0,3147	0,4899	-0,5532	-0,0017	0,0610	43,22%	56,78%
-10/10	-6,6167%	1,7338 *	0,0830	0,6280	-0,5532	-0,0017	0,0604	44,21%	55,79%
-15/15	-10,7304%	1,3753	0,1690	1,0406	-0,5532	-0,0018	0,0622	43,96%	56,04%
-20/20	-15,9713%	0,7090	0,4784	1,0406	-0,6447	-0,0020	0,0618	43,97%	56,03%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		334		Monat:		September			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1443%	1,3532	0,1760	0,8312	-0,3467	-0,0001	0,0803	49,70%	50,30%
-1/0	-0,1593%	1,1164	0,2642	0,8312	-0,3523	-0,0008	0,0697	46,41%	53,59%
0/1	0,4536%	1,4483	0,1475	2,9084	-0,3467	-0,0009	0,1700	47,60%	52,40%
-1/1	0,1501%	1,3725	0,1699	2,9084	-0,3523	-0,0011	0,1427	46,11%	53,89%
-2/2	-1,5167%	-0,3031	0,7618	2,9084	-0,4266	-0,0020	0,1227	43,35%	56,65%
-5/5	-6,0190%	-1,2686	0,2046	2,9084	-0,5665	-0,0024	0,0971	42,22%	57,78%
-10/10	-11,7983%	-1,7640 *	0,0777	2,9084	-0,5665	-0,0024	0,0793	42,19%	57,81%
-15/15	-19,4566%	-2,8088 ***	0,0050	2,9084	-0,7874	-0,0024	0,0758	42,10%	57,90%
-20/20	-26,5651%	-3,0202 ***	0,0025	2,9084	-0,7874	-0,0024	0,0733	42,01%	57,99%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		315		Monat:		Oktober			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,6635%	-0,6048	0,5453	0,4673	-0,5389	-0,0019	0,0745	46,03%	53,97%
-1/0	-1,0317%	-0,9163	0,3595	0,9590	-0,5389	-0,0021	0,0752	44,76%	55,24%
0/1	-1,3470%	-0,3960	0,6921	0,4673	-0,5389	-0,0024	0,0642	43,97%	56,03%
-1/1	-1,7152%	-0,7042	0,4813	0,9590	-0,5389	-0,0024	0,0683	43,81%	56,19%
-2/2	-2,3557%	-0,2828	0,7774	0,9590	-0,5389	-0,0021	0,0652	44,19%	55,81%
-5/5	-4,0956%	0,0565	0,9550	1,5024	-0,5389	-0,0021	0,0689	44,36%	55,64%
-10/10	-11,2746%	-2,5685 **	0,0102	1,5024	-0,6477	-0,0024	0,0627	43,45%	56,55%
-15/15	-17,3445%	-3,3576 ***	0,0008	1,5024	-0,6477	-0,0026	0,0609	42,86%	57,14%
-20/20	-25,0352%	-4,2787 ***	0,0000	1,5024	-0,9320	-0,0027	0,0616	42,44%	57,56%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		237		Monat:		November			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0947%	0,8607	0,3894	0,3056	-0,3246	-0,0021	0,0664	43,88%	56,12%
-1/0	-0,8849%	0,6564	0,5116	0,3056	-0,3246	-0,0018	0,0635	43,88%	56,12%
0/1	-0,7809%	0,6674	0,5045	0,3056	-0,5351	-0,0025	0,0671	43,46%	56,54%
-1/1	-1,5712%	0,5485	0,5834	0,3056	-0,5351	-0,0021	0,0649	43,60%	56,40%
-2/2	-2,6925%	0,7776	0,4368	0,7406	-0,5351	-0,0019	0,0670	44,30%	55,70%
-5/5	-6,6660%	-0,0161	0,9872	0,7406	-0,5351	-0,0020	0,0608	44,00%	56,00%
-10/10	-13,9217%	-0,5049	0,6137	0,7406	-0,6832	-0,0017	0,0626	44,77%	55,23%
-15/15	-23,0522%	-0,7521	0,4520	1,4838	-0,6971	-0,0018	0,0661	44,90%	55,10%
-20/20	-30,0798%	-1,3094	0,1904	1,4838	-0,6971	-0,0019	0,0668	44,42%	55,58%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		282		Monat:		Dezember			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0730%	0,2985	0,7653	0,6055	-0,3521	-0,0004	0,0737	48,23%	51,77%
-1/0	-0,2151%	-0,1662	0,8680	0,6055	-0,3521	-0,0015	0,0715	45,04%	54,96%
0/1	-0,4208%	-0,0688	0,9451	0,7896	-0,3804	-0,0013	0,0755	43,79%	56,21%
-1/1	-0,7089%	-0,3766	0,7065	0,7896	-0,3804	-0,0017	0,0735	43,14%	56,86%
-2/2	-2,8824%	-1,9974 **	0,0458	0,7896	-0,6267	-0,0026	0,0693	40,85%	59,15%
-5/5	-5,7899%	-1,8094 *	0,0704	0,7896	-0,6267	-0,0022	0,0669	42,30%	57,70%
-10/10	-12,1891%	-2,8234 ***	0,0048	1,2698	-0,6267	-0,0022	0,0705	41,66%	58,34%
-15/15	-16,8652%	-3,0722 ***	0,0021	1,2698	-0,6267	-0,0020	0,0690	41,72%	58,28%
-20/20	-19,8175%	-2,5395 **	0,0111	1,3720	-0,6987	-0,0018	0,0702	42,66%	57,34%

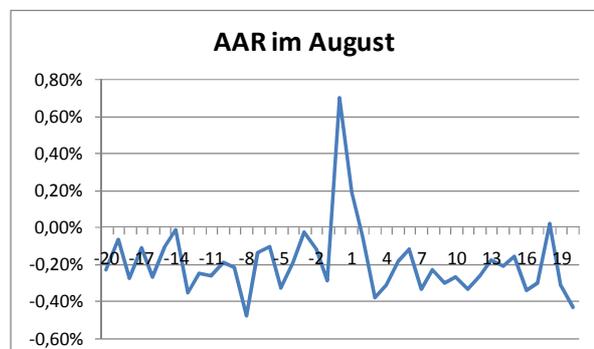
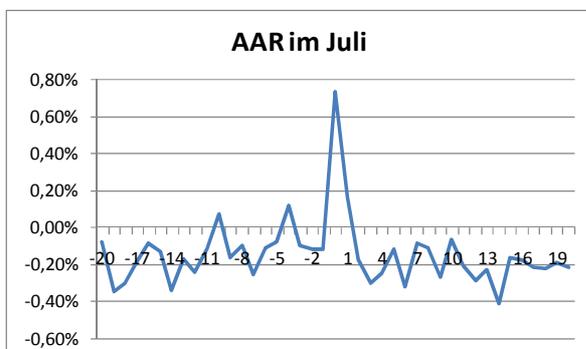
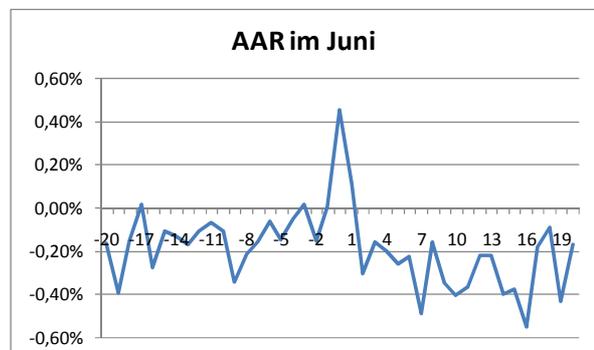
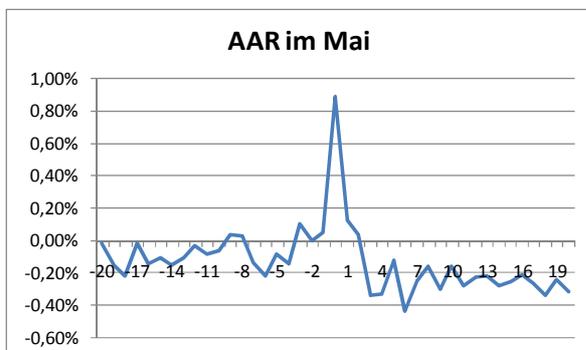
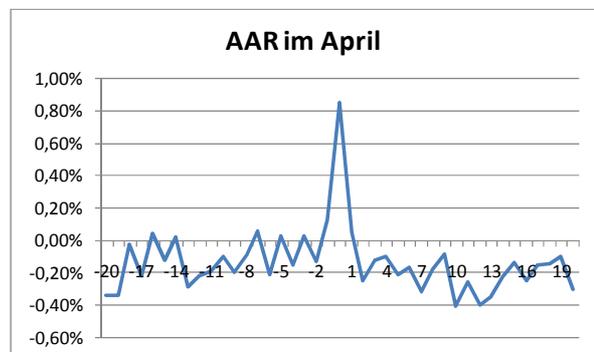
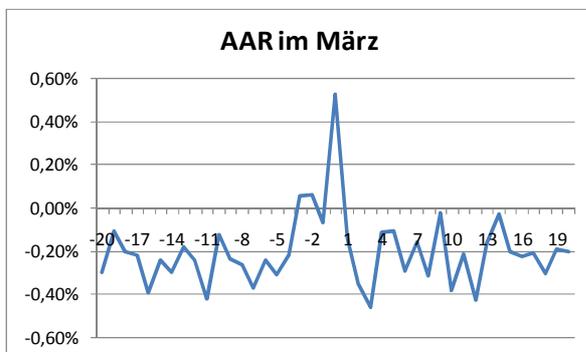
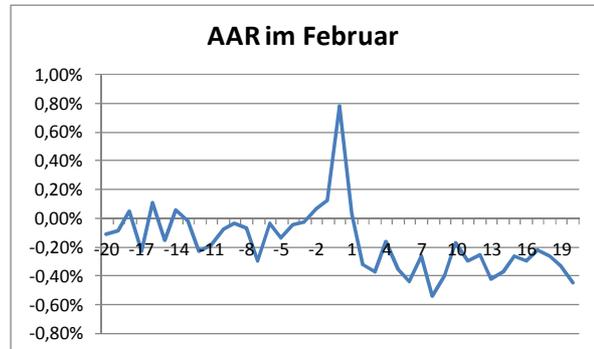
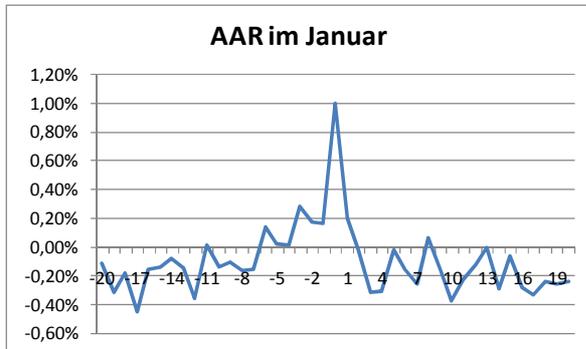
* = Signifikanzniveau von 90 %

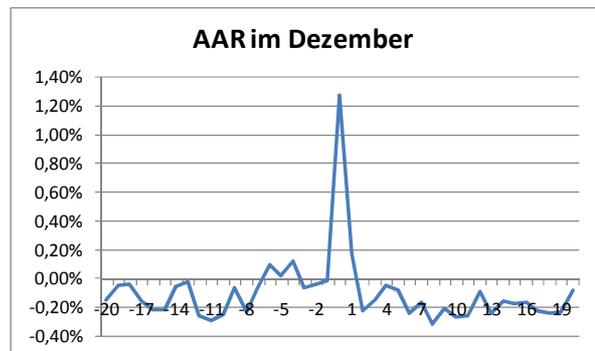
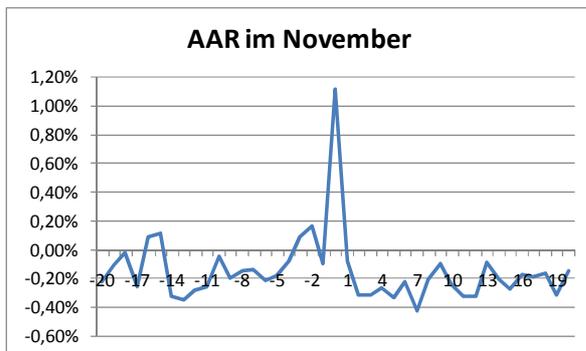
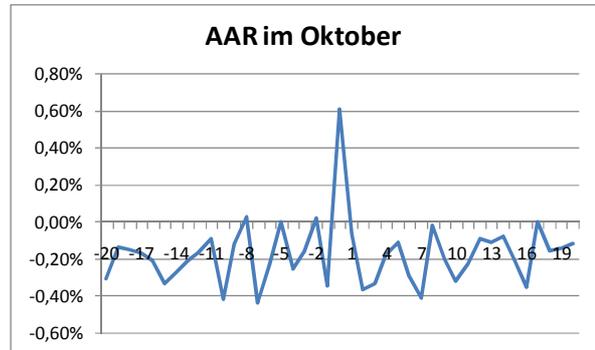
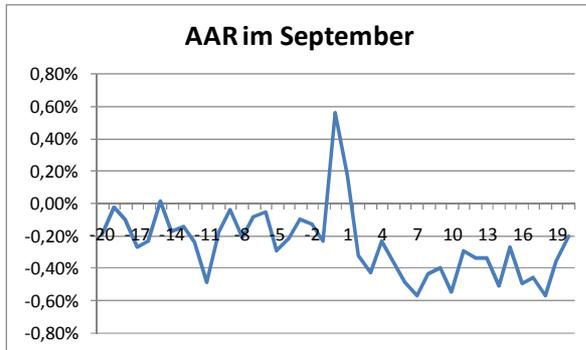
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

**Abbildung AAR pro Monat
(ohne Jahr 2000)**





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Monate (ohne Jahr 2000)

Stichprobengröße: 2.312		Monat: Januar							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9973%	4,1846 ***	0,0000	2,3209	-0,4398	0,0003	0,1292	51,08%	48,92%
-1/0	1,1645%	3,5781 ***	0,0003	2,3209	-0,4695	-0,0004	0,1099	48,23%	51,77%
0/1	1,1984%	6,0961 ***	0,0000	2,3209	-0,5298	0,0001	0,1135	50,43%	49,57%
-1/1	1,3656%	5,4253 ***	0,0000	2,3209	-0,5298	-0,0003	0,1052	48,75%	51,25%
-2/2	1,5214%	5,4878 ***	0,0000	2,3209	-0,7580	-0,0004	0,0942	47,81%	52,19%
-5/5	1,2130%	5,2852 ***	0,0000	2,3410	-0,7580	-0,0006	0,0798	46,85%	53,15%
-10/10	-0,0559%	5,3420 ***	0,0000	2,3410	-0,7580	-0,0007	0,0692	46,25%	53,75%
-15/15	-1,4157%	4,6650 ***	0,0000	2,3410	-0,7580	-0,0008	0,0647	45,64%	54,36%
-20/20	-3,9245%	3,2917 ***	0,0010	2,3410	-0,7580	-0,0008	0,0615	45,40%	54,60%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.213		Monat: Februar							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7857%	5,3262 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0002	0,1398	48,76%	51,24%
-1/0	0,9100%	6,3637 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0006	0,1094	47,36%	52,64%
0/1	0,8238%	5,6853 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0004	0,1163	48,40%	51,60%
-1/1	0,9481%	6,6533 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0005	0,1024	47,58%	52,42%
-2/2	0,7016%	5,9984 ***	0,0000	3,3174	-0,6292	-0,0008	0,0933	46,47%	53,53%
-5/5	-0,3733%	5,4131 ***	0,0000	3,3174	-0,7562	-0,0008	0,0786	46,16%	53,84%
-10/10	-2,6648%	3,3123 ***	0,0009	3,3174	-0,7562	-0,0010	0,0682	45,33%	54,67%
-15/15	-4,7628%	1,9120 *	0,0559	3,3174	-0,8199	-0,0010	0,0645	45,23%	54,77%
-20/20	-6,5608%	0,6732	0,5008	3,3174	-0,9780	-0,0011	0,0620	45,11%	54,89%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.361		Monat: März							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5308%	4,6995 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0004	0,1065	49,13%	50,87%
-1/0	0,4664%	4,5317 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0007	0,0890	47,52%	52,48%
0/1	0,3956%	4,8020 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0005	0,0991	48,45%	51,55%
-1/1	0,3313%	4,8852 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0007	0,0897	47,61%	52,39%
-2/2	0,0427%	4,2834 ***	0,0000	2,9989	-0,7632	-0,0010	0,0811	46,47%	53,53%
-5/5	-1,0918%	2,0686 **	0,0386	2,9989	-0,7632	-0,0012	0,0714	45,44%	54,56%
-10/10	-3,4582%	-0,6786	0,4974	3,0007	-0,7632	-0,0012	0,0662	44,82%	55,18%
-15/15	-5,8476%	-1,7417 *	0,0816	3,0007	-0,7632	-0,0012	0,0625	44,40%	55,60%
-20/20	-8,1600%	-1,8383 *	0,0660	3,0007	-0,7632	-0,0012	0,0609	44,37%	55,63%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.385		Monat: April							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8519%	4,8317 ***	0,0000	3,2747	-0,4286	-0,0004	0,1471	48,51%	51,49%
-1/0	0,9731%	4,9252 ***	0,0000	3,2747	-0,5562	-0,0007	0,1183	46,79%	53,21%
0/1	0,8986%	5,6846 ***	0,0000	3,2747	-0,5335	-0,0006	0,1171	47,71%	52,29%
-1/1	1,0199%	5,8213 ***	0,0000	3,2747	-0,5562	-0,0007	0,1060	46,83%	53,17%
-2/2	0,6364%	4,7661 ***	0,0000	3,2747	-0,5838	-0,0009	0,0930	45,79%	54,21%
-5/5	0,1014%	4,6695 ***	0,0000	3,2747	-0,6305	-0,0010	0,0753	45,28%	54,72%
-10/10	-1,6131%	4,4776 ***	0,0000	3,2747	-0,8038	-0,0010	0,0657	44,94%	55,06%
-15/15	-3,7906%	2,5046 **	0,0123	3,2747	-0,8038	-0,0011	0,0621	44,66%	55,34%
-20/20	-5,6330%	1,4221	0,1550	3,2747	-0,8038	-0,0011	0,0604	44,56%	55,44%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.470		Monat: Mai							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8887%	4,9727 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	0,0003	0,1327	50,89%	49,11%
-1/0	0,9398%	4,3019 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0005	0,1104	47,81%	52,19%
0/1	1,0195%	6,2030 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0001	0,1055	49,27%	50,73%
-1/1	1,0706%	5,7185 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0005	0,0983	47,76%	52,24%
-2/2	1,1064%	5,6652 ***	0,0000	3,7295	-0,5865	-0,0007	0,0854	46,27%	53,73%
-5/5	0,2029%	5,1732 ***	0,0000	3,7295	-0,6158	-0,0009	0,0738	45,62%	54,38%
-10/10	-1,4218%	3,2522 ***	0,0011	3,7295	-0,7873	-0,0010	0,0676	45,00%	55,00%
-15/15	-3,1223%	2,7010 ***	0,0069	3,7295	-0,7873	-0,0010	0,0647	44,91%	55,09%
-20/20	-5,0129%	1,2889	0,1974	3,7295	-0,7873	-0,0011	0,0618	44,67%	55,33%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.527		Monat: Juni							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4555%	2,5762 ***	0,0100	3,6005	-0,6013	-0,0007	0,1530	47,72%	52,28%
-1/0	0,4617%	2,7436 ***	0,0061	3,6005	-0,6013	-0,0009	0,1159	46,30%	53,70%
0/1	0,5680%	4,1400 ***	0,0000	3,6005	-0,6013	-0,0006	0,1184	48,06%	51,94%
-1/1	0,5741%	4,2525 ***	0,0000	3,6005	-0,6013	-0,0007	0,1024	47,00%	53,00%
-2/2	0,1181%	2,6873 ***	0,0072	3,6005	-0,6013	-0,0009	0,0862	45,82%	54,18%
-5/5	-0,6659%	1,2795	0,2007	3,6005	-0,6064	-0,0010	0,0729	45,22%	54,78%
-10/10	-3,1634%	-1,7464 *	0,0807	3,6005	-0,7670	-0,0012	0,0646	44,52%	55,48%
-15/15	-5,3049%	-2,8039 ***	0,0050	3,6005	-0,7670	-0,0012	0,0597	44,32%	55,68%
-20/20	-7,6779%	-4,1130 ***	0,0000	3,6005	-0,7670	-0,0012	0,0563	44,39%	55,61%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.527		Monat: Juli							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7359%	3,4746 ***	0,0005	3,7929	-0,2319	-0,0001	0,1304	49,66%	50,34%
-1/0	0,6224%	2,5811 ***	0,0098	3,7929	-0,6955	-0,0006	0,0982	47,72%	52,28%
0/1	0,9030%	3,9949 ***	0,0001	3,7929	-0,5947	-0,0003	0,1087	48,97%	51,03%
-1/1	0,7895%	3,2479 ***	0,0012	3,7929	-0,6955	-0,0005	0,0929	47,91%	52,09%
-2/2	0,5026%	2,4328 **	0,0150	3,7929	-0,6955	-0,0006	0,0806	47,21%	52,79%
-5/5	-0,2141%	1,8633 *	0,0624	3,7929	-0,6955	-0,0008	0,0690	46,45%	53,55%
-10/10	-1,6023%	1,0140	0,3106	3,7929	-0,6972	-0,0009	0,0604	45,94%	54,06%
-15/15	-3,8854%	-1,2836	0,1993	3,7929	-0,7669	-0,0010	0,0581	45,48%	54,52%
-20/20	-5,8793%	-2,9303 ***	0,0034	3,7929	-0,7669	-0,0010	0,0546	45,32%	54,68%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.249		Monat: August							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7045%	3,5366 ***	0,0004	3,2723	-0,6904	-0,0005	0,1438	48,29%	51,71%
-1/0	0,4213%	3,1864 ***	0,0014	3,2723	-0,8734	-0,0008	0,1088	46,93%	53,07%
0/1	0,8963%	4,7036 ***	0,0000	3,2723	-0,6904	-0,0004	0,1202	48,47%	51,53%
-1/1	0,6132%	4,3705 ***	0,0000	3,2723	-0,8734	-0,0007	0,1030	47,50%	52,50%
-2/2	0,4452%	4,0647 ***	0,0000	3,2723	-0,8734	-0,0009	0,0897	46,68%	53,32%
-5/5	-0,9514%	2,6778 ***	0,0074	3,2723	-0,8734	-0,0010	0,0721	45,81%	54,19%
-10/10	-3,2822%	0,1158	0,9078	3,2723	-0,8734	-0,0011	0,0637	45,13%	54,87%
-15/15	-5,3554%	-0,2210	0,8251	3,2723	-0,8734	-0,0011	0,0611	45,11%	54,89%
-20/20	-7,6291%	-1,9434 *	0,0520	3,2723	-0,8734	-0,0012	0,0581	44,81%	55,19%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		2.289		Monat:		September			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5636%	4,0432 ***	0,0001	4,4685	-0,5117	-0,0001	0,1774	49,45%	50,55%
-1/0	0,3330%	3,7695 ***	0,0002	4,4685	-0,8106	-0,0007	0,1366	47,12%	52,88%
0/1	0,7361%	4,6659 ***	0,0000	4,4685	-0,6152	-0,0003	0,1453	48,65%	51,35%
-1/1	0,5055%	4,4448 ***	0,0000	4,4685	-0,8106	-0,0006	0,1266	47,36%	52,64%
-2/2	0,0565%	3,5425 ***	0,0004	4,4685	-0,8106	-0,0008	0,1058	46,10%	53,90%
-5/5	-1,5614%	0,6972	0,4857	4,4685	-0,8106	-0,0010	0,0844	44,72%	55,28%
-10/10	-4,5331%	-1,7730 *	0,0762	4,4685	-0,8106	-0,0011	0,0742	44,37%	55,63%
-15/15	-7,2845%	-3,3061 ***	0,0009	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0688	44,38%	55,62%
-20/20	-10,1569%	-3,9370 ***	0,0001	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0665	44,38%	55,62%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		2.451		Monat:		Oktober			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6133%	2,5320 **	0,0113	3,9887	-0,5004	-0,0003	0,1513	49,20%	50,80%
-1/0	0,2724%	1,1921	0,2332	3,9887	-0,5974	-0,0008	0,1158	47,14%	52,86%
0/1	0,5517%	1,8157 *	0,0694	3,9887	-0,5566	-0,0009	0,1249	47,21%	52,79%
-1/1	0,2108%	0,8852	0,3760	3,9887	-0,5974	-0,0010	0,1082	46,50%	53,50%
-2/2	-0,1274%	-1,2026	0,2291	3,9887	-0,6299	-0,0012	0,0901	45,42%	54,58%
-5/5	-1,1437%	-2,5844 ***	0,0098	3,9887	-0,6299	-0,0011	0,0735	45,37%	54,63%
-10/10	-3,5232%	-4,9631 ***	0,0000	3,9887	-0,6299	-0,0013	0,0663	44,85%	55,15%
-15/15	-5,2605%	-4,9639 ***	0,0000	3,9887	-0,6299	-0,0012	0,0638	45,12%	54,88%
-20/20	-6,9650%	-5,2953 ***	0,0000	3,9887	-0,6299	-0,0012	0,0620	44,99%	55,01%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		2.200		Monat:		November			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1178%	5,0576 ***	0,0000	3,2994	-0,7373	0,0001	0,1358	50,23%	49,77%
-1/0	1,0228%	5,2134 ***	0,0000	3,2994	-0,7804	-0,0004	0,1129	48,48%	51,52%
0/1	1,0453%	4,6480 ***	0,0000	3,2994	-0,7373	-0,0002	0,1069	49,11%	50,89%
-1/1	0,9503%	5,0779 ***	0,0000	3,2994	-0,7804	-0,0004	0,0997	48,32%	51,68%
-2/2	0,8053%	4,5930 ***	0,0000	3,2994	-0,7804	-0,0006	0,0909	47,51%	52,49%
-5/5	-0,2550%	1,4635	0,1433	3,2994	-0,7804	-0,0009	0,0770	45,84%	54,16%
-10/10	-2,1468%	0,5747	0,5655	3,2994	-0,7804	-0,0010	0,0685	45,17%	54,83%
-15/15	-4,4331%	-0,0236	0,9812	3,2994	-0,7804	-0,0011	0,0643	44,92%	55,08%
-20/20	-5,8871%	0,7917	0,4285	3,2994	-0,7804	-0,0011	0,0626	44,74%	55,26%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		2.253		Monat:		Dezember			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2747%	4,6612 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0001	0,1909	49,62%	50,38%
-1/0	1,2614%	4,9609 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0005	0,1420	47,60%	52,40%
0/1	1,4470%	6,5532 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0003	0,1441	48,71%	51,29%
-1/1	1,4337%	6,7865 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0005	0,1229	47,67%	52,33%
-2/2	1,1784%	6,3129 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0007	0,1031	45,97%	54,03%
-5/5	0,9971%	6,9285 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0008	0,0835	45,12%	54,88%
-10/10	-0,6849%	6,2940 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0009	0,0707	44,30%	55,70%
-15/15	-2,4237%	4,9184 ***	0,0000	3,6375	-0,8128	-0,0010	0,0658	44,14%	55,86%
-20/20	-3,9426%	3,8829 ***	0,0001	3,6375	-0,8128	-0,0010	0,0630	44,15%	55,85%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR in den Jahreshälften (ohne Jahr 2000)

Stichprobengröße: 14.268		1. Jahreshälfte							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7480%	10,8210 ***	0,0000	3,7295	-0,7632	-0,0002	0,1357	49,34%	50,66%
-1/0	0,8139%	10,7971 ***	0,0000	3,7295	-0,7632	-0,0006	0,1093	47,32%	52,68%
0/1	0,8145%	13,3106 ***	0,0000	3,7295	-0,7632	-0,0003	0,1119	48,71%	51,29%
-1/1	0,8804%	13,4070 ***	0,0000	3,7295	-0,7632	-0,0006	0,1008	47,58%	52,42%
-2/2	0,6808%	11,8750 ***	0,0000	3,7295	-0,7632	-0,0008	0,0889	46,42%	53,58%
-5/5	-0,1086%	9,8346 ***	0,0000	3,7295	-0,7632	-0,0009	0,0753	45,75%	54,25%
-10/10	-2,0722%	5,8108 ***	0,0000	3,7295	-0,8038	-0,0010	0,0669	45,13%	54,87%
-15/15	-4,0515%	3,0417 ***	0,0024	3,7295	-0,8199	-0,0011	0,0630	44,85%	55,15%
-20/20	-6,1758%	0,3891	0,6972	3,7295	-0,9780	-0,0011	0,0604	44,74%	55,26%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 13.969		2. Jahreshälfte							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8278%	9,5190 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0002	0,1561	49,41%	50,59%
-1/0	0,6469%	8,6169 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0006	0,1197	47,49%	52,51%
0/1	0,9227%	10,6822 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0004	0,1258	48,51%	51,49%
-1/1	0,7418%	10,0816 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0006	0,1093	47,53%	52,47%
-2/2	0,4658%	7,9684 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0008	0,0935	46,48%	53,52%
-5/5	-0,5287%	4,1943 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0009	0,0766	45,56%	54,44%
-10/10	-2,6296%	0,0756	0,9397	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,0673	44,97%	55,03%
-15/15	-4,7732%	-2,4820 **	0,0131	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0636	44,87%	55,13%
-20/20	-6,7443%	-4,2537 ***	0,0000	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0612	44,74%	55,26%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP

CAAR in den Quartalen (ohne Jahr 2000)

Stichprobengröße: 6.886		1. Quartal							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7692%	8,1794 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0001	0,1256	49,67%	50,33%
-1/0	0,8432%	8,3418 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0006	0,1031	47,71%	52,29%
0/1	0,8025%	9,6010 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0003	0,1098	49,10%	50,90%
-1/1	0,8765%	9,8387 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0005	0,0992	47,98%	52,02%
-2/2	0,7505%	9,1508 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0007	0,0896	46,92%	53,08%
-5/5	-0,0879%	7,4737 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0009	0,0766	46,14%	53,86%
-10/10	-2,0625%	4,7318 ***	0,0000	3,3174	-0,7632	-0,0010	0,0678	45,46%	54,54%
-15/15	-4,0133%	2,8979 ***	0,0038	3,3174	-0,8199	-0,0010	0,0639	45,08%	54,92%
-20/20	-6,2268%	1,2900	0,1970	3,3174	-0,9780	-0,0010	0,0614	44,95%	55,05%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 7.382		2. Quartal							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7283%	7,0924 ***	0,0000	3,7295	-0,6013	-0,0003	0,1446	49,04%	50,96%
-1/0	0,7867%	6,8835 ***	0,0000	3,7295	-0,6013	-0,0007	0,1149	46,97%	53,03%
0/1	0,8257%	9,2263 ***	0,0000	3,7295	-0,6013	-0,0004	0,1138	48,35%	51,65%
-1/1	0,8840%	9,1093 ***	0,0000	3,7295	-0,6013	-0,0006	0,1023	47,20%	52,80%
-2/2	0,6159%	7,5851 ***	0,0000	3,7295	-0,6013	-0,0008	0,0882	45,96%	54,04%
-5/5	-0,1278%	6,4209 ***	0,0000	3,7295	-0,6305	-0,0010	0,0740	45,38%	54,62%
-10/10	-2,0808%	3,4915 ***	0,0005	3,7295	-0,8038	-0,0011	0,0660	44,82%	55,18%
-15/15	-4,0866%	1,4068	0,1595	3,7295	-0,8038	-0,0011	0,0622	44,63%	55,37%
-20/20	-6,1274%	-0,7236	0,4693	3,7295	-0,8038	-0,0011	0,0595	44,54%	55,46%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 7.065		3. Quartal							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6700%	6,3779 ***	0,0000	4,4685	-0,6904	-0,0002	0,1512	49,16%	50,84%
-1/0	0,4646%	5,5210 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0007	0,1151	47,28%	52,72%
0/1	0,8468%	7,6703 ***	0,0000	4,4685	-0,6904	-0,0003	0,1252	48,70%	51,30%
-1/1	0,6413%	6,9356 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0006	0,1080	47,60%	52,40%
-2/2	0,3397%	5,7621 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0008	0,0923	46,68%	53,32%
-5/5	-0,8857%	2,9546 ***	0,0031	4,4685	-0,8734	-0,0009	0,0753	45,69%	54,31%
-10/10	-3,0878%	-0,4069	0,6841	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,0662	45,17%	54,83%
-15/15	-5,4563%	-2,8502 ***	0,0044	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0627	45,00%	55,00%
-20/20	-7,8246%	-5,1474 ***	0,0000	4,4685	-0,9634	-0,0011	0,0598	44,85%	55,15%

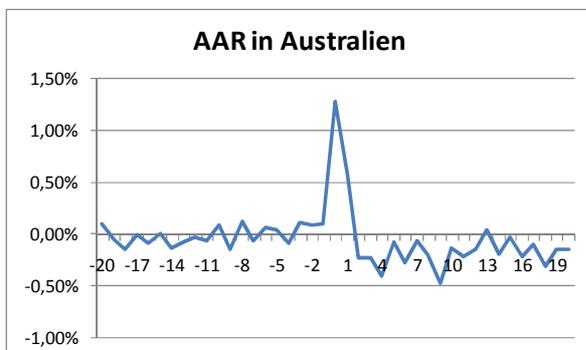
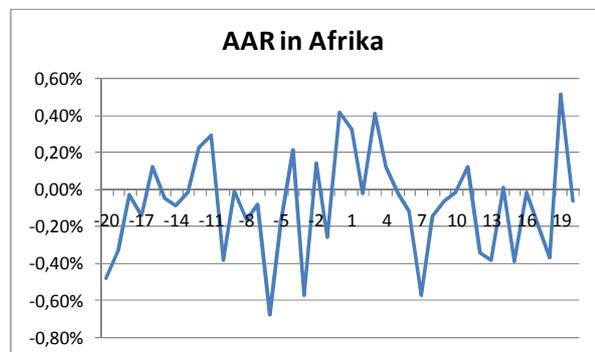
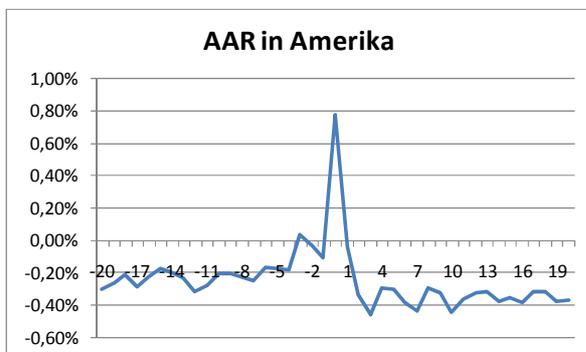
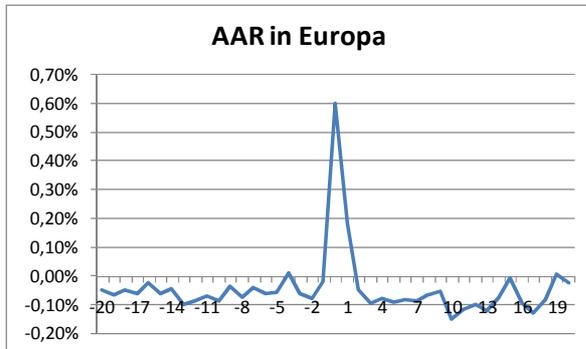
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 6.904		4. Quartal							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9895%	7,1059 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0001	0,1610	49,67%	50,33%
-1/0	0,8338%	6,6708 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0005	0,1241	47,72%	52,28%
0/1	1,0007%	7,4350 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0004	0,1264	48,31%	51,69%
-1/1	0,8450%	7,3230 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0006	0,1107	47,46%	52,54%
-2/2	0,5953%	5,5060 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0008	0,0948	46,27%	53,73%
-5/5	-0,1629%	2,9769 ***	0,0029	3,9887	-0,8128	-0,0009	0,0780	45,44%	54,56%
-10/10	-2,1600%	0,5158	0,6060	3,9887	-0,8128	-0,0010	0,0684	44,77%	55,23%
-15/15	-4,0732%	-0,6484	0,5167	3,9887	-0,8128	-0,0011	0,0646	44,74%	55,26%
-20/20	-5,6376%	-0,8359	0,4032	3,9887	-0,8128	-0,0011	0,0625	44,63%	55,37%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Kontinent (Erwerber)



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Kontinente (Erwerber)

Stichprobengröße: 6.413		Kontinent: Europa							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6017%	11,6029 ***	0,0000	3,0014	-0,3391	0,0009	0,0645	53,05%	46,95%
-1/0	0,5823%	10,1908 ***	0,0000	3,0014	-0,3765	0,0000	0,0493	49,85%	50,15%
0/1	0,7877%	13,5908 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	0,0003	0,0506	51,25%	48,75%
-1/1	0,7682%	12,5540 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	-0,0001	0,0440	49,72%	50,28%
-2/2	0,6438%	10,1697 ***	0,0000	3,0014	-0,5094	-0,0003	0,0377	48,16%	51,84%
-5/5	0,2766%	5,0353 ***	0,0000	3,0014	-0,5094	-0,0005	0,0326	46,77%	53,23%
-10/10	-0,4557%	1,1669	0,2433	3,0014	-0,5721	-0,0007	0,0302	45,77%	54,23%
-15/15	-1,2237%	-2,0500 **	0,0404	3,0014	-0,5721	-0,0007	0,0289	45,50%	54,50%
-20/20	-1,7851%	-3,3013 ***	0,0010	3,0014	-0,5721	-0,0007	0,0283	45,46%	54,54%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.386		Kontinent: Asien							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2381%	2,8603 ***	0,0042	1,1249	-0,3641	-0,0006	0,0536	46,94%	53,06%
-1/0	0,3902%	3,9990 ***	0,0001	1,1249	-0,3641	-0,0006	0,0471	46,27%	53,73%
0/1	0,3702%	3,2774 ***	0,0010	1,1482	-0,3641	-0,0006	0,0523	46,23%	53,77%
-1/1	0,5224%	4,2441 ***	0,0000	1,1482	-0,3641	-0,0006	0,0484	46,02%	53,98%
-2/2	0,3339%	2,7857 ***	0,0053	1,1482	-0,5030	-0,0007	0,0449	44,91%	55,09%
-5/5	0,4647%	4,6067 ***	0,0000	1,1856	-0,5436	-0,0007	0,0436	44,61%	55,39%
-10/10	-0,6644%	2,6078 ***	0,0091	1,4316	-0,6099	-0,0007	0,0426	44,11%	55,89%
-15/15	-2,2248%	0,7350	0,4624	1,4316	-0,6099	-0,0008	0,0417	43,83%	56,17%
-20/20	-2,8833%	1,0839	0,2784	1,4316	-0,6099	-0,0008	0,0412	43,68%	56,32%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 19.770		Kontinent: Amerika							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7781%	7,4413 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0007	0,1702	47,98%	52,02%
-1/0	0,6697%	7,0534 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1337	46,49%	53,51%
0/1	0,7357%	9,0181 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0008	0,1394	47,60%	52,40%
-1/1	0,6272%	8,7860 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1233	46,73%	53,27%
-2/2	0,2525%	7,4338 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0012	0,1073	45,83%	54,17%
-5/5	-1,1156%	5,3689 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,0891	45,30%	54,70%
-10/10	-4,0360%	1,7708 *	0,0766	4,4685	-0,8734	-0,0014	0,0784	44,90%	55,10%
-15/15	-6,9772%	-0,3613	0,7179	4,4685	-0,9634	-0,0014	0,0741	44,74%	55,26%
-20/20	-10,0239%	-3,2957 ***	0,0010	4,4685	-0,9780	-0,0015	0,0712	44,63%	55,37%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 221		Kontinent: Afrika							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4179%	1,1603	0,2459	0,5483	-0,1996	-0,0003	0,0627	48,42%	51,58%
-1/0	0,1615%	1,1221	0,2618	0,5483	-0,4977	-0,0007	0,0600	46,38%	53,62%
0/1	0,7453%	1,2947	0,1954	1,0061	-0,3440	-0,0005	0,0752	47,06%	52,94%
-1/1	0,4889%	1,3301	0,1835	1,0061	-0,4977	-0,0006	0,0697	46,15%	53,85%
-2/2	0,6107%	1,3313	0,1831	1,0061	-0,5163	-0,0006	0,0753	46,33%	53,67%
-5/5	0,6029%	1,3759	0,1688	1,0061	-0,5409	-0,0007	0,0616	45,66%	54,34%
-10/10	-1,6126%	0,2072	0,8358	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0562	44,34%	55,66%
-15/15	-2,2077%	1,1592	0,2464	1,0061	-0,5409	-0,0007	0,0516	44,42%	55,58%
-20/20	-3,1609%	0,7073	0,4794	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0524	44,20%	55,80%

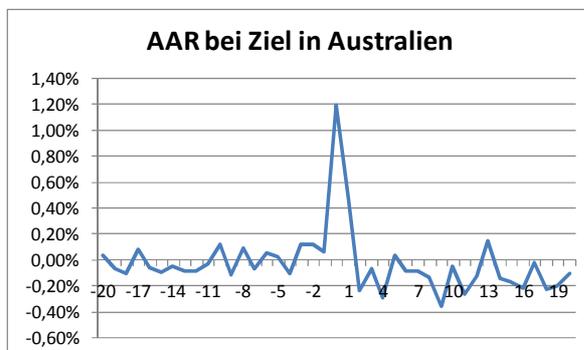
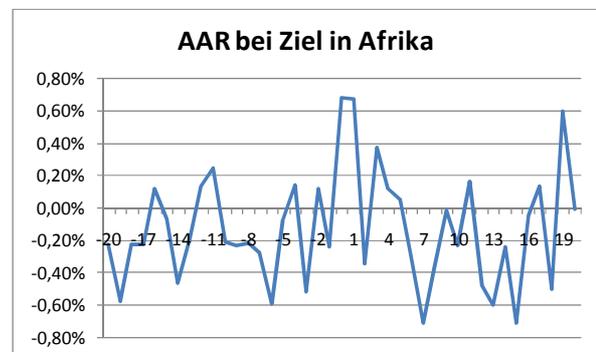
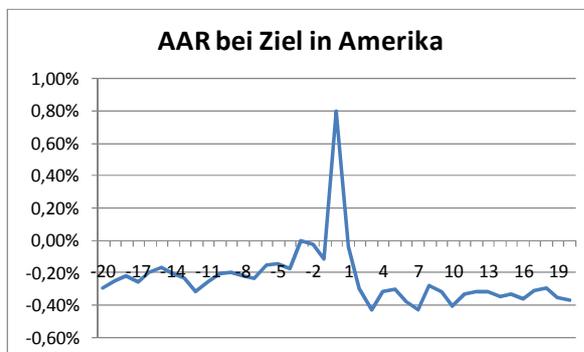
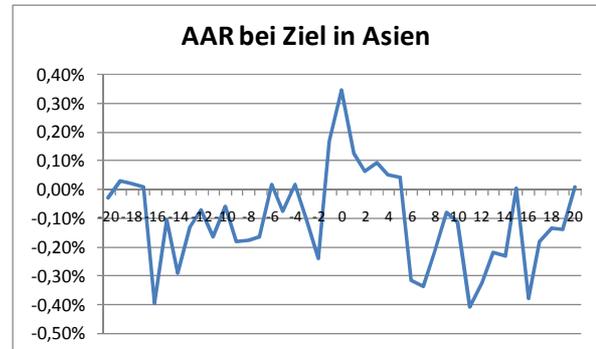
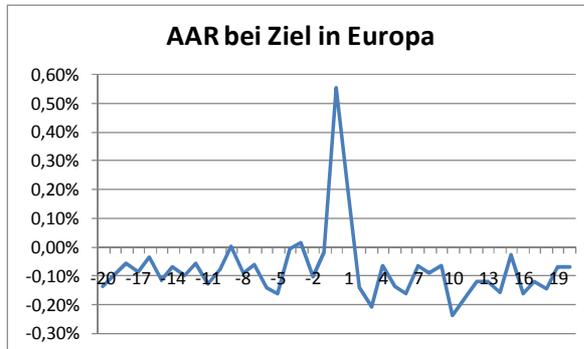
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.495		Kontinent: Australien							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2751%	7,5444 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	0,0002	0,0797	50,84%	49,16%
-1/0	1,3749%	7,5727 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	-0,0004	0,0635	47,59%	52,41%
0/1	1,8476%	8,5520 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0001	0,0825	49,57%	50,43%
-1/1	1,9474%	8,6751 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0004	0,0714	47,83%	52,17%
-2/2	1,8122%	8,0250 ***	0,0000	1,9998	-0,3457	-0,0006	0,0633	46,03%	53,97%
-5/5	1,1612%	5,8334 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0008	0,0532	44,71%	55,29%
-10/10	0,0718%	3,2636 ***	0,0011	1,9998	-0,4245	-0,0010	0,0506	43,79%	56,21%
-15/15	-0,7841%	2,3342 **	0,0196	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0475	43,77%	56,23%
-20/20	-1,9232%	1,1357	0,2561	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0460	43,47%	56,53%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Kontinent (Ziel)



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Kontinente (Ziel)

Stichprobengröße: 5.569		Kontinent: Europa							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5568%	10,3253 ***	0,0000	1,0971	-0,3459	0,0006	0,0587	52,34%	47,66%
-1/0	0,5375%	9,3953 ***	0,0000	1,0971	-0,3731	-0,0001	0,0469	49,21%	50,79%
0/1	0,7433%	12,0336 ***	0,0000	1,1292	-0,4265	0,0002	0,0503	51,09%	48,91%
-1/1	0,7241%	11,4190 ***	0,0000	1,1292	-0,4265	-0,0001	0,0448	49,42%	50,58%
-2/2	0,4807%	9,3254 ***	0,0000	1,1292	-0,5094	-0,0004	0,0409	47,89%	52,11%
-5/5	-0,0685%	5,1228 ***	0,0000	1,3593	-0,6116	-0,0006	0,0364	46,51%	53,49%
-10/10	-1,0452%	1,7227 *	0,0849	2,1990	-0,6832	-0,0007	0,0353	45,57%	54,43%
-15/15	-2,1049%	-0,8893	0,3738	2,1990	-0,6971	-0,0007	0,0348	45,24%	54,76%
-20/20	-3,0701%	-2,6187 ***	0,0088	2,1990	-0,6971	-0,0007	0,0340	45,13%	54,87%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.348		Kontinent: Asien							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3443%	3,3253 ***	0,0009	3,0014	-0,4474	-0,0005	0,0836	47,91%	52,09%
-1/0	0,5140%	4,0372 ***	0,0001	3,0014	-0,4474	-0,0005	0,0677	46,85%	53,15%
0/1	0,4702%	4,0894 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	-0,0006	0,0721	46,74%	53,26%
-1/1	0,6400%	4,6707 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	-0,0006	0,0647	46,42%	53,58%
-2/2	0,4618%	3,5406 ***	0,0004	3,0014	-0,5532	-0,0007	0,0569	45,42%	54,58%
-5/5	0,4900%	4,8577 ***	0,0000	3,0014	-0,6064	-0,0007	0,0534	45,01%	54,99%
-10/10	-1,1384%	2,5686 **	0,0102	3,0014	-0,6099	-0,0007	0,0492	44,48%	55,52%
-15/15	-3,0714%	1,0621	0,2882	3,0014	-0,7874	-0,0008	0,0474	44,31%	55,69%
-20/20	-4,2561%	1,0137	0,3107	3,0014	-0,7874	-0,0008	0,0461	44,12%	55,88%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 19.145		Kontinent: Amerika							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7971%	7,7084 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0007	0,1697	48,12%	51,88%
-1/0	0,6811%	7,1516 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1333	46,55%	53,45%
0/1	0,7574%	9,2608 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0008	0,1389	47,63%	52,37%
-1/1	0,6415%	8,8871 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,1229	46,75%	53,25%
-2/2	0,3169%	7,6528 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0012	0,1066	45,85%	54,15%
-5/5	-1,0275%	5,0634 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,0880	45,27%	54,73%
-10/10	-3,8265%	1,3511	0,1767	4,4685	-0,8734	-0,0014	0,0773	44,87%	55,13%
-15/15	-6,6231%	-1,2973	0,1945	4,4685	-0,9634	-0,0014	0,0729	44,71%	55,29%
-20/20	-9,5092%	-3,8939 ***	0,0001	4,4685	-0,9780	-0,0014	0,0700	44,60%	55,40%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 232		Kontinent: Afrika							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6825%	2,7723 ***	0,0056	0,4834	-0,1996	0,0010	0,0526	54,31%	45,69%
-1/0	0,4452%	2,2239 **	0,0262	0,4897	-0,4977	-0,0006	0,0533	47,20%	52,80%
0/1	1,3592%	2,8180 ***	0,0048	1,0061	-0,3440	-0,0002	0,0745	49,35%	50,65%
-1/1	1,1218%	2,6344 ***	0,0084	1,0061	-0,4977	-0,0006	0,0684	46,26%	53,74%
-2/2	0,8986%	2,0603 **	0,0394	1,0061	-0,5163	-0,0007	0,0736	45,43%	54,57%
-5/5	1,0097%	2,8635 ***	0,0042	1,0061	-0,5409	-0,0006	0,0623	45,65%	54,35%
-10/10	-2,1164%	0,4313	0,6662	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0561	43,70%	56,30%
-15/15	-4,2805%	0,5775	0,5636	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0517	43,69%	56,31%
-20/20	-5,2040%	0,6762	0,4989	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0528	44,02%	55,98%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.539		Kontinent: Australien							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1981%	7,2184 ***	0,0000	1,4314	-0,3399	0,0001	0,0853	50,42%	49,58%
-1/0	1,2645%	7,0528 ***	0,0000	1,4314	-0,3399	-0,0004	0,0662	47,43%	52,57%
0/1	1,6712%	8,2690 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0001	0,0823	49,51%	50,49%
-1/1	1,7375%	8,2571 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0004	0,0708	47,82%	52,18%
-2/2	1,6261%	7,1803 ***	0,0000	1,9998	-0,3457	-0,0006	0,0625	45,99%	54,01%
-5/5	1,3334%	5,8471 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0008	0,0521	45,05%	54,95%
-10/10	0,6904%	4,3196 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0009	0,0496	44,20%	55,80%
-15/15	-0,2120%	3,7690 ***	0,0002	1,9998	-0,5043	-0,0009	0,0464	44,13%	55,87%
-20/20	-1,0985%	2,8983 ***	0,0038	1,9998	-0,5043	-0,0009	0,0449	43,88%	56,12%

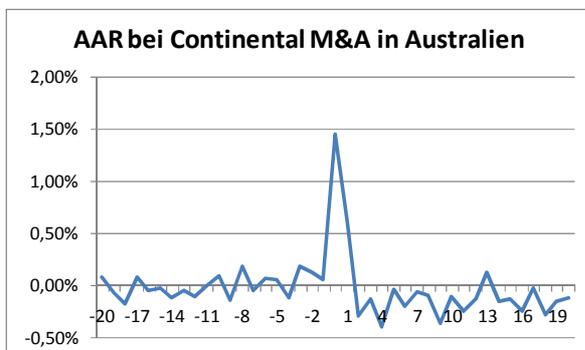
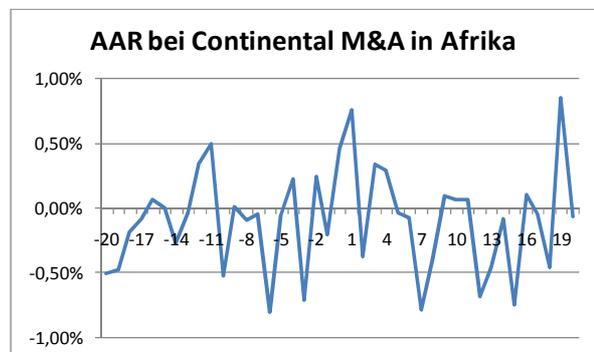
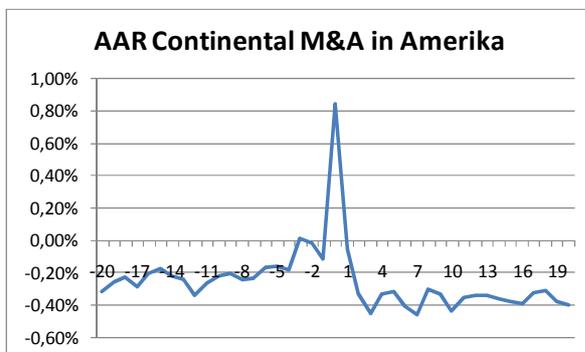
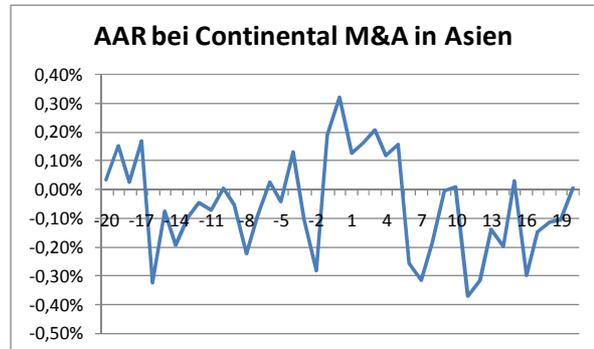
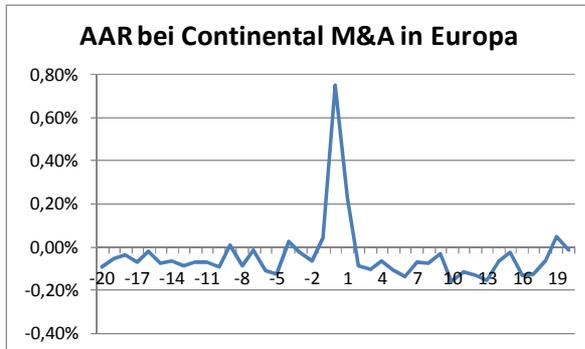
* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR Continental M&A



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei Continental M&A

Stichprobengröße: 3.922		Kontinent: Europa		Ziel: Europa					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7501%	10,8736 ***	0,0000	1,0971	-0,3391	0,0010	0,0565	53,65%	46,35%
-1/0	0,7942%	10,1486 ***	0,0000	1,0971	-0,3391	0,0000	0,0446	49,91%	50,09%
0/1	0,9767%	12,2545 ***	0,0000	1,0971	-0,3391	0,0003	0,0464	51,59%	48,41%
-1/1	1,0208%	11,8573 ***	0,0000	1,0971	-0,3391	0,0000	0,0412	49,79%	50,21%
-2/2	0,8748%	10,0495 ***	0,0000	1,0971	-0,5094	-0,0003	0,0363	48,06%	51,94%
-5/5	0,4822%	5,8017 ***	0,0000	1,0971	-0,5094	-0,0005	0,0317	46,39%	53,61%
-10/10	-0,2744%	2,4012 **	0,0163	1,6941	-0,5102	-0,0006	0,0303	45,22%	54,78%
-15/15	-1,1208%	-0,3948	0,6930	1,6941	-0,5102	-0,0007	0,0292	44,85%	55,15%
-20/20	-1,6742%	-1,4268	0,1536	1,6941	-0,5102	-0,0007	0,0286	44,77%	55,23%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.952		Kontinent: Asien		Ziel: Asien					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3191%	3,3155 ***	0,0009	1,1249	-0,2303	-0,0004	0,0519	47,90%	52,10%
-1/0	0,5090%	4,3755 ***	0,0000	1,1249	-0,3256	-0,0005	0,0469	47,11%	52,89%
0/1	0,4440%	3,3566 ***	0,0008	1,1482	-0,2736	-0,0005	0,0528	46,54%	53,46%
-1/1	0,6339%	4,3148 ***	0,0000	1,1482	-0,3256	-0,0005	0,0493	46,47%	53,53%
-2/2	0,5128%	3,3221 ***	0,0009	1,1482	-0,3256	-0,0006	0,0452	45,30%	54,70%
-5/5	0,9722%	5,4634 ***	0,0000	1,1856	-0,5066	-0,0006	0,0438	44,96%	55,04%
-10/10	-0,1085%	3,4951 ***	0,0005	1,4316	-0,6099	-0,0007	0,0429	44,42%	55,58%
-15/15	-1,5772%	1,7241 *	0,0847	1,4316	-0,6099	-0,0007	0,0418	44,15%	55,85%
-20/20	-2,1757%	1,8199 *	0,0688	1,4316	-0,6099	-0,0007	0,0413	43,91%	56,09%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 17.305		Kontinent: Amerika		Ziel: Amerika					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8452%	7,1090 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0008	0,1776	47,94%	52,06%
-1/0	0,7292%	6,7928 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1395	46,38%	53,62%
0/1	0,7904%	8,3749 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0009	0,1455	47,42%	52,58%
-1/1	0,6744%	8,2140 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1286	46,55%	53,45%
-2/2	0,3284%	7,2435 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,1116	45,67%	54,33%
-5/5	-1,1015%	5,1920 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0014	0,0920	45,11%	54,89%
-10/10	-4,0980%	2,0068 **	0,0448	4,4685	-0,8734	-0,0014	0,0807	44,72%	55,28%
-15/15	-7,0964%	-0,1010	0,9196	4,4685	-0,9634	-0,0015	0,0760	44,56%	55,44%
-20/20	-10,1959%	-2,5701 **	0,0102	4,4685	-0,9780	-0,0015	0,0730	44,45%	55,55%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 155		Kontinent: Afrika		Ziel: Afrika					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4533%	1,5659	0,1174	0,4834	-0,1996	0,0000	0,0586	50,32%	49,68%
-1/0	0,2452%	1,2681	0,2048	0,4897	-0,4977	-0,0008	0,0603	44,84%	55,16%
0/1	1,2074%	1,8343 *	0,0666	1,0061	-0,3440	-0,0004	0,0811	47,74%	52,26%
-1/1	0,9993%	1,7502 *	0,0801	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0753	44,95%	55,05%
-2/2	0,8723%	1,2193	0,2227	1,0061	-0,5163	-0,0007	0,0841	44,90%	55,10%
-5/5	0,9239%	1,6905 *	0,0909	1,0061	-0,5409	-0,0006	0,0686	45,28%	54,72%
-10/10	-1,6259%	0,3990	0,6899	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0628	43,23%	56,77%
-15/15	-2,9906%	1,1126	0,2659	1,0061	-0,5409	-0,0007	0,0574	43,43%	56,57%
-20/20	-3,7769%	0,9559	0,3391	1,0061	-0,5409	-0,0007	0,0588	43,37%	56,63%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.176		Kontinent: Australien			Ziel: Australien				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,4518%	7,1183 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	0,0001	0,0846	50,26%	49,74%
-1/0	1,5064%	7,0529 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	-0,0005	0,0665	46,81%	53,19%
0/1	2,0541%	8,0067 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0002	0,0865	49,11%	50,89%
-1/1	2,1086%	8,0829 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0005	0,0744	47,19%	52,81%
-2/2	1,9409%	7,2438 ***	0,0000	1,9998	-0,3457	-0,0007	0,0658	45,20%	54,80%
-5/5	1,5047%	5,7325 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0009	0,0549	43,97%	56,03%
-10/10	0,8486%	4,1631 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0009	0,0526	43,27%	56,73%
-15/15	0,0456%	3,8618 ***	0,0001	1,9998	-0,5043	-0,0009	0,0491	43,33%	56,67%
-20/20	-0,9036%	3,0147 ***	0,0026	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0475	43,02%	56,98%

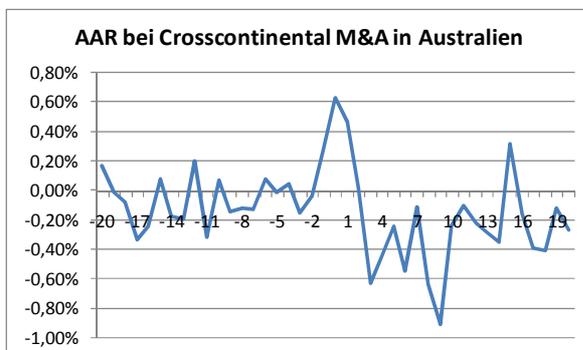
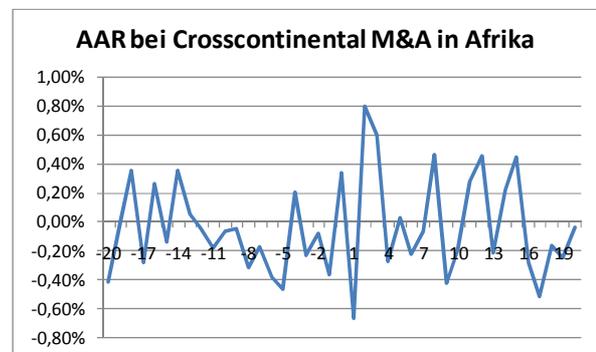
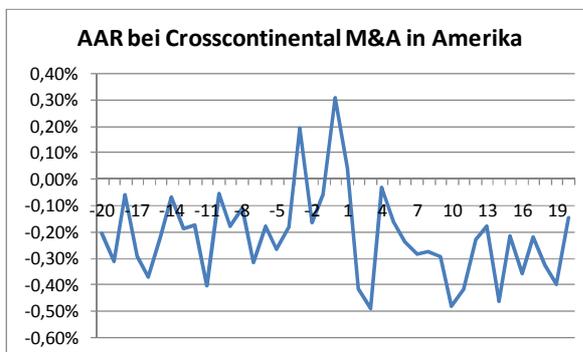
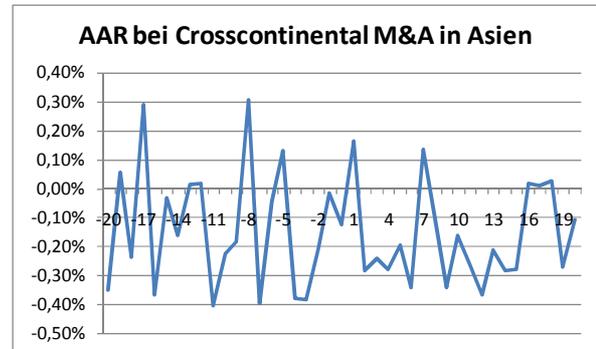
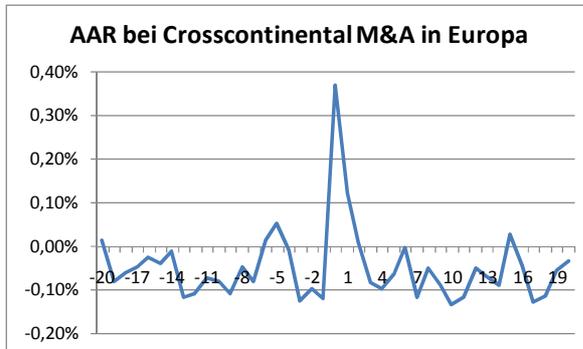
* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR Crosscontinental M&A



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei Crosscontinental M&A

Stichprobengröße: 2.491		Kontinent: Europa		Ziel: Crosscontinental					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3686%	4,5840 ***	0,0000	3,0014	-0,3043	0,0006	0,0754	52,11%	47,89%
-1/0	0,2492%	3,1298 ***	0,0017	3,0014	-0,3765	-0,0001	0,0558	49,76%	50,24%
0/1	0,4905%	6,1265 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	0,0002	0,0565	50,70%	49,30%
-1/1	0,3712%	4,8657 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	-0,0001	0,0481	49,61%	50,39%
-2/2	0,2805%	3,3658 ***	0,0008	3,0014	-0,5049	-0,0004	0,0399	48,30%	51,70%
-5/5	-0,0464%	0,5881	0,5565	3,0014	-0,5049	-0,0006	0,0341	47,36%	52,64%
-10/10	-0,7403%	-1,3521	0,1764	3,0014	-0,5721	-0,0007	0,0301	46,65%	53,35%
-15/15	-1,3848%	-2,9348 ***	0,0033	3,0014	-0,5721	-0,0007	0,0284	46,53%	53,47%
-20/20	-1,9588%	-3,6089 ***	0,0003	3,0014	-0,5721	-0,0007	0,0277	46,54%	53,46%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 434		Kontinent: Asien		Ziel: Crosscontinental					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1258%	-0,4704	0,6381	0,6996	-0,3641	-0,0017	0,0605	42,63%	57,37%
-1/0	-0,1429%	0,0459	0,9634	0,6996	-0,3641	-0,0013	0,0479	42,51%	57,49%
0/1	0,0389%	0,5269	0,5983	0,6996	-0,3641	-0,0010	0,0497	44,82%	55,18%
-1/1	0,0218%	0,7611	0,4466	0,6996	-0,3641	-0,0011	0,0442	44,01%	55,99%
-2/2	-0,4685%	-0,8473	0,3969	0,6996	-0,5030	-0,0011	0,0434	43,18%	56,82%
-5/5	-1,8127%	-1,2743	0,2026	0,9545	-0,5436	-0,0010	0,0428	43,05%	56,95%
-10/10	-3,1561%	-1,5340	0,1250	0,9553	-0,5436	-0,0011	0,0409	42,76%	57,24%
-15/15	-5,1276%	-2,0841 **	0,0372	0,9583	-0,5436	-0,0011	0,0412	42,38%	57,62%
-20/20	-6,0548%	-1,3958	0,1628	0,9583	-0,5436	-0,0011	0,0405	42,65%	57,35%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.465		Kontinent: Amerika		Ziel: Crosscontinental					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3084%	2,2197 **	0,0264	2,3344	-0,4474	-0,0007	0,1043	48,24%	51,76%
-1/0	0,2529%	1,9027 *	0,0571	2,3344	-0,4474	-0,0009	0,0823	47,26%	52,74%
0/1	0,3528%	3,5109 ***	0,0004	2,3344	-0,4474	-0,0005	0,0861	48,88%	51,12%
-1/1	0,2973%	3,1898 ***	0,0014	2,3344	-0,4474	-0,0007	0,0763	48,02%	51,98%
-2/2	-0,2792%	1,7564 *	0,0790	2,3344	-0,5532	-0,0010	0,0698	46,95%	53,05%
-5/5	-1,2125%	1,4190	0,1559	2,3344	-0,6116	-0,0011	0,0652	46,60%	53,40%
-10/10	-3,5981%	-0,3507	0,7258	2,3344	-0,6832	-0,0012	0,0597	46,14%	53,86%
-15/15	-6,1373%	-0,7801	0,4353	2,3344	-0,7874	-0,0012	0,0588	45,99%	54,01%
-20/20	-8,8123%	-2,5477 **	0,0108	2,3344	-0,7874	-0,0013	0,0569	45,86%	54,14%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 66		Kontinent: Afrika		Ziel: Crosscontinental					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3346%	-0,4516	0,6515	0,5483	-0,1047	-0,0015	0,0721	43,94%	56,06%
-1/0	-0,0350%	-0,0359	0,9714	0,5483	-0,3052	0,0000	0,0594	50,00%	50,00%
0/1	-0,3327%	-0,9622	0,3360	0,5483	-0,2920	-0,0013	0,0590	45,45%	54,55%
-1/1	-0,7024%	-0,5578	0,5770	0,5483	-0,3052	-0,0002	0,0542	48,99%	51,01%
-2/2	0,0086%	0,5349	0,5927	0,5483	-0,3052	-0,0001	0,0490	49,70%	50,30%
-5/5	-0,1358%	0,0074	0,9941	0,5483	-0,3052	-0,0009	0,0408	46,56%	53,44%
-10/10	-1,5590%	-0,2637	0,7920	0,5483	-0,3052	-0,0007	0,0362	46,97%	53,03%
-15/15	-0,3329%	0,4025	0,6873	0,5483	-0,3052	-0,0008	0,0341	46,73%	53,27%
-20/20	-1,6702%	-0,1913	0,8483	0,5483	-0,3052	-0,0009	0,0329	46,16%	53,84%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 319		Kontinent: Australien		Ziel: Crosscontinental					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6265%	2,5280 **	0,0115	0,5450	-0,2123	0,0011	0,0577	52,98%	47,02%
-1/0	0,8931%	2,7770 ***	0,0055	0,5450	-0,2123	0,0001	0,0511	50,47%	49,53%
0/1	1,0893%	3,0342 ***	0,0024	0,8558	-0,2123	0,0007	0,0657	51,25%	48,75%
-1/1	1,3559%	3,1898 ***	0,0014	0,8558	-0,2123	0,0000	0,0593	50,16%	49,84%
-2/2	1,3409%	3,4506 ***	0,0006	0,8558	-0,2478	-0,0003	0,0531	49,09%	50,91%
-5/5	-0,1002%	1,6294	0,1032	0,8558	-0,3845	-0,0007	0,0463	47,45%	52,55%
-10/10	-2,7837%	-0,9265	0,3542	0,8558	-0,3969	-0,0010	0,0425	45,72%	54,28%
-15/15	-3,8316%	-2,0459 **	0,0408	0,8558	-0,3969	-0,0011	0,0409	45,38%	54,62%
-20/20	-5,6695%	-3,0639 ***	0,0022	0,8558	-0,4502	-0,0011	0,0400	45,13%	54,87%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei Crosscontinental M&A (spezifiziert nach Zielkontinent)

Stichprobengröße: 139		Kontinent: Europa			Ziel: Asien				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2437%	1,5168	0,1293	3,0014	-0,0534	0,0010	0,2557	53,96%	46,04%
-1/0	1,1125%	0,5550	0,5789	3,0014	-0,0613	-0,0008	0,1816	45,32%	54,68%
0/1	0,6537%	1,1704	0,2419	3,0014	-0,5049	0,0001	0,1843	50,36%	49,64%
-1/1	0,5225%	0,3832	0,7016	3,0014	-0,5049	-0,0008	0,1510	45,80%	54,20%
-2/2	0,4623%	0,2841	0,7763	3,0014	-0,5049	-0,0005	0,1177	45,90%	54,10%
-5/5	0,5925%	-0,4173	0,6765	3,0014	-0,5049	-0,0008	0,0952	45,32%	54,68%
-10/10	-0,6139%	-0,9052	0,3653	3,0014	-0,5049	-0,0009	0,0717	45,15%	54,85%
-15/15	-0,5750%	-0,6474	0,5174	3,0014	-0,5049	-0,0008	0,0626	45,51%	54,49%
-20/20	-2,3425%	-1,7368 *	0,0824	3,0014	-0,5049	-0,0008	0,0558	45,59%	54,41%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.496		Kontinent: Europa			Ziel: Amerika				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3061%	2,8333 ***	0,0046	1,4797	-0,1864	0,0002	0,0517	50,47%	49,53%
-1/0	0,1308%	1,5591	0,1190	1,4797	-0,3765	-0,0003	0,0406	48,56%	51,44%
0/1	0,4856%	4,3343 ***	0,0000	1,4797	-0,1864	0,0001	0,0404	50,23%	49,77%
-1/1	0,3103%	3,1875 ***	0,0014	1,4797	-0,3765	-0,0002	0,0360	49,04%	50,96%
-2/2	0,2120%	2,0608 **	0,0393	1,4797	-0,3765	-0,0004	0,0316	47,97%	52,03%
-5/5	-0,0902%	0,4944	0,6210	1,4797	-0,3765	-0,0006	0,0275	47,31%	52,69%
-10/10	-0,6832%	-0,8201	0,4122	1,4797	-0,5721	-0,0007	0,0260	46,83%	53,17%
-15/15	-1,5098%	-2,9090 ***	0,0036	1,4797	-0,5721	-0,0007	0,0254	46,72%	53,28%
-20/20	-2,0252%	-3,2091 ***	0,0013	1,4797	-0,5721	-0,0007	0,0257	46,70%	53,30%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 32		Kontinent: Europa			Ziel: Afrika				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5427%	1,2894	0,1973	0,1203	-0,0318	-0,0001	0,0273	50,00%	50,00%
-1/0	0,2357%	0,6182	0,5365	0,1203	-0,0410	-0,0011	0,0226	45,31%	54,69%
0/1	0,3886%	0,8812	0,3782	0,1203	-0,0643	-0,0008	0,0263	46,88%	53,13%
-1/1	0,0816%	0,4480	0,6541	0,1203	-0,0643	-0,0011	0,0234	44,79%	55,21%
-2/2	0,2209%	0,4866	0,6265	0,1203	-0,0643	-0,0008	0,0203	45,00%	55,00%
-5/5	-0,0673%	0,8200	0,4122	0,1244	-0,0667	-0,0008	0,0201	45,45%	54,55%
-10/10	-1,7615%	-0,3626	0,7169	0,1244	-0,1090	-0,0010	0,0206	44,64%	55,36%
-15/15	-1,9897%	-0,4605	0,6451	0,1738	-0,1090	-0,0009	0,0208	44,76%	55,24%
-20/20	-2,2334%	-0,1779	0,8588	0,1738	-0,1090	-0,0008	0,0204	45,73%	54,27%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 148		Kontinent: Europa			Ziel: Australien				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5048%	2,1527 **	0,0313	0,3975	-0,1233	0,0021	0,0415	58,78%	41,22%
-1/0	0,5060%	1,6355	0,1019	0,3975	-0,1233	0,0010	0,0329	53,72%	46,28%
0/1	0,7980%	3,0365 ***	0,0024	0,3975	-0,1233	0,0024	0,0335	55,74%	44,26%
-1/1	0,7991%	2,5775 ***	0,0100	0,3975	-0,1233	0,0013	0,0299	53,38%	46,62%
-2/2	0,9116%	2,3035 **	0,0212	0,3975	-0,1233	0,0003	0,0272	51,08%	48,92%
-5/5	1,8360%	2,4940 **	0,0126	0,3975	-0,1233	0,0000	0,0246	50,00%	50,00%
-10/10	0,7384%	1,4469	0,1479	0,3975	-0,1763	-0,0004	0,0249	47,52%	52,48%
-15/15	0,6217%	1,5949	0,1107	0,3975	-0,1763	-0,0005	0,0241	47,14%	52,86%
-20/20	0,6323%	1,5274	0,1267	0,3975	-0,1763	-0,0006	0,0235	46,95%	53,05%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 77			Kontinent: Asien		Ziel: Europa				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0578%	-0,2325	0,8162	0,0869	-0,0792	-0,0018	0,0288	44,16%	55,84%
-1/0	-0,1479%	-0,0986	0,9215	0,1324	-0,0994	-0,0014	0,0277	40,26%	59,74%
0/1	0,0604%	0,4272	0,6693	0,0869	-0,0792	-0,0006	0,0243	48,05%	51,95%
-1/1	-0,0297%	0,4571	0,6476	0,1324	-0,0994	-0,0011	0,0252	44,16%	55,84%
-2/2	-0,7845%	-0,7943	0,4270	0,1324	-0,1423	-0,0012	0,0257	42,86%	57,14%
-5/5	-2,4582%	-1,2436	0,2136	0,1324	-0,3418	-0,0012	0,0262	41,44%	58,56%
-10/10	-3,0898%	-0,6591	0,5098	0,1566	-0,3418	-0,0010	0,0271	42,36%	57,64%
-15/15	-4,1614%	-0,7661	0,4436	0,6052	-0,3418	-0,0011	0,0297	41,73%	58,27%
-20/20	-4,7005%	-0,6368	0,5243	0,6052	-0,3418	-0,0010	0,0286	42,38%	57,62%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 174			Kontinent: Asien		Ziel: Amerika				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0728%	-0,2591	0,7956	0,5244	-0,3641	-0,0025	0,0631	40,80%	59,20%
-1/0	0,0962%	0,3534	0,7238	0,5244	-0,3641	-0,0015	0,0501	41,95%	58,05%
0/1	-0,0917%	-0,4331	0,6649	0,5244	-0,3641	-0,0017	0,0507	42,53%	57,47%
-1/1	-0,0683%	0,0954	0,9240	0,5244	-0,3641	-0,0013	0,0454	42,72%	57,28%
-2/2	-0,2503%	-0,1487	0,8818	0,5244	-0,3641	-0,0013	0,0414	42,53%	57,47%
-5/5	-2,9266%	-1,7313 *	0,0834	0,9545	-0,5436	-0,0013	0,0490	41,85%	58,15%
-10/10	-4,7975%	-2,2512 **	0,0244	0,9553	-0,5436	-0,0013	0,0473	41,60%	58,40%
-15/15	-7,2862%	-2,6221 ***	0,0087	0,9583	-0,5436	-0,0013	0,0464	41,42%	58,58%
-20/20	-10,3319%	-3,1460 ***	0,0017	0,9583	-0,5436	-0,0013	0,0457	41,30%	58,70%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 9			Kontinent: Asien		Ziel: Afrika				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,6238%	3,2395 ***	0,0012	0,0490	0,0011	0,0166	0,0150	100,00%	0,00%
-1/0	2,4563%	4,6469 ***	0,0000	0,0490	-0,0104	0,0112	0,0152	77,78%	22,22%
0/1	2,5503%	1,8391 *	0,0659	0,0699	-0,0095	0,0037	0,0210	61,11%	38,89%
-1/1	3,3828%	2,5834 ***	0,0098	0,0699	-0,0104	0,0050	0,0191	59,26%	40,74%
-2/2	0,4749%	0,8429	0,3993	0,0699	-0,1269	0,0000	0,0308	48,89%	51,11%
-5/5	3,5852%	1,4656	0,1428	0,1240	-0,1269	-0,0006	0,0344	41,41%	58,59%
-10/10	1,9218%	0,6567	0,5114	0,1240	-0,1269	-0,0008	0,0295	41,27%	58,73%
-15/15	2,5079%	0,8050	0,4208	0,1240	-0,1269	-0,0006	0,0266	41,94%	58,06%
-20/20	3,5103%	1,2464	0,2126	0,1240	-0,1269	-0,0006	0,0257	43,09%	56,91%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 27			Kontinent: Asien		Ziel: Australien				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,9044%	-1,0568	0,2906	0,0769	-0,1287	-0,0013	0,0378	48,15%	51,85%
-1/0	-0,7673%	-0,7814	0,4346	0,1310	-0,1287	-0,0014	0,0368	46,30%	53,70%
0/1	-0,7390%	-0,3364	0,7366	0,0769	-0,1480	0,0004	0,0369	53,70%	46,30%
-1/1	-0,6019%	-0,2942	0,7686	0,1310	-0,1480	0,0001	0,0364	50,62%	49,38%
-2/2	-1,1778%	-0,6653	0,5058	0,1310	-0,1480	-0,0001	0,0317	48,15%	51,85%
-5/5	-2,7500%	-1,1083	0,2677	0,1310	-0,1480	-0,0001	0,0283	48,15%	51,85%
-10/10	-2,7367%	-0,6059	0,5446	0,1494	-0,1480	-0,0003	0,0275	46,91%	53,09%
-15/15	-2,6419%	-0,3414	0,7328	0,1494	-0,1480	-0,0001	0,0261	48,27%	51,73%
-20/20	1,4320%	1,0058	0,3145	0,1494	-0,1480	-0,0001	0,0254	49,32%	50,68%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.452		Kontinent: Amerika		Ziel: Europa					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1531%	1,0908	0,2754	0,9820	-0,3459	-0,0002	0,0662	49,45%	50,55%
-1/0	-0,0290%	0,3841	0,7009	0,9820	-0,3731	-0,0007	0,0538	47,76%	52,24%
0/1	0,2082%	2,2542 **	0,0242	1,1292	-0,4265	0,0000	0,0608	49,93%	50,07%
-1/1	0,0261%	1,6363	0,1018	1,1292	-0,4265	-0,0005	0,0541	48,65%	51,35%
-2/2	-0,5077%	0,5768	0,5641	1,1292	-0,4913	-0,0008	0,0519	47,48%	52,52%
-5/5	-1,3530%	0,3957	0,6923	1,3593	-0,6116	-0,0010	0,0472	46,92%	53,08%
-10/10	-2,9057%	-0,5210	0,6023	2,1990	-0,6832	-0,0010	0,0468	46,55%	53,45%
-15/15	-4,6063%	-0,8317	0,4056	2,1990	-0,6971	-0,0011	0,0470	46,36%	53,64%
-20/20	-6,6024%	-2,3358 **	0,0195	2,1990	-0,6971	-0,0012	0,0458	46,16%	53,84%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 233		Kontinent: Amerika		Ziel: Asien					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0541%	-0,8153	0,4149	1,1439	-0,4474	-0,0025	0,0941	45,06%	54,94%
-1/0	0,1749%	-0,0943	0,9248	1,1439	-0,4474	-0,0019	0,0892	45,71%	54,29%
0/1	0,2611%	1,7147 *	0,0864	1,1439	-0,4474	-0,0020	0,0838	45,92%	54,08%
-1/1	0,3819%	1,4187	0,1560	1,1439	-0,4474	-0,0017	0,0839	46,07%	53,93%
-2/2	-0,3533%	0,8442	0,3985	1,1439	-0,5532	-0,0013	0,0798	45,75%	54,25%
-5/5	-3,6000%	-0,3439	0,7309	1,3622	-0,6064	-0,0014	0,0822	45,14%	54,86%
-10/10	-9,9041%	-1,6888 *	0,0913	1,3622	-0,6064	-0,0017	0,0742	44,80%	55,20%
-15/15	-16,7944%	-1,2038	0,2287	1,3622	-0,7874	-0,0017	0,0731	45,12%	54,88%
-20/20	-23,1195%	-1,1691	0,2423	1,3622	-0,7874	-0,0017	0,0709	44,92%	55,08%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 25		Kontinent: Amerika		Ziel: Afrika					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1920%	1,7393 *	0,0820	0,1187	-0,0943	0,0025	0,0408	64,00%	36,00%
-1/0	-0,3922%	0,8297	0,4067	0,1187	-0,1367	-0,0005	0,0413	48,00%	52,00%
0/1	1,0915%	1,6421	0,1006	0,1187	-0,1055	0,0036	0,0399	58,00%	42,00%
-1/1	-0,4927%	1,0567	0,2906	0,1187	-0,1367	-0,0003	0,0402	49,33%	50,67%
-2/2	-2,2073%	0,7997	0,4239	0,2221	-0,1367	-0,0008	0,0417	44,00%	56,00%
-5/5	-3,5258%	0,9258	0,3546	0,2945	-0,2366	-0,0003	0,0453	47,27%	52,73%
-10/10	-11,6854%	-1,3865	0,1656	0,2945	-0,2366	-0,0009	0,0386	45,14%	54,86%
-15/15	-20,1374%	-1,4503	0,1470	0,2945	-0,2411	-0,0016	0,0389	42,97%	57,03%
-20/20	-20,4260%	-0,7963	0,4259	0,3993	-0,3060	-0,0013	0,0439	44,98%	55,02%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 176		Kontinent: Amerika		Ziel: Australien					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4655%	0,8716	0,3834	1,4314	-0,2606	-0,0014	0,1178	44,32%	55,68%
-1/0	0,6814%	1,0277	0,3041	1,4314	-0,2606	-0,0010	0,0875	45,74%	54,26%
0/1	0,3545%	0,8718	0,3833	1,4314	-0,2606	-0,0012	0,0893	46,31%	53,69%
-1/1	0,5704%	1,0270	0,3044	1,4314	-0,2606	-0,0010	0,0762	46,59%	53,41%
-2/2	0,5880%	0,1172	0,9067	1,4314	-0,2606	-0,0010	0,0661	46,02%	53,98%
-5/5	0,3997%	0,3834	0,7014	1,4314	-0,2606	-0,0009	0,0536	47,57%	52,43%
-10/10	0,2193%	0,7164	0,4738	1,4314	-0,3019	-0,0009	0,0480	47,08%	52,92%
-15/15	-2,3181%	-0,5005	0,6167	1,4314	-0,3019	-0,0012	0,0454	46,19%	53,81%
-20/20	-4,4148%	-1,3846	0,1662	1,4314	-0,3278	-0,0013	0,0438	46,08%	53,92%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 22			Kontinent: Afrika			Ziel: Europa			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,4508%	-2,0252 **	0,0428	0,0173	-0,1047	-0,0062	0,0308	27,27%	72,73%
-1/0	-1,9441%	-1,9942 **	0,0461	0,0321	-0,1047	-0,0015	0,0269	40,91%	59,09%
0/1	-1,6244%	-1,6570 *	0,0975	0,0268	-0,1047	-0,0014	0,0260	38,64%	61,36%
-1/1	-2,1177%	-1,6845 *	0,0921	0,0321	-0,1047	-0,0011	0,0246	43,94%	56,06%
-2/2	-0,9499%	-0,4352	0,6634	0,1330	-0,1047	-0,0002	0,0257	49,09%	50,91%
-5/5	-2,1627%	-0,7909	0,4290	0,1330	-0,1047	-0,0009	0,0237	45,45%	54,55%
-10/10	-3,0925%	-0,7498	0,4534	0,1486	-0,2831	-0,0007	0,0280	46,32%	53,68%
-15/15	-2,1529%	-0,2144	0,8302	0,1863	-0,2831	-0,0009	0,0274	45,75%	54,25%
-20/20	-3,8970%	-0,5880	0,5565	0,1863	-0,2831	-0,0009	0,0264	45,90%	54,10%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3			Kontinent: Afrika			Ziel: Asien			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,7686%	-5,5743 ***	0,0000	-0,0048	-0,0093	-0,0089	0,0025	0,00%	100,00%
-1/0	0,7349%	0,4297	0,6674	0,0458	-0,0093	-0,0037	0,0210	33,33%	66,67%
0/1	1,9042%	0,8368	0,4027	0,0736	-0,0093	-0,0061	0,0326	33,33%	66,67%
-1/1	3,4077%	1,9556 *	0,0505	0,0736	-0,0093	-0,0026	0,0291	44,44%	55,56%
-2/2	0,9962%	0,3131	0,7542	0,0736	-0,0278	-0,0048	0,0262	33,33%	66,67%
-5/5	-4,6580%	-0,7217	0,4705	0,0736	-0,0546	-0,0051	0,0266	33,33%	66,67%
-10/10	-6,2197%	-1,7378 *	0,0822	0,0736	-0,0546	-0,0034	0,0220	38,10%	61,90%
-15/15	-3,7369%	-1,0778	0,2811	0,0736	-0,0546	-0,0013	0,0210	44,09%	55,91%
-20/20	-3,0833%	-0,6255	0,5316	0,0736	-0,0546	-0,0013	0,0204	43,09%	56,91%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 21			Kontinent: Afrika			Ziel: Amerika			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,2536%	1,0191	0,3082	0,5483	-0,0322	-0,0015	0,1206	47,62%	52,38%
-1/0	1,3584%	1,9393 *	0,0525	0,5483	-0,3052	0,0003	0,0991	50,00%	50,00%
0/1	0,4278%	0,2981	0,7656	0,5483	-0,2920	-0,0021	0,0993	47,62%	52,38%
-1/1	-0,4674%	0,7707	0,4409	0,5483	-0,3052	-0,0011	0,0904	49,21%	50,79%
-2/2	0,5220%	0,9942	0,3201	0,5483	-0,3052	-0,0011	0,0796	48,57%	51,43%
-5/5	1,6051%	0,6665	0,5051	0,5483	-0,3052	-0,0015	0,0613	45,89%	54,11%
-10/10	-2,3035%	-0,3318	0,7401	0,5483	-0,3052	-0,0016	0,0491	44,90%	55,10%
-15/15	0,2579%	0,6308	0,5281	0,5483	-0,3052	-0,0010	0,0444	47,31%	52,69%
-20/20	-2,8017%	-0,3184	0,7502	0,5483	-0,3052	-0,0015	0,0426	45,76%	54,24%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 12			Kontinent: Afrika			Ziel: Australien			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5168%	0,0283	0,9774	0,0587	-0,0375	0,0033	0,0227	58,33%	41,67%
-1/0	0,1906%	-0,0428	0,9658	0,0587	-0,0601	0,0013	0,0250	58,33%	41,67%
0/1	-0,1554%	-0,8565	0,3917	0,0587	-0,0479	-0,0004	0,0207	50,00%	50,00%
-1/1	-0,4816%	-0,6869	0,4922	0,0587	-0,0601	0,0010	0,0228	52,78%	47,22%
-2/2	1,3379%	0,8445	0,3984	0,0680	-0,0601	0,0015	0,0260	55,00%	45,00%
-5/5	1,5718%	0,3331	0,7391	0,1404	-0,0934	-0,0006	0,0320	46,21%	53,79%
-10/10	-0,2081%	0,1828	0,8550	0,1541	-0,1406	-0,0007	0,0322	46,43%	53,57%
-15/15	1,3815%	0,0877	0,9301	0,1541	-0,1406	-0,0011	0,0319	44,89%	55,11%
-20/20	2,3312%	0,2799	0,7795	0,1541	-0,1406	-0,0009	0,0309	45,93%	54,07%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 96		Kontinent: Australien			Ziel: Europa				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2561%	0,6555	0,5122	0,1383	-0,1988	0,0018	0,0474	55,21%	44,79%
-1/0	-0,2286%	0,8117	0,4170	0,2234	-0,1988	0,0003	0,0401	51,56%	48,44%
0/1	0,4222%	1,2887	0,1975	0,3319	-0,1988	0,0015	0,0483	53,13%	46,88%
-1/1	0,4498%	1,3191	0,1871	0,3319	-0,1988	0,0003	0,0434	51,39%	48,61%
-2/2	0,7144%	1,7371 *	0,0824	0,3319	-0,1988	0,0002	0,0406	50,63%	49,38%
-5/5	-0,6754%	0,5590	0,5761	0,3319	-0,3845	-0,0001	0,0366	49,53%	50,47%
-10/10	-2,2010%	-0,1090	0,9132	0,3319	-0,3845	-0,0006	0,0344	47,67%	52,33%
-15/15	-2,7022%	-0,4374	0,6618	0,3319	-0,3845	-0,0006	0,0329	47,14%	52,86%
-20/20	-5,0251%	-1,4140	0,1574	0,3319	-0,3845	-0,0008	0,0322	46,21%	53,79%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 21		Kontinent: Australien			Ziel: Asien				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1373%	0,3119	0,7552	0,0455	-0,0487	-0,0004	0,0264	47,62%	52,38%
-1/0	0,7871%	0,3994	0,6896	0,1956	-0,0487	-0,0004	0,0390	47,62%	52,38%
0/1	3,9299%	1,4628	0,1435	0,8558	-0,1119	0,0002	0,1377	52,38%	47,62%
-1/1	4,5798%	1,4813	0,1385	0,8558	-0,1119	0,0001	0,1158	50,79%	49,21%
-2/2	4,8645%	1,8357 *	0,0664	0,8558	-0,1501	0,0003	0,0989	51,43%	48,57%
-5/5	1,5320%	1,0175	0,3089	0,8558	-0,2751	-0,0005	0,0774	47,19%	52,81%
-10/10	-1,6673%	-0,4804	0,6309	0,8558	-0,3649	-0,0014	0,0643	43,08%	56,92%
-15/15	-5,1850%	-1,4751	0,1402	0,8558	-0,3649	-0,0017	0,0564	43,01%	56,99%
-20/20	0,0736%	-0,0271	0,9784	0,8558	-0,3649	-0,0012	0,0542	45,06%	54,94%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 149		Kontinent: Australien			Ziel: Amerika				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7982%	2,6181 ***	0,0088	0,3069	-0,2123	0,0013	0,0484	53,69%	46,31%
-1/0	1,2275%	2,4620 **	0,0138	0,3407	-0,2123	0,0004	0,0485	51,01%	48,99%
0/1	0,7204%	2,1704 **	0,0300	0,3069	-0,2123	0,0010	0,0445	52,68%	47,32%
-1/1	1,1497%	2,2092 **	0,0272	0,3407	-0,2123	0,0006	0,0459	51,23%	48,77%
-2/2	0,7059%	1,9736 **	0,0484	0,3752	-0,2123	-0,0003	0,0437	48,99%	51,01%
-5/5	0,0723%	1,1014	0,2707	0,3752	-0,2123	-0,0007	0,0378	47,22%	52,78%
-10/10	-2,8108%	-1,1763	0,2395	0,3752	-0,3969	-0,0009	0,0386	45,70%	54,30%
-15/15	-3,0200%	-1,3608	0,1736	0,5105	-0,3969	-0,0011	0,0389	45,25%	54,75%
-20/20	-4,6584%	-1,9746 **	0,0483	0,5105	-0,4502	-0,0011	0,0385	45,05%	54,95%

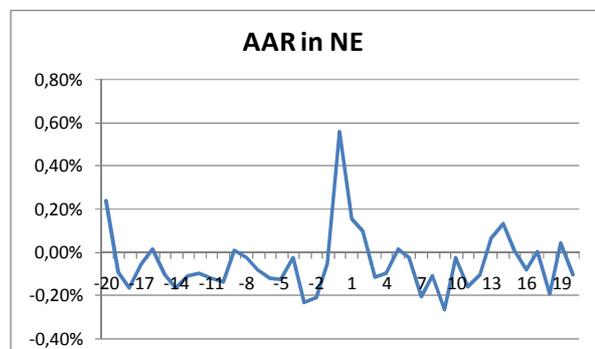
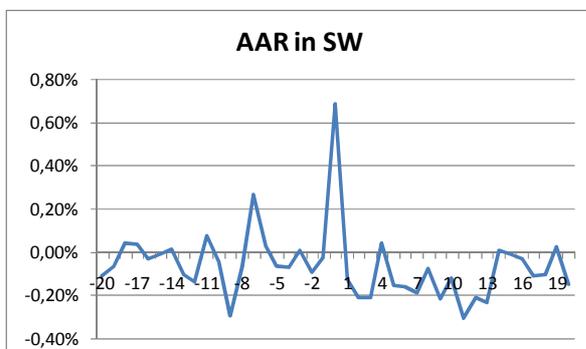
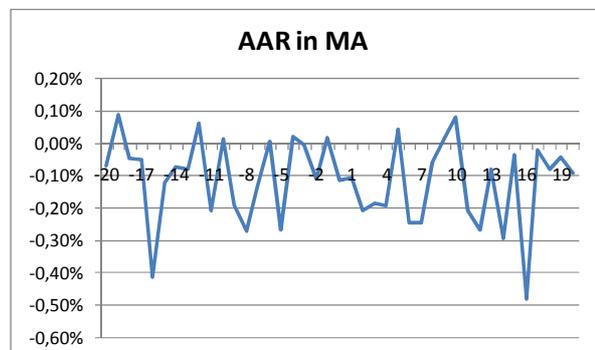
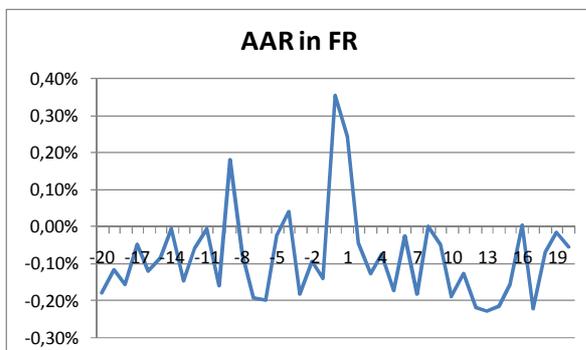
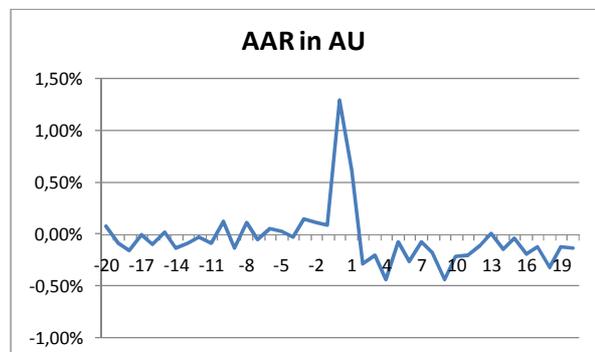
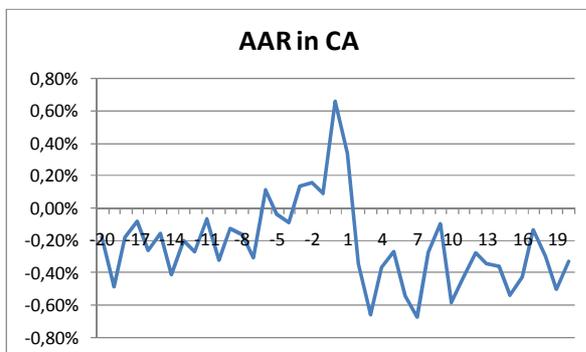
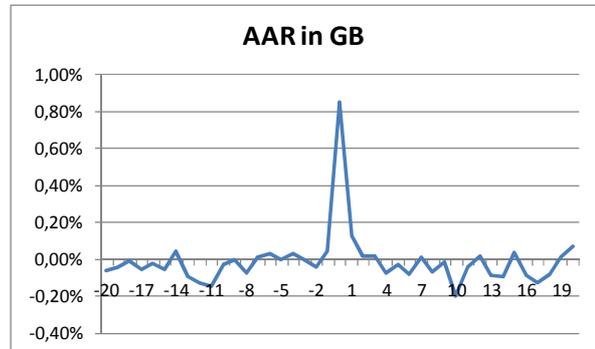
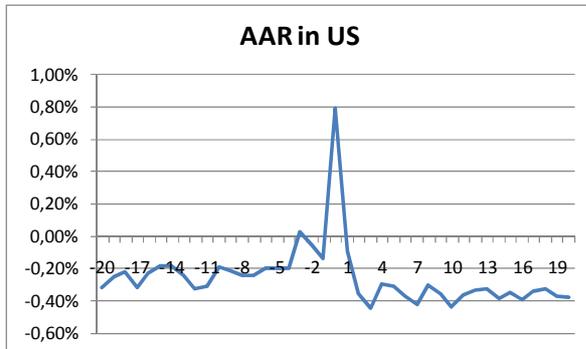
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

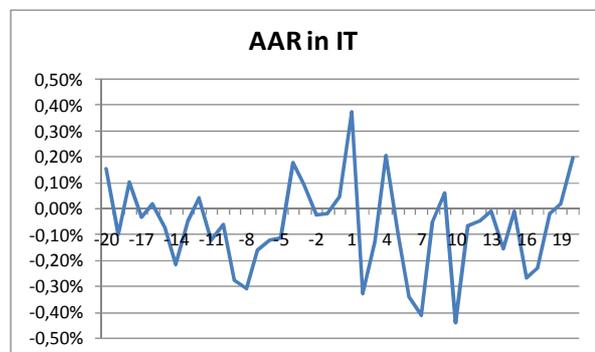
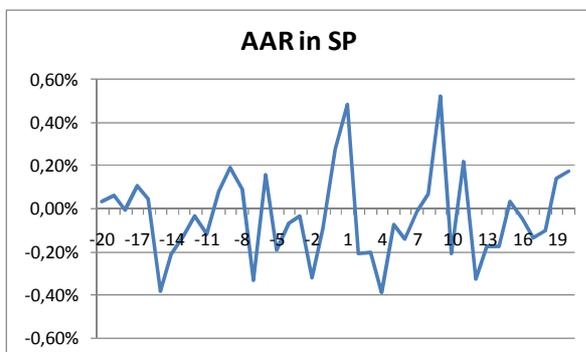
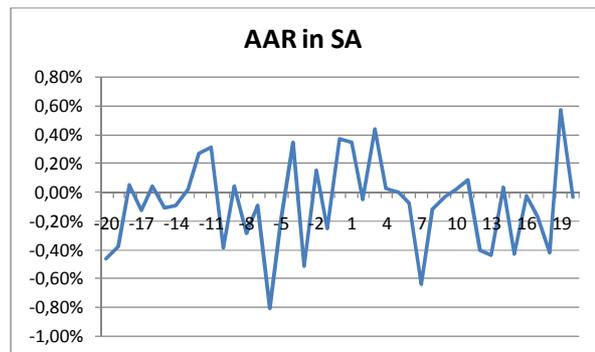
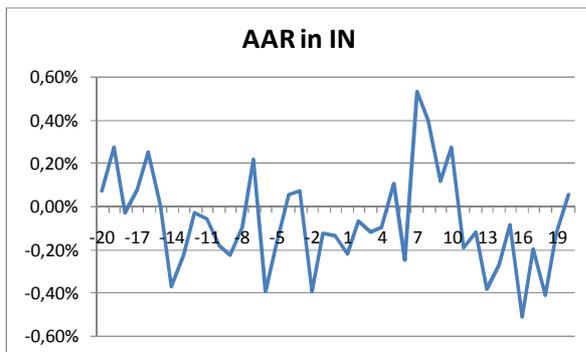
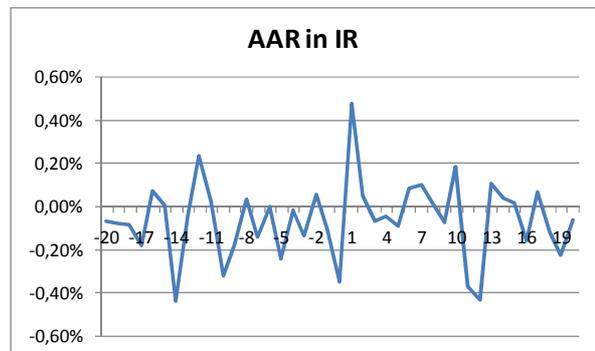
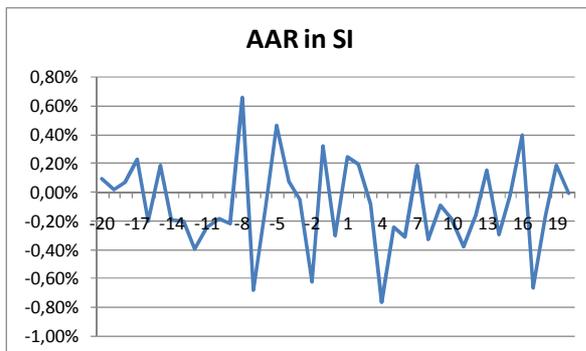
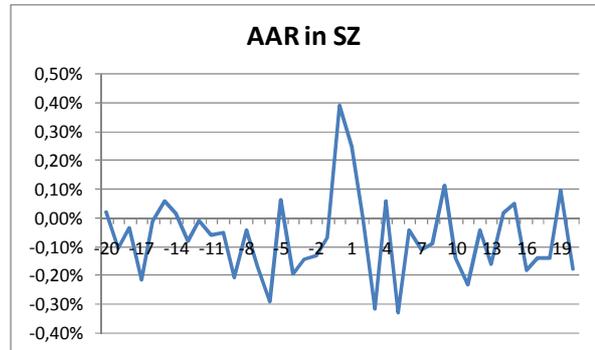
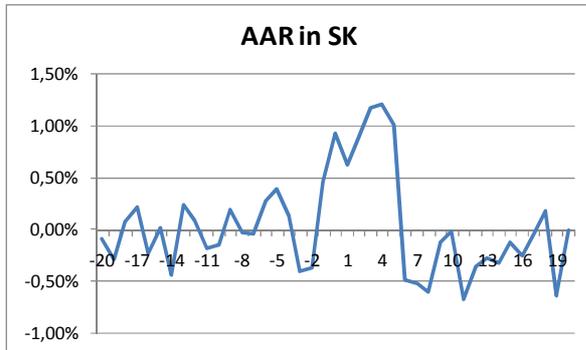
Stichprobengröße: 11		Kontinent: Australien			Ziel: Afrika				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,4160%	1,2490	0,2117	0,1985	-0,0375	0,0055	0,0641	63,64%	36,36%
-1/0	4,2010%	1,9451 *	0,0518	0,1985	-0,0375	0,0032	0,0549	59,09%	40,91%
0/1	6,0403%	1,1975	0,2311	0,6067	-0,0375	-0,0004	0,1362	50,00%	50,00%
-1/1	7,8252%	1,6991 *	0,0893	0,6067	-0,0375	0,0000	0,1138	51,52%	48,48%
-2/2	10,8405%	2,1249 **	0,0336	0,6067	-0,0375	0,0004	0,0907	54,55%	45,45%
-5/5	13,9097%	2,0929 **	0,0364	0,6722	-0,1602	0,0001	0,0929	51,24%	48,76%
-10/10	9,0402%	1,1375	0,2553	0,6722	-0,1951	-0,0009	0,0742	46,32%	53,68%
-15/15	2,2778%	0,2290	0,8189	0,6722	-0,1951	-0,0009	0,0670	47,21%	52,79%
-20/20	-5,2158%	0,0649	0,9483	0,6722	-0,1951	-0,0008	0,0620	46,78%	53,22%

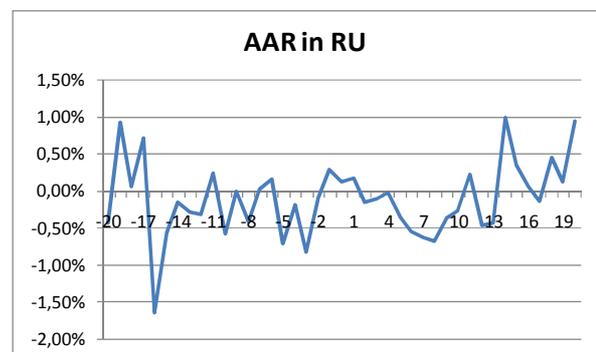
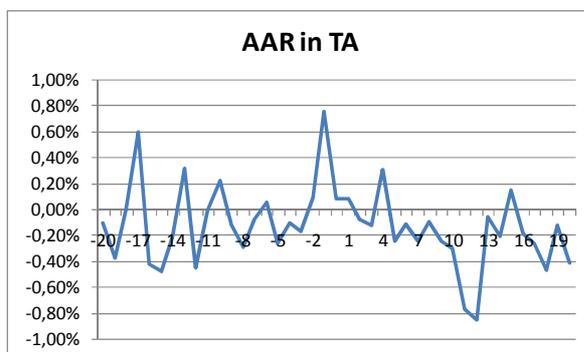
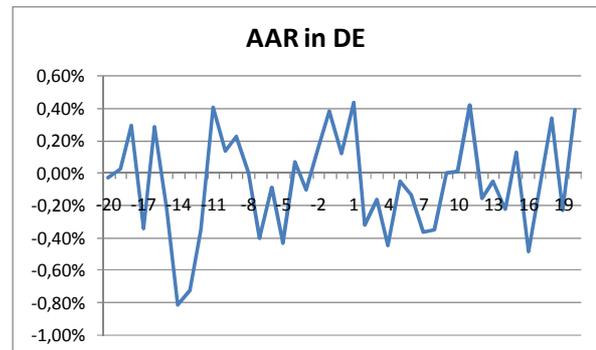
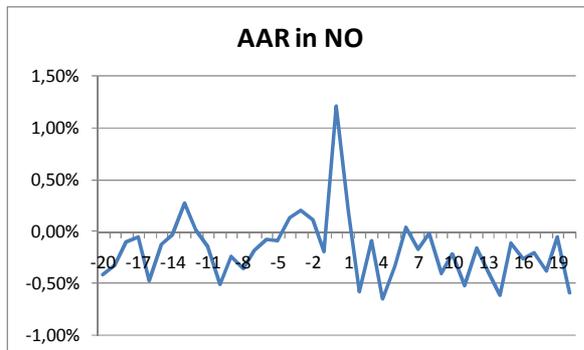
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Land (Erwerber)







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Länder (Erwerber)

Stichprobengröße: 17.770		Land: US							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7933%	6,7571 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0007	0,1754	48,14%	51,86%
-1/0	0,6588%	6,1113 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1368	46,72%	53,28%
0/1	0,7081%	7,7808 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0008	0,1426	47,80%	52,20%
-1/1	0,5735%	7,3425 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,1255	46,97%	53,03%
-2/2	0,1734%	5,8147 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0012	0,1086	46,16%	53,84%
-5/5	-1,2188%	3,9528 ***	0,0001	4,4685	-0,8734	-0,0012	0,0897	45,73%	54,27%
-10/10	-4,1453%	1,0081	0,3134	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,0789	45,36%	54,64%
-15/15	-7,0873%	-0,8591	0,3903	4,4685	-0,9634	-0,0013	0,0746	45,23%	54,77%
-20/20	-10,1712%	-3,6210 ***	0,0003	4,4685	-0,9780	-0,0014	0,0717	45,13%	54,87%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.608		Land: GB							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8531%	8,5413 ***	0,0000	3,0014	-0,3043	0,0009	0,0830	54,33%	45,67%
-1/0	0,9002%	7,9136 ***	0,0000	3,0014	-0,3043	0,0000	0,0619	49,88%	50,12%
0/1	0,9886%	9,3450 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	0,0001	0,0631	50,88%	49,12%
-1/1	1,0356%	8,9127 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	-0,0001	0,0539	49,07%	50,93%
-2/2	1,0217%	8,1818 ***	0,0000	3,0014	-0,5094	-0,0003	0,0451	47,58%	52,42%
-5/5	0,9835%	6,2122 ***	0,0000	3,0014	-0,5094	-0,0004	0,0373	46,27%	53,73%
-10/10	0,6055%	4,1185 ***	0,0000	3,0014	-0,5102	-0,0006	0,0326	44,99%	55,01%
-15/15	0,0925%	2,3244 **	0,0201	3,0014	-0,5102	-0,0006	0,0308	44,57%	55,43%
-20/20	-0,2646%	1,6866 *	0,0917	3,0014	-0,5102	-0,0006	0,0296	44,52%	55,48%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.905		Land: CA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6588%	3,6830 ***	0,0002	1,7247	-0,5004	-0,0009	0,1083	46,61%	53,39%
-1/0	0,7530%	4,0610 ***	0,0000	2,2429	-0,5206	-0,0016	0,1003	44,09%	55,91%
0/1	0,9995%	5,4079 ***	0,0000	2,1638	-0,5004	-0,0011	0,1061	45,72%	54,28%
-1/1	1,0937%	5,7375 ***	0,0000	2,2429	-0,5206	-0,0015	0,1015	44,34%	55,66%
-2/2	0,9155%	5,9772 ***	0,0000	2,2429	-0,5206	-0,0019	0,0946	42,58%	57,42%
-5/5	-0,3523%	4,7808 ***	0,0000	2,7913	-0,6734	-0,0021	0,0844	41,15%	58,85%
-10/10	-3,2949%	2,4352 **	0,0149	2,7913	-0,6881	-0,0021	0,0745	40,66%	59,34%
-15/15	-6,3142%	1,4480	0,1476	2,7913	-0,6881	-0,0022	0,0700	40,25%	59,75%
-20/20	-9,1712%	0,4146	0,6785	2,7913	-0,6881	-0,0022	0,0678	40,03%	59,97%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.405		Land: AU							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2897%	7,2134 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	0,0002	0,0808	50,68%	49,32%
-1/0	1,3811%	7,1296 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	-0,0005	0,0642	47,51%	52,49%
0/1	1,9059%	8,3873 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0001	0,0830	49,54%	50,46%
-1/1	1,9974%	8,4116 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0004	0,0718	47,81%	52,19%
-2/2	1,8201%	7,5457 ***	0,0000	1,9998	-0,3457	-0,0007	0,0637	45,91%	54,09%
-5/5	1,2474%	5,3893 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0009	0,0534	44,81%	55,19%
-10/10	0,1753%	3,0542 ***	0,0023	1,9998	-0,4245	-0,0010	0,0504	43,98%	56,02%
-15/15	-0,6410%	2,2133 **	0,0269	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0475	44,01%	55,99%
-20/20	-1,8096%	0,9992	0,3177	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0460	43,72%	56,28%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 948		Land: FR							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3537%	4,1751 ***	0,0000	0,2115	-0,1715	0,0006	0,0306	51,58%	48,42%
-1/0	0,2132%	2,6861 ***	0,0072	0,2115	-0,1715	-0,0004	0,0271	48,31%	51,69%
0/1	0,5965%	5,1906 ***	0,0000	0,2115	-0,1893	0,0004	0,0290	51,42%	48,58%
-1/1	0,4561%	4,1091 ***	0,0000	0,2115	-0,1893	-0,0002	0,0272	49,30%	50,70%
-2/2	0,3174%	2,6994 ***	0,0069	0,2332	-0,1893	-0,0005	0,0261	48,04%	51,96%
-5/5	-0,2254%	0,5878	0,5567	0,2332	-0,2410	-0,0007	0,0254	47,00%	53,00%
-10/10	-1,1176%	-1,0452	0,2959	0,3489	-0,2930	-0,0008	0,0253	46,50%	53,50%
-15/15	-2,3631%	-2,8348 ***	0,0046	0,3489	-0,2983	-0,0009	0,0251	45,99%	54,01%
-20/20	-3,3434%	-4,0174 ***	0,0001	0,3489	-0,3196	-0,0010	0,0251	45,87%	54,13%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 896		Land: MA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1123%	-0,4650	0,6419	0,3446	-0,2018	-0,0011	0,0322	42,30%	57,70%
-1/0	-0,0944%	0,1782	0,8586	0,5269	-0,3256	-0,0008	0,0350	43,14%	56,86%
0/1	-0,2174%	-0,4811	0,6304	0,6720	-0,2018	-0,0007	0,0367	42,97%	57,03%
-1/1	-0,1995%	0,0111	0,9912	0,6720	-0,3256	-0,0007	0,0370	43,30%	56,70%
-2/2	-0,5160%	-0,9009	0,3677	0,6720	-0,3256	-0,0007	0,0356	44,06%	55,94%
-5/5	-1,1042%	-0,4901	0,6241	0,8785	-0,3256	-0,0007	0,0354	44,46%	55,54%
-10/10	-2,1247%	-0,8318	0,4055	0,8785	-0,3690	-0,0007	0,0352	44,27%	55,73%
-15/15	-3,4227%	-1,7434 *	0,0813	1,0627	-0,5291	-0,0007	0,0355	44,03%	55,97%
-20/20	-4,6181%	-1,7703 *	0,0767	1,0627	-0,5291	-0,0007	0,0349	44,14%	55,86%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 660		Land: SW							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6884%	3,9998 ***	0,0001	0,7867	-0,2284	0,0021	0,0569	54,39%	45,61%
-1/0	0,6645%	3,6473 ***	0,0003	0,7867	-0,2284	0,0005	0,0440	50,98%	49,02%
0/1	0,5664%	3,3678 ***	0,0008	0,7867	-0,2284	0,0003	0,0457	50,83%	49,17%
-1/1	0,5424%	3,1911 ***	0,0014	0,7867	-0,2284	-0,0001	0,0399	49,75%	50,25%
-2/2	0,2459%	2,6661 ***	0,0077	0,7867	-0,2284	-0,0004	0,0354	48,88%	51,12%
-5/5	-0,1824%	1,5424	0,1230	0,7867	-0,3429	-0,0006	0,0320	48,03%	51,97%
-10/10	-1,0173%	0,3455	0,7297	1,6941	-0,3661	-0,0008	0,0333	46,94%	53,06%
-15/15	-1,8992%	-0,9800	0,3271	1,6941	-0,3661	-0,0008	0,0319	46,95%	53,05%
-20/20	-2,3710%	-1,0081	0,3134	1,6941	-0,3661	-0,0008	0,0313	46,92%	53,08%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 646		Land: NE							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5592%	3,6796 ***	0,0002	1,4797	-0,1359	0,0013	0,0684	53,41%	46,59%
-1/0	0,5067%	3,5682 ***	0,0004	1,4797	-0,3765	0,0003	0,0521	51,39%	48,61%
0/1	0,7144%	3,8130 ***	0,0001	1,4797	-0,1359	0,0004	0,0517	51,55%	48,45%
-1/1	0,6619%	3,8436 ***	0,0001	1,4797	-0,3765	0,0002	0,0451	50,83%	49,17%
-2/2	0,5526%	2,9503 ***	0,0032	1,4797	-0,3765	-0,0001	0,0377	49,41%	50,59%
-5/5	-0,0309%	0,6462	0,5182	1,4797	-0,3765	-0,0005	0,0314	47,92%	52,08%
-10/10	-1,0128%	-1,0497	0,2938	1,4797	-0,5721	-0,0007	0,0292	46,86%	53,14%
-15/15	-1,6589%	-1,6446	0,1001	1,4797	-0,5721	-0,0008	0,0280	46,65%	53,35%
-20/20	-2,0329%	-2,1033 **	0,0354	1,4797	-0,5721	-0,0008	0,0287	46,57%	53,43%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 493		Land: SK							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9280%	4,5341 ***	0,0000	1,1249	-0,3641	0,0007	0,0715	54,36%	45,64%
-1/0	1,3912%	4,8251 ***	0,0000	1,1249	-0,3641	0,0002	0,0605	51,62%	48,38%
0/1	1,5548%	4,9551 ***	0,0000	1,1249	-0,3641	0,0004	0,0605	52,23%	47,77%
-1/1	2,0181%	5,2151 ***	0,0000	1,1249	-0,3641	0,0002	0,0563	51,12%	48,88%
-2/2	2,5368%	5,0342 ***	0,0000	1,1249	-0,3641	-0,0001	0,0537	49,61%	50,39%
-5/5	6,0877%	8,0911 ***	0,0000	1,1856	-0,3641	0,0000	0,0562	50,16%	49,84%
-10/10	4,6096%	6,0362 ***	0,0000	1,1856	-0,5129	-0,0005	0,0542	47,56%	52,44%
-15/15	2,5916%	4,7611 ***	0,0000	1,1856	-0,5206	-0,0006	0,0512	47,19%	52,81%
-20/20	1,5462%	4,1864 ***	0,0000	1,1856	-0,5206	-0,0007	0,0495	46,69%	53,31%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 487		Land: SZ							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3896%	3,4606 ***	0,0005	0,1464	-0,1584	0,0008	0,0308	52,98%	47,02%
-1/0	0,3196%	2,6085 ***	0,0091	0,1611	-0,1584	0,0001	0,0274	50,51%	49,49%
0/1	0,6357%	4,4563 ***	0,0000	0,1464	-0,1584	0,0007	0,0274	52,26%	47,74%
-1/1	0,5656%	3,6254 ***	0,0003	0,1611	-0,1584	0,0002	0,0262	50,86%	49,14%
-2/2	0,4346%	2,8956 ***	0,0038	0,1869	-0,1584	-0,0001	0,0253	49,40%	50,60%
-5/5	-0,4353%	-0,6297	0,5289	0,4259	-0,2498	-0,0006	0,0249	47,02%	52,98%
-10/10	-1,4732%	-2,2542 **	0,0242	0,4259	-0,2951	-0,0007	0,0244	46,38%	53,62%
-15/15	-1,9300%	-2,8435 ***	0,0045	0,5720	-0,2951	-0,0007	0,0249	46,51%	53,49%
-20/20	-2,8256%	-3,4278 ***	0,0006	0,5720	-0,2951	-0,0007	0,0244	46,38%	53,62%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 251		Land: SI							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2999%	-0,6197	0,5354	0,6996	-0,3394	-0,0017	0,0644	39,04%	60,96%
-1/0	0,0228%	-0,0184	0,9853	0,6996	-0,3394	-0,0008	0,0549	43,23%	56,77%
0/1	-0,0554%	0,3095	0,7570	1,1482	-0,3394	-0,0008	0,0795	43,82%	56,18%
-1/1	0,2673%	0,6495	0,5160	1,1482	-0,3394	-0,0007	0,0695	45,02%	54,98%
-2/2	-0,1576%	0,1858	0,8526	1,1482	-0,5030	-0,0010	0,0646	43,11%	56,89%
-5/5	-0,7354%	0,0360	0,9713	1,1482	-0,5436	-0,0010	0,0572	42,99%	57,01%
-10/10	-1,9468%	-0,9897	0,3223	1,1482	-0,5436	-0,0011	0,0541	42,02%	57,98%
-15/15	-3,4582%	-1,0535	0,2921	1,1482	-0,5436	-0,0011	0,0538	41,58%	58,42%
-20/20	-3,4780%	-0,3248	0,7453	1,1482	-0,5436	-0,0011	0,0527	41,74%	58,26%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 245		Land: IR							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,3485%	-1,4804	0,1388	0,1184	-0,1669	-0,0010	0,0304	45,71%	54,29%
-1/0	-0,4519%	-1,4288	0,1531	0,1946	-0,1669	-0,0006	0,0285	47,76%	52,24%
0/1	0,1322%	1,0691	0,2850	0,2460	-0,1669	0,0001	0,0286	50,41%	49,59%
-1/1	0,0287%	0,8688	0,3850	0,2460	-0,1669	0,0001	0,0280	50,20%	49,80%
-2/2	0,1364%	0,7513	0,4525	0,2460	-0,1669	-0,0002	0,0264	49,06%	50,94%
-5/5	-0,4503%	0,0395	0,9685	0,2460	-0,2117	-0,0005	0,0244	47,24%	52,76%
-10/10	-0,7342%	-0,3447	0,7303	0,2460	-0,2117	-0,0007	0,0237	45,79%	54,21%
-15/15	-1,5783%	-1,3106	0,1900	0,2621	-0,2117	-0,0008	0,0231	45,57%	54,43%
-20/20	-2,3961%	-1,7748 *	0,0759	0,2621	-0,2117	-0,0008	0,0227	45,51%	54,49%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 214		Land: IN							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1345%	0,4674	0,6402	0,1963	-0,1141	-0,0026	0,0386	43,46%	56,54%
-1/0	-0,2523%	-0,0206	0,9836	0,1963	-0,1323	-0,0015	0,0353	42,52%	57,48%
0/1	-0,3487%	0,0484	0,9614	0,1963	-0,1141	-0,0022	0,0350	40,89%	59,11%
-1/1	-0,4665%	-0,2632	0,7924	0,1963	-0,1323	-0,0016	0,0339	41,12%	58,88%
-2/2	-0,9190%	-0,9954	0,3196	0,1963	-0,2041	-0,0016	0,0305	39,35%	60,65%
-5/5	-1,0477%	0,5808	0,5614	0,1967	-0,2041	-0,0015	0,0280	37,81%	62,19%
-10/10	-0,6122%	2,5077 **	0,0122	0,3326	-0,2041	-0,0013	0,0303	39,79%	60,21%
-15/15	-2,3026%	0,9753	0,3294	0,3326	-0,2443	-0,0014	0,0302	39,18%	60,82%
-20/20	-2,8003%	1,0206	0,3074	0,7166	-0,2443	-0,0014	0,0306	38,76%	61,24%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 209		Land: SA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3755%	0,9792	0,3275	0,5483	-0,1996	-0,0003	0,0643	48,80%	51,20%
-1/0	0,1221%	1,0374	0,2996	0,5483	-0,4977	-0,0008	0,0615	47,13%	52,87%
0/1	0,7204%	1,1425	0,2532	1,0061	-0,3440	-0,0005	0,0772	47,61%	52,39%
-1/1	0,4671%	1,2380	0,2157	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0716	46,89%	53,11%
-2/2	0,5770%	1,2626	0,2067	1,0061	-0,5163	-0,0006	0,0773	47,18%	52,82%
-5/5	0,6929%	1,5307	0,1259	1,0061	-0,5409	-0,0007	0,0629	46,45%	53,55%
-10/10	-1,6709%	0,2205	0,8255	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0573	45,04%	54,96%
-15/15	-2,3979%	1,1091	0,2674	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0526	45,11%	54,89%
-20/20	-3,3334%	0,6710	0,5022	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0535	44,92%	55,08%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 201		Land: SP							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2749%	1,6562 *	0,0977	0,1322	-0,1145	0,0000	0,0287	49,75%	50,25%
-1/0	0,1883%	0,8290	0,4071	0,1322	-0,1145	-0,0003	0,0257	48,51%	51,49%
0/1	0,7571%	2,9027 ***	0,0037	0,1829	-0,1145	0,0001	0,0292	50,50%	49,50%
-1/1	0,6704%	2,2388 **	0,0252	0,1829	-0,1145	-0,0001	0,0272	49,42%	50,58%
-2/2	0,1469%	0,2895	0,7722	0,1924	-0,1343	-0,0004	0,0259	46,67%	53,33%
-5/5	-0,8048%	-1,9153 *	0,0555	0,2542	-0,1343	-0,0010	0,0241	43,65%	56,35%
-10/10	-0,3721%	-0,0456	0,9637	1,1488	-0,3513	-0,0008	0,0292	45,04%	54,96%
-15/15	-1,6410%	-0,9406	0,3469	1,1488	-0,3513	-0,0008	0,0274	45,29%	54,71%
-20/20	-1,3461%	-0,1125	0,9104	1,1488	-0,3513	-0,0007	0,0257	45,76%	54,24%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 179		Land: IT							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0494%	-0,5398	0,5893	0,3057	-0,1104	-0,0001	0,0336	49,16%	50,84%
-1/0	0,0306%	-0,7875	0,4310	0,3057	-0,1104	-0,0003	0,0280	47,49%	52,51%
0/1	0,4241%	1,0132	0,3110	0,3057	-0,1104	0,0005	0,0308	52,79%	47,21%
-1/1	0,4053%	0,7056	0,4804	0,3057	-0,1104	0,0000	0,0279	50,47%	49,53%
-2/2	0,0595%	-0,0521	0,9585	0,3057	-0,1104	-0,0003	0,0257	48,49%	51,51%
-5/5	0,2091%	0,2514	0,8015	0,3057	-0,1684	-0,0002	0,0236	49,21%	50,79%
-10/10	-1,8822%	-2,1366 **	0,0326	0,3057	-0,1684	-0,0007	0,0217	46,79%	53,21%
-15/15	-2,5562%	-2,2931 **	0,0218	0,3057	-0,1684	-0,0008	0,0212	46,60%	53,40%
-20/20	-2,6948%	-2,2145 **	0,0268	0,3057	-0,1684	-0,0009	0,0213	46,26%	53,74%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 174		Land: NO							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2122%	2,7439 ***	0,0061	0,7966	-0,2111	0,0025	0,0765	52,87%	47,13%
-1/0	1,0210%	2,1960 **	0,0281	0,7966	-0,2111	-0,0004	0,0582	48,28%	51,72%
0/1	1,4122%	3,1789 ***	0,0015	0,7966	-0,2507	0,0009	0,0618	52,01%	47,99%
-1/1	1,2210%	2,6954 ***	0,0070	0,7966	-0,2507	-0,0002	0,0532	49,23%	50,77%
-2/2	0,7514%	2,1096 **	0,0349	0,7966	-0,2507	-0,0007	0,0453	46,90%	53,10%
-5/5	-0,0675%	0,9809	0,3266	0,7966	-0,2507	-0,0011	0,0411	45,35%	54,65%
-10/10	-2,1856%	-0,5186	0,6040	0,7966	-0,2507	-0,0015	0,0352	43,38%	56,62%
-15/15	-3,9600%	-0,9307	0,3520	0,7966	-0,4164	-0,0014	0,0335	43,47%	56,53%
-20/20	-6,7941%	-2,1038 **	0,0354	0,7966	-0,4164	-0,0014	0,0336	43,36%	56,64%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 142		Land: DE							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1202%	1,3389	0,1806	0,1159	-0,0711	0,0003	0,0274	50,70%	49,30%
-1/0	0,5062%	1,8030 *	0,0714	0,2818	-0,1463	0,0003	0,0352	52,11%	47,89%
0/1	0,5568%	1,9333 *	0,0532	0,1317	-0,0711	0,0003	0,0295	50,70%	49,30%
-1/1	0,9427%	2,2373 **	0,0253	0,2818	-0,1463	0,0003	0,0340	51,64%	48,36%
-2/2	0,7882%	1,5755	0,1151	0,2818	-0,1463	-0,0004	0,0309	48,03%	51,97%
-5/5	-0,3358%	0,1306	0,8961	0,2818	-0,1463	-0,0010	0,0282	44,94%	55,06%
-10/10	-1,2862%	0,0878	0,9300	0,2818	-0,2519	-0,0005	0,0278	47,02%	52,98%
-15/15	-2,8559%	-0,9425	0,3459	0,2818	-0,2519	-0,0006	0,0270	46,23%	53,77%
-20/20	-2,6946%	-0,0256	0,9796	0,3038	-0,2519	-0,0005	0,0267	46,75%	53,25%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 138		Land: TA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0784%	0,4144	0,6786	0,2759	-0,0698	-0,0013	0,0349	43,48%	56,52%
-1/0	0,8348%	3,0531 ***	0,0023	0,2759	-0,0698	0,0001	0,0305	50,72%	49,28%
0/1	0,1648%	1,1398	0,2544	0,2759	-0,1027	-0,0007	0,0308	46,74%	53,26%
-1/1	0,9212%	3,1538 ***	0,0016	0,2759	-0,1027	0,0001	0,0291	50,48%	49,52%
-2/2	0,9410%	2,8977 ***	0,0038	0,2759	-0,1027	-0,0006	0,0271	46,09%	53,91%
-5/5	0,3553%	2,6458 ***	0,0082	0,2759	-0,5066	-0,0005	0,0321	46,51%	53,49%
-10/10	-0,8580%	0,3734	0,7089	1,4316	-0,5066	-0,0006	0,0403	45,38%	54,62%
-15/15	-3,4216%	-1,2300	0,2187	1,4316	-0,5066	-0,0008	0,0368	44,39%	55,61%
-20/20	-5,1897%	-1,9530 *	0,0508	1,4316	-0,5066	-0,0008	0,0349	43,51%	56,49%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 120		Land: RU							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1304%	0,4685	0,6394	0,5192	-0,1206	0,0010	0,0605	60,00%	40,00%
-1/0	0,4180%	1,2525	0,2104	0,5192	-0,2216	0,0004	0,0504	53,33%	46,67%
0/1	0,3051%	0,3032	0,7617	0,5192	-0,1206	-0,0003	0,0465	47,08%	52,92%
-1/1	0,5927%	1,0284	0,3037	0,5192	-0,2216	-0,0002	0,0438	46,94%	53,06%
-2/2	0,3566%	0,7181	0,4727	0,5192	-0,2292	-0,0004	0,0370	40,50%	59,50%
-5/5	-1,8563%	-2,1285 **	0,0333	0,5192	-0,2292	-0,0008	0,0300	32,80%	67,20%
-10/10	-5,1580%	-3,4620 ***	0,0005	0,5192	-0,3457	-0,0008	0,0306	34,25%	65,75%
-15/15	-5,5595%	-2,4424 **	0,0146	0,5192	-0,3457	-0,0007	0,0306	36,51%	63,49%
-20/20	-4,4945%	-1,4565	0,1452	1,0208	-0,3486	-0,0007	0,0351	35,33%	64,67%

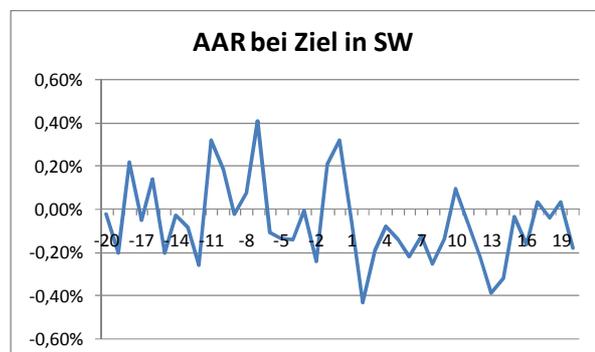
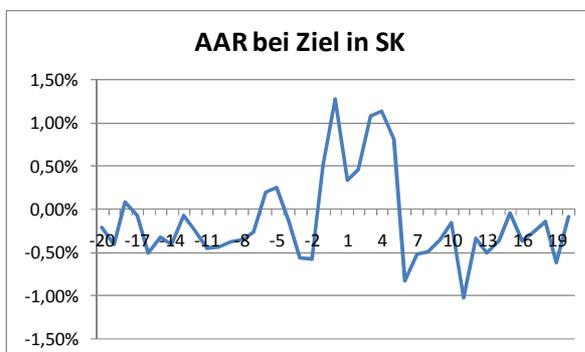
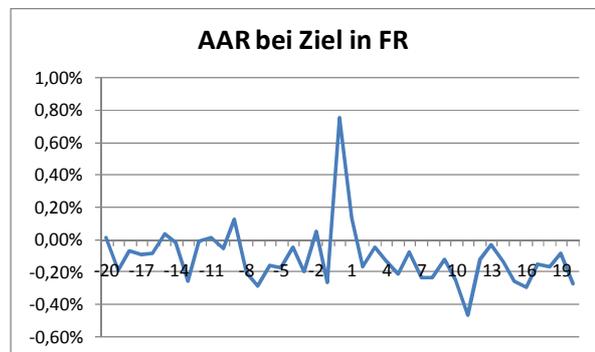
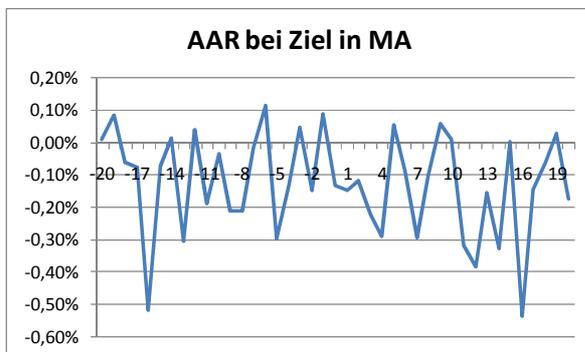
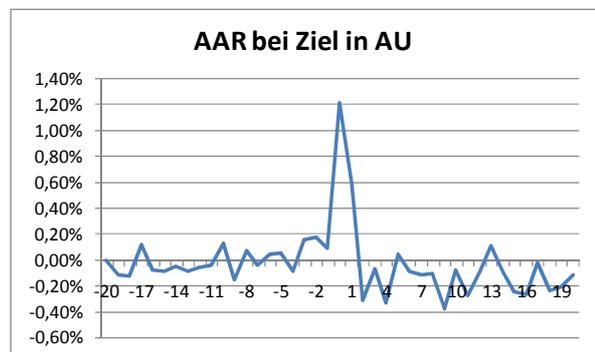
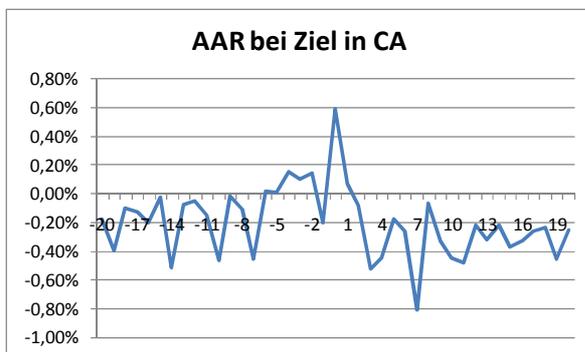
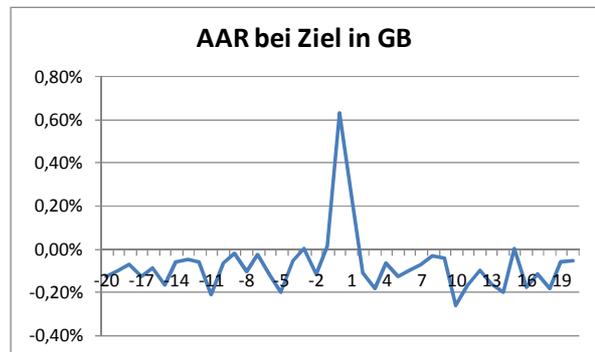
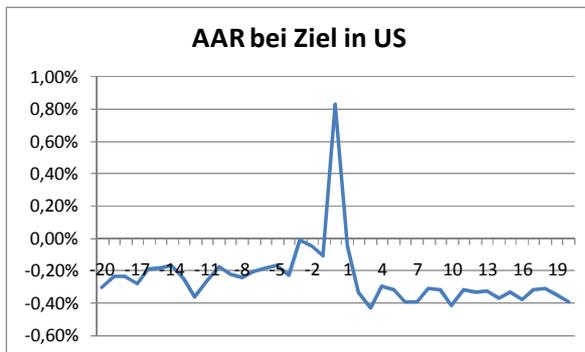
* = Signifikanzniveau von 90 %

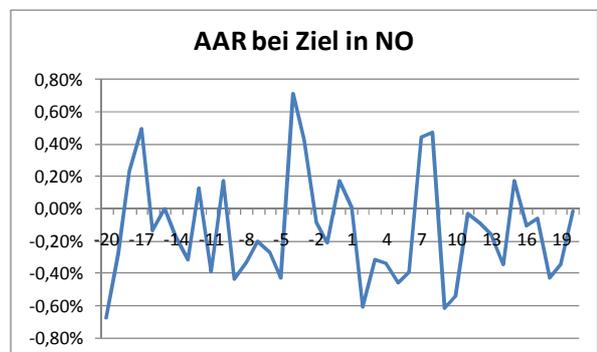
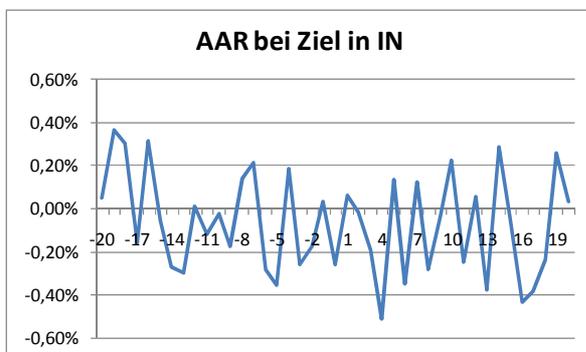
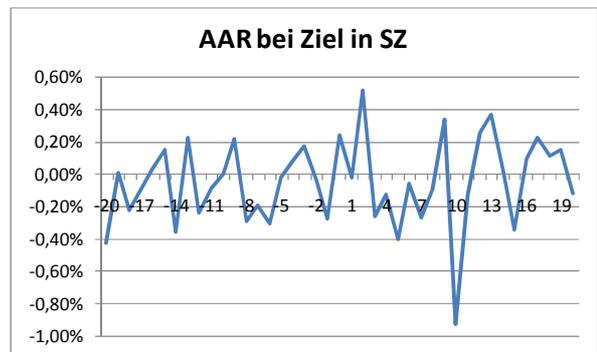
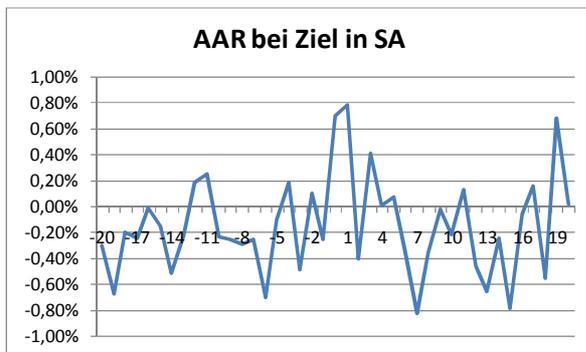
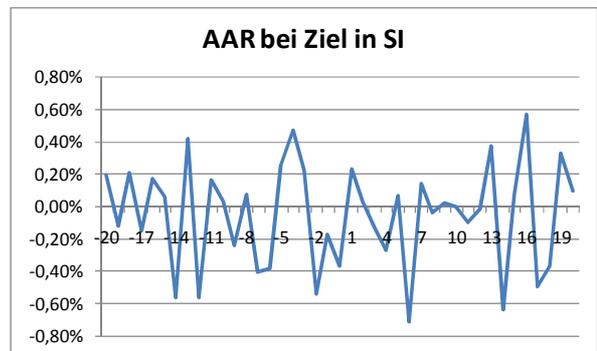
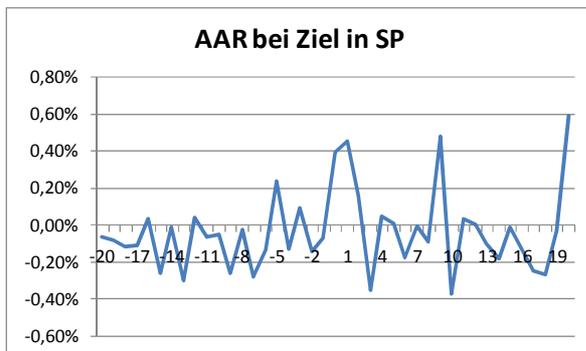
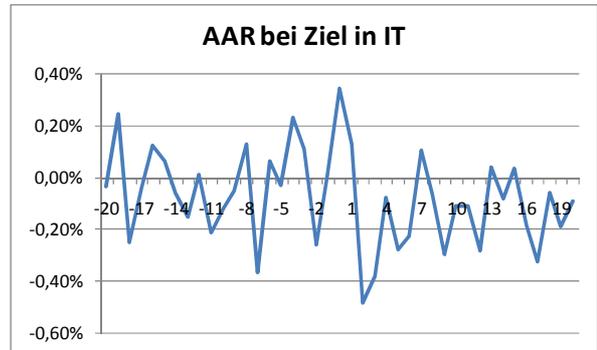
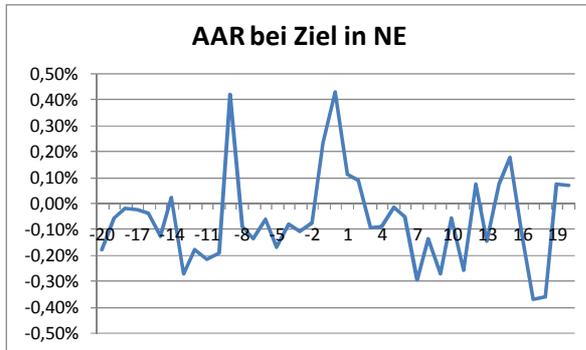
** = Signifikanzniveau von 95 %

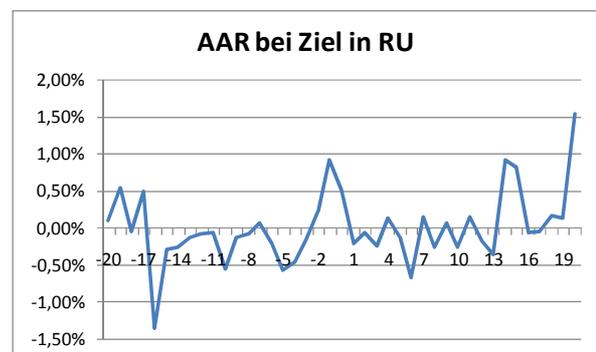
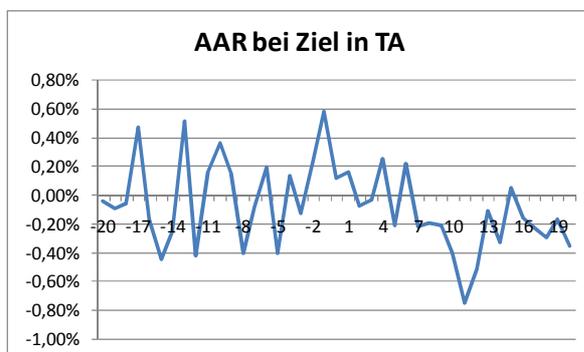
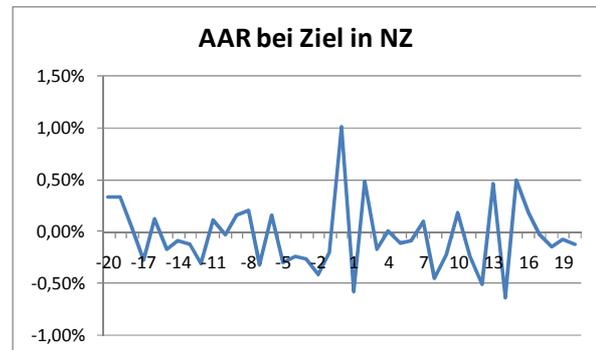
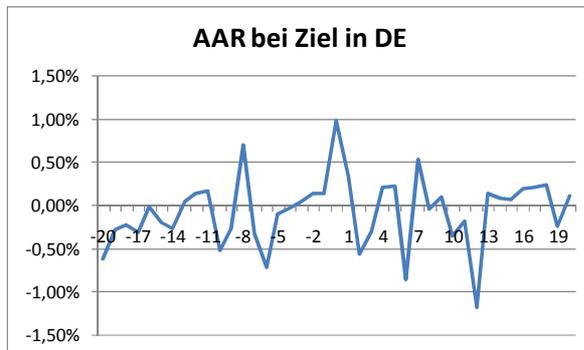
*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Land (Ziel)







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der einzelnen Länder (Ziel)

Stichprobengröße: 16.918		Land: US							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8266%	7,2164 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0006	0,1763	48,30%	51,70%
-1/0	0,7210%	6,7042 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,1377	46,74%	53,26%
0/1	0,7784%	8,4405 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0007	0,1424	47,81%	52,19%
-1/1	0,6728%	8,1193 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0010	0,1256	46,93%	53,07%
-2/2	0,2986%	6,6353 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1082	46,08%	53,92%
-5/5	-1,1353%	3,6295 ***	0,0003	4,4685	-0,8734	-0,0012	0,0887	45,53%	54,47%
-10/10	-3,9477%	0,7613	0,4464	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,0779	45,15%	54,85%
-15/15	-6,8102%	-1,6041	0,1087	4,4685	-0,9634	-0,0013	0,0735	45,02%	54,98%
-20/20	-9,7630%	-4,0722 ***	0,0000	4,4685	-0,9780	-0,0013	0,0706	44,93%	55,07%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.818		Land: GB							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6307%	7,5179 ***	0,0000	1,0971	-0,3459	0,0009	0,0643	53,30%	46,70%
-1/0	0,6440%	7,1973 ***	0,0000	1,0971	-0,3459	-0,0001	0,0504	49,25%	50,75%
0/1	0,8719%	9,1034 ***	0,0000	1,1292	-0,3459	0,0002	0,0551	51,38%	48,62%
-1/1	0,8852%	8,8960 ***	0,0000	1,1292	-0,3459	-0,0001	0,0483	49,33%	50,67%
-2/2	0,6623%	7,9252 ***	0,0000	1,1292	-0,5094	-0,0003	0,0440	47,91%	52,09%
-5/5	0,0518%	5,1844 ***	0,0000	1,3593	-0,6116	-0,0005	0,0380	46,20%	53,80%
-10/10	-0,7661%	3,3891 ***	0,0007	1,3593	-0,6832	-0,0006	0,0350	45,22%	54,78%
-15/15	-1,9028%	1,0517	0,2929	1,4838	-0,6971	-0,0007	0,0347	44,70%	55,30%
-20/20	-2,9753%	-0,2655	0,7906	1,4838	-0,6971	-0,0007	0,0340	44,54%	55,46%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.050		Land: CA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5947%	2,9746 ***	0,0029	1,4797	-0,5004	-0,0009	0,1022	47,02%	52,98%
-1/0	0,3994%	2,4652 **	0,0137	2,2429	-0,5206	-0,0015	0,0920	45,10%	54,90%
0/1	0,6690%	4,1967 ***	0,0000	2,9084	-0,6152	-0,0011	0,1093	46,49%	53,51%
-1/1	0,4737%	3,7907 ***	0,0002	2,9084	-0,6152	-0,0014	0,1006	45,38%	54,62%
-2/2	0,5397%	4,0291 ***	0,0001	2,9084	-0,6152	-0,0017	0,0954	44,09%	55,91%
-5/5	-0,3323%	4,3390 ***	0,0000	2,9084	-0,6734	-0,0018	0,0834	43,15%	56,85%
-10/10	-3,2487%	1,2884	0,1976	2,9084	-0,6734	-0,0019	0,0725	42,54%	57,46%
-15/15	-5,6382%	0,2393	0,8109	2,9084	-0,6734	-0,0020	0,0682	42,24%	57,76%
-20/20	-8,1513%	-0,7546	0,4505	2,9084	-0,6734	-0,0020	0,0656	41,98%	58,02%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.389		Land: AU							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2186%	6,7773 ***	0,0000	1,4314	-0,3399	0,0001	0,0874	50,32%	49,68%
-1/0	1,3141%	6,6799 ***	0,0000	1,4314	-0,3399	-0,0004	0,0679	47,41%	52,59%
0/1	1,8051%	8,2097 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0001	0,0848	49,42%	50,58%
-1/1	1,9006%	8,2281 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0004	0,0729	47,78%	52,22%
-2/2	1,7694%	6,9424 ***	0,0000	1,9998	-0,3457	-0,0007	0,0644	45,75%	54,25%
-5/5	1,5612%	5,8799 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0008	0,0535	45,04%	54,96%
-10/10	0,8799%	4,2752 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0009	0,0505	44,13%	55,87%
-15/15	-0,0134%	3,8433 ***	0,0001	1,9998	-0,5043	-0,0009	0,0473	44,18%	55,82%
-20/20	-1,0350%	2,9561 ***	0,0031	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0458	43,89%	56,11%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 780		Land: MA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1320%	0,1438	0,8857	0,3446	-0,2018	-0,0011	0,0336	42,44%	57,56%
-1/0	-0,0446%	0,5241	0,6002	0,5269	-0,2137	-0,0008	0,0364	43,08%	56,92%
0/1	-0,2795%	-0,2703	0,7869	0,8558	-0,2018	-0,0008	0,0444	42,88%	57,12%
-1/1	-0,1921%	0,0762	0,9393	0,8558	-0,2137	-0,0007	0,0426	43,16%	56,84%
-2/2	-0,4575%	-0,4499	0,6528	0,8558	-0,2765	-0,0007	0,0402	44,10%	55,90%
-5/5	-1,2996%	-1,1546	0,2482	0,8785	-0,3222	-0,0007	0,0383	44,08%	55,92%
-10/10	-2,0857%	-0,6734	0,5007	0,8785	-0,3649	-0,0007	0,0373	44,07%	55,93%
-15/15	-3,7863%	-2,0390 **	0,0415	1,0627	-0,5291	-0,0007	0,0371	43,74%	56,26%
-20/20	-5,2403%	-2,6566 ***	0,0079	1,0627	-0,5291	-0,0007	0,0364	43,66%	56,34%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 608		Land: FR							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7542%	5,1873 ***	0,0000	0,4568	-0,1715	0,0006	0,0407	52,63%	47,37%
-1/0	0,4943%	3,1579 ***	0,0016	0,4568	-0,2208	-0,0005	0,0361	47,94%	52,06%
0/1	0,8862%	5,1952 ***	0,0000	0,4568	-0,1893	0,0003	0,0364	51,40%	48,60%
-1/1	0,6264%	3,8132 ***	0,0001	0,4568	-0,2208	-0,0004	0,0345	48,68%	51,32%
-2/2	0,5155%	3,4538 ***	0,0006	0,4568	-0,2208	-0,0005	0,0315	47,93%	52,07%
-5/5	-0,2665%	0,9116	0,3620	0,4568	-0,3250	-0,0006	0,0292	47,35%	52,65%
-10/10	-1,7351%	-1,9831 **	0,0474	0,4857	-0,3463	-0,0009	0,0290	45,65%	54,35%
-15/15	-2,9400%	-2,8401 ***	0,0045	0,5016	-0,3486	-0,0010	0,0289	45,23%	54,77%
-20/20	-4,2995%	-3,6875 ***	0,0002	0,7128	-0,3487	-0,0010	0,0293	45,18%	54,82%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 491		Land: SK							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2725%	4,3536 ***	0,0000	3,0014	-0,4474	0,0008	0,1557	54,58%	45,42%
-1/0	1,7765%	4,5373 ***	0,0000	3,0014	-0,4474	0,0004	0,1161	51,93%	48,07%
0/1	1,6039%	5,1995 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	0,0004	0,1172	52,55%	47,45%
-1/1	2,1078%	5,2457 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	0,0002	0,1003	51,46%	48,54%
-2/2	2,0032%	5,0656 ***	0,0000	3,0014	-0,5532	-0,0001	0,0863	49,29%	50,71%
-5/5	4,5622%	8,3041 ***	0,0000	3,0014	-0,5532	0,0000	0,0790	49,84%	50,16%
-10/10	1,0340%	6,0285 ***	0,0000	3,0014	-0,5532	-0,0006	0,0688	47,00%	53,00%
-15/15	-2,6840%	4,7804 ***	0,0000	3,0014	-0,7874	-0,0007	0,0642	46,70%	53,30%
-20/20	-5,2291%	4,4391 ***	0,0000	3,0014	-0,7874	-0,0008	0,0614	46,32%	53,68%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 424		Land: SW							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3206%	1,6305	0,1030	0,7867	-0,2284	-0,0004	0,0668	49,53%	50,47%
-1/0	0,5266%	1,8156 *	0,0694	0,7867	-0,2284	-0,0005	0,0531	49,17%	50,83%
0/1	0,2598%	1,6698 *	0,0950	0,7867	-0,2284	-0,0007	0,0532	47,88%	52,12%
-1/1	0,4658%	1,8634 *	0,0624	0,7867	-0,2284	-0,0006	0,0478	48,19%	51,81%
-2/2	-0,2108%	0,7409	0,4588	0,7867	-0,2379	-0,0009	0,0422	45,99%	54,01%
-5/5	-0,9109%	-0,0974	0,9224	0,7867	-0,3429	-0,0011	0,0364	45,28%	54,72%
-10/10	-1,0070%	0,7780	0,4366	1,6941	-0,3661	-0,0010	0,0387	45,44%	54,56%
-15/15	-2,2896%	-0,4691	0,6390	1,6941	-0,3661	-0,0010	0,0370	45,41%	54,59%
-20/20	-2,5301%	-0,3194	0,7494	1,6941	-0,3661	-0,0009	0,0362	45,78%	54,22%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		352		Land:		NE			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4325%	2,9422 ***	0,0033	0,7723	-0,1333	0,0000	0,0522	50,28%	49,72%
-1/0	0,6657%	3,4072 ***	0,0007	0,7723	-0,1333	0,0001	0,0421	50,99%	49,01%
0/1	0,5463%	2,8927 ***	0,0038	0,7723	-0,1569	0,0001	0,0422	50,43%	49,57%
-1/1	0,7795%	3,4487 ***	0,0006	0,7723	-0,1569	0,0001	0,0382	50,85%	49,15%
-2/2	0,7975%	3,1634 ***	0,0016	0,7723	-0,1569	-0,0001	0,0339	49,72%	50,28%
-5/5	0,2425%	1,4196	0,1557	0,7723	-0,2317	-0,0004	0,0313	47,42%	52,58%
-10/10	-0,6241%	0,1993	0,8420	0,7723	-0,3513	-0,0006	0,0301	46,51%	53,49%
-15/15	-1,4711%	-0,3136	0,7539	0,7723	-0,3513	-0,0007	0,0300	46,31%	53,69%
-20/20	-2,5035%	-1,5244	0,1274	0,7723	-0,3513	-0,0007	0,0295	46,10%	53,90%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		253		Land:		IT			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3464%	1,5886	0,1121	0,3735	-0,2149	0,0002	0,0427	50,20%	49,80%
-1/0	0,3568%	1,0403	0,2982	0,3735	-0,2295	-0,0002	0,0363	48,42%	51,58%
0/1	0,4751%	1,8009 *	0,0717	0,3735	-0,2149	0,0004	0,0377	51,58%	48,42%
-1/1	0,4854%	1,3714	0,1703	0,3735	-0,2295	0,0000	0,0349	49,93%	50,07%
-2/2	-0,2555%	-0,3969	0,6915	0,3735	-0,2356	-0,0006	0,0312	47,11%	52,89%
-5/5	-0,6750%	-0,8592	0,3902	0,3735	-0,3418	-0,0007	0,0286	47,11%	52,89%
-10/10	-1,5913%	-1,3916	0,1640	0,4987	-0,3753	-0,0008	0,0273	46,73%	53,27%
-15/15	-2,3246%	-1,5311	0,1257	0,4987	-0,3753	-0,0007	0,0256	47,19%	52,81%
-20/20	-3,1046%	-2,2159 **	0,0267	0,4987	-0,3753	-0,0008	0,0253	46,57%	53,43%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		236		Land:		SP			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3955%	2,6061 ***	0,0092	0,1322	-0,1437	0,0012	0,0273	52,97%	47,03%
-1/0	0,3244%	2,1336 **	0,0329	0,1322	-0,1437	0,0001	0,0249	50,21%	49,79%
0/1	0,8518%	3,4737 ***	0,0005	0,1355	-0,1437	0,0011	0,0276	52,75%	47,25%
-1/1	0,7807%	3,3238 ***	0,0009	0,1355	-0,1437	0,0003	0,0260	50,99%	49,01%
-2/2	0,8039%	2,5708 **	0,0101	0,2160	-0,1604	0,0000	0,0255	49,66%	50,34%
-5/5	0,7271%	1,0461	0,2955	0,2851	-0,1604	-0,0007	0,0249	46,49%	53,51%
-10/10	-0,1637%	0,4639	0,6427	1,1488	-0,3517	-0,0007	0,0294	46,31%	53,69%
-15/15	-0,9857%	-0,0033	0,9973	1,1488	-0,3517	-0,0008	0,0275	45,95%	54,05%
-20/20	-1,3972%	-0,0601	0,9521	1,1488	-0,3517	-0,0009	0,0266	45,60%	54,40%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		220		Land:		SI			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,3692%	-2,0600 **	0,0394	0,1983	-0,1190	-0,0016	0,0313	40,00%	60,00%
-1/0	-0,5397%	-1,6502 *	0,0989	0,2543	-0,3256	-0,0013	0,0372	40,68%	59,32%
0/1	-0,1427%	-0,4620	0,6441	1,1482	-0,2736	-0,0010	0,0688	42,73%	57,27%
-1/1	-0,3131%	-0,7349	0,4624	1,1482	-0,3256	-0,0010	0,0612	42,27%	57,73%
-2/2	-0,8229%	-1,1582	0,2468	1,1482	-0,3256	-0,0011	0,0530	42,00%	58,00%
-5/5	-0,2217%	-0,0077	0,9939	1,1482	-0,3256	-0,0008	0,0464	43,93%	56,07%
-10/10	-1,7376%	-1,0852	0,2778	1,1482	-0,3256	-0,0009	0,0441	43,40%	56,60%
-15/15	-2,5328%	-0,8941	0,3713	1,1482	-0,3342	-0,0009	0,0428	43,55%	56,45%
-20/20	-2,1143%	0,2118	0,8322	1,1482	-0,3342	-0,0008	0,0418	44,08%	55,92%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 212		Land: SA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7014%	2,6243 ***	0,0087	0,4834	-0,1996	0,0010	0,0549	54,25%	45,75%
-1/0	0,4509%	2,1328 **	0,0329	0,4897	-0,4977	-0,0007	0,0556	47,64%	52,36%
0/1	1,4853%	2,8149 ***	0,0049	1,0061	-0,3440	0,0002	0,0778	50,71%	49,29%
-1/1	1,2348%	2,6578 ***	0,0079	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0715	47,48%	52,52%
-2/2	0,9412%	2,0361 **	0,0417	1,0061	-0,5163	-0,0007	0,0767	46,51%	53,49%
-5/5	1,0519%	2,8206 ***	0,0048	1,0061	-0,5409	-0,0006	0,0647	46,61%	53,39%
-10/10	-2,3941%	0,2135	0,8309	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0582	44,29%	55,71%
-15/15	-4,8143%	0,4333	0,6648	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0536	44,28%	55,72%
-20/20	-5,9558%	0,3145	0,7532	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0547	44,44%	55,56%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 207		Land: SZ							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2438%	2,2343 **	0,0255	0,1620	-0,1680	0,0001	0,0322	50,24%	49,76%
-1/0	-0,0321%	1,6650 *	0,0959	0,1620	-0,1680	-0,0001	0,0289	49,52%	50,48%
0/1	0,2214%	1,9892 **	0,0467	0,1620	-0,1965	0,0002	0,0329	50,48%	49,52%
-1/1	-0,0544%	1,5676	0,1170	0,1620	-0,1965	0,0000	0,0306	49,92%	50,08%
-2/2	0,4310%	1,8983 *	0,0577	0,6317	-0,1965	-0,0003	0,0399	48,60%	51,40%
-5/5	-0,1215%	0,6486	0,5166	0,6317	-0,4234	-0,0005	0,0374	47,52%	52,48%
-10/10	-1,6896%	-0,1872	0,8515	0,6320	-0,6016	-0,0005	0,0368	47,23%	52,77%
-15/15	-1,8289%	-0,5426	0,5874	1,7302	-0,6016	-0,0006	0,0425	46,47%	53,53%
-20/20	-2,0570%	-0,8541	0,3931	1,7302	-0,6016	-0,0006	0,0405	46,31%	53,69%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 201		Land: IN							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2581%	-0,3668	0,7138	0,2364	-0,1357	-0,0012	0,0401	46,27%	53,73%
-1/0	-0,2253%	-0,5947	0,5520	0,2364	-0,1357	-0,0013	0,0371	44,78%	55,22%
0/1	-0,1944%	0,4389	0,6608	0,2364	-0,1357	-0,0010	0,0376	44,78%	55,22%
-1/1	-0,1615%	0,1407	0,8881	0,2364	-0,1357	-0,0013	0,0364	44,28%	55,72%
-2/2	-0,3491%	-0,5486	0,5833	0,2989	-0,2041	-0,0014	0,0348	41,59%	58,41%
-5/5	-1,3296%	-0,2787	0,7805	0,2989	-0,2041	-0,0014	0,0303	40,12%	59,88%
-10/10	-1,7636%	0,2569	0,7972	0,3326	-0,2951	-0,0012	0,0322	41,63%	58,37%
-15/15	-2,8017%	-0,2287	0,8191	0,3326	-0,2951	-0,0013	0,0316	41,41%	58,59%
-20/20	-2,6762%	0,4896	0,6244	0,7166	-0,2951	-0,0013	0,0326	41,43%	58,57%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 180		Land: NO							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1711%	1,3453	0,1785	0,2695	-0,2961	-0,0005	0,0544	47,22%	52,78%
-1/0	-0,0408%	0,7296	0,4656	0,2695	-0,2961	-0,0011	0,0447	43,89%	56,11%
0/1	0,1786%	1,5448	0,1224	0,2695	-0,2961	-0,0001	0,0445	49,72%	50,28%
-1/1	-0,0333%	1,0031	0,3158	0,2695	-0,2961	-0,0008	0,0408	46,67%	53,33%
-2/2	-0,7233%	0,4298	0,6673	0,5064	-0,4090	-0,0008	0,0432	45,89%	54,11%
-5/5	-1,1236%	0,1971	0,8437	0,5064	-0,4090	-0,0010	0,0444	45,61%	54,39%
-10/10	-2,8073%	-1,2651	0,2058	2,1990	-0,4090	-0,0012	0,0547	44,81%	55,19%
-15/15	-3,9962%	-0,4364	0,6626	2,1990	-0,5108	-0,0011	0,0509	45,41%	54,59%
-20/20	-5,2945%	0,0005	0,9996	2,1990	-0,5108	-0,0010	0,0481	45,62%	54,38%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 152		Land: DE							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9829%	1,1792	0,2383	0,9319	-0,2623	-0,0004	0,1102	48,68%	51,32%
-1/0	1,1203%	1,6473 *	0,0995	0,9319	-0,3731	-0,0005	0,0857	46,05%	53,95%
0/1	1,3179%	1,0212	0,3072	0,9319	-0,2623	-0,0007	0,0888	47,04%	52,96%
-1/1	1,4553%	1,5060	0,1321	0,9319	-0,3731	-0,0007	0,0781	45,83%	54,17%
-2/2	1,0418%	0,8738	0,3822	0,9319	-0,3731	-0,0007	0,0654	45,92%	54,08%
-5/5	1,1168%	1,5201	0,1285	0,9319	-0,4778	-0,0006	0,0587	46,71%	53,29%
-10/10	-0,6012%	-0,1365	0,8914	1,4209	-0,5777	-0,0006	0,0582	45,83%	54,17%
-15/15	-1,7338%	-0,1162	0,9075	1,4209	-0,5777	-0,0006	0,0556	45,59%	54,41%
-20/20	-2,6320%	0,0097	0,9923	1,4209	-0,5777	-0,0006	0,0512	45,46%	54,54%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 150		Land: NZ							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0085%	2,6302 ***	0,0085	0,5915	-0,1233	0,0004	0,0627	51,33%	48,67%
-1/0	0,8052%	2,2878 **	0,0221	0,5915	-0,1233	-0,0004	0,0477	47,67%	52,33%
0/1	0,4375%	1,3690	0,1710	0,5915	-0,2609	0,0002	0,0537	50,33%	49,67%
-1/1	0,2342%	1,3263	0,1847	0,5915	-0,2609	-0,0003	0,0459	48,22%	51,78%
-2/2	0,3104%	1,8762 *	0,0606	0,5915	-0,2609	-0,0004	0,0404	48,27%	51,73%
-5/5	-0,7627%	0,8984	0,3690	0,5915	-0,2861	-0,0006	0,0367	45,15%	54,85%
-10/10	-1,0483%	0,8669	0,3860	0,7490	-0,4082	-0,0007	0,0398	44,86%	55,14%
-15/15	-2,0292%	0,4033	0,6867	0,7490	-0,4082	-0,0009	0,0374	43,63%	56,37%
-20/20	-1,6622%	0,3227	0,7469	0,7490	-0,4082	-0,0008	0,0361	43,80%	56,20%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 140		Land: TA							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1193%	1,1758	0,2397	0,1538	-0,0698	-0,0011	0,0288	45,71%	54,29%
-1/0	0,7044%	2,7284 ***	0,0064	0,1538	-0,0698	0,0004	0,0272	53,21%	46,79%
0/1	0,2849%	1,8945 *	0,0582	0,1538	-0,0701	-0,0004	0,0257	47,86%	52,14%
-1/1	0,8700%	3,2294 ***	0,0012	0,1538	-0,0701	0,0003	0,0257	52,14%	47,86%
-2/2	1,0274%	3,1522 ***	0,0016	0,1538	-0,0701	-0,0002	0,0245	48,14%	51,86%
-5/5	0,6464%	3,0373 ***	0,0024	0,1538	-0,5066	-0,0005	0,0308	46,36%	53,64%
-10/10	0,0848%	1,2472	0,2123	1,4316	-0,5066	-0,0007	0,0392	45,14%	54,86%
-15/15	-2,0049%	-0,3490	0,7271	1,4316	-0,5066	-0,0008	0,0360	44,33%	55,67%
-20/20	-3,1038%	-1,2715	0,2035	1,4316	-0,5066	-0,0009	0,0341	43,54%	56,46%

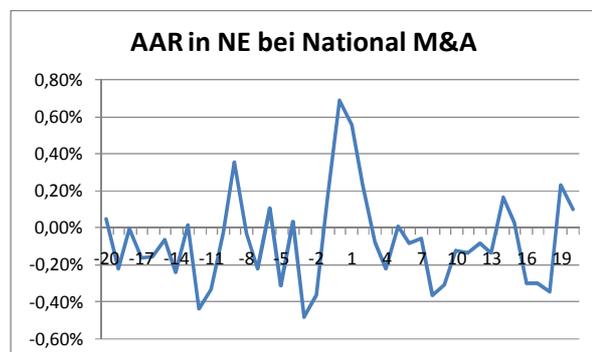
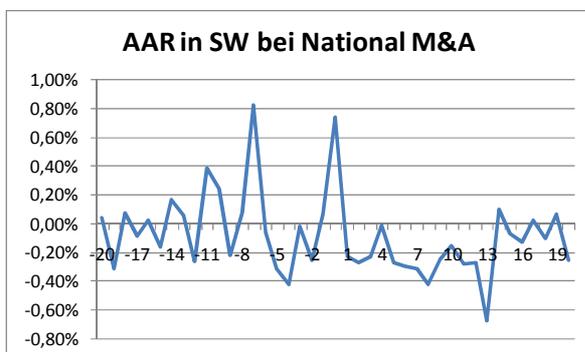
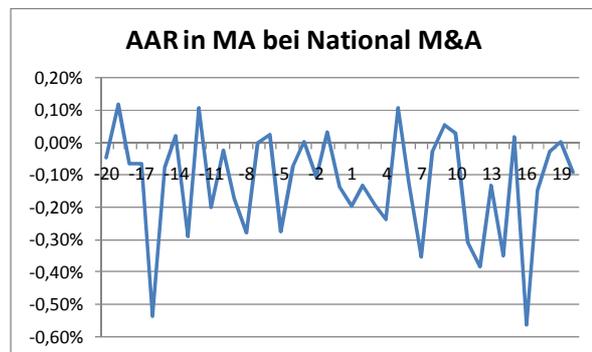
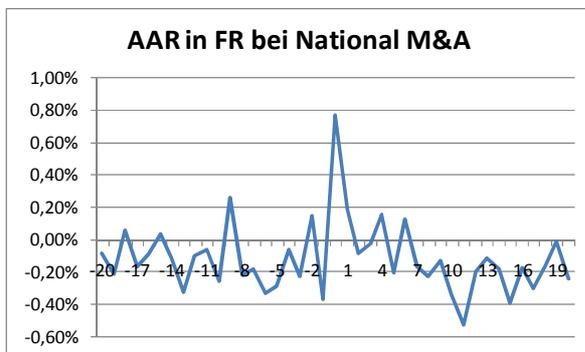
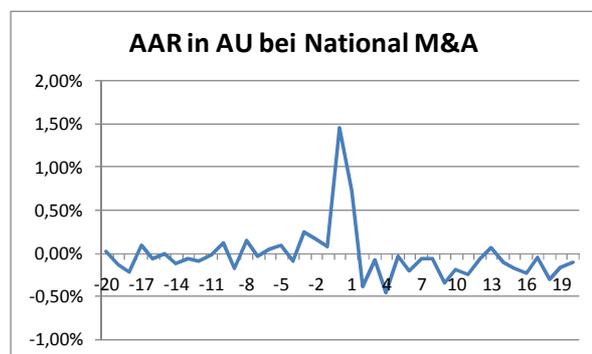
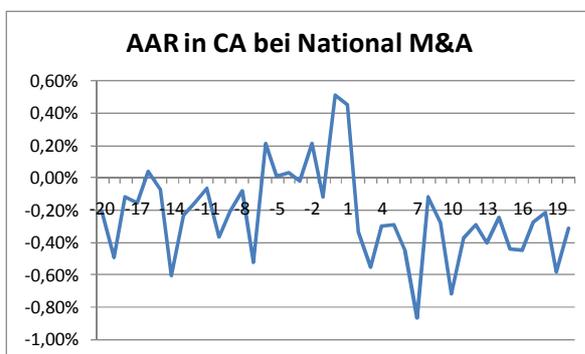
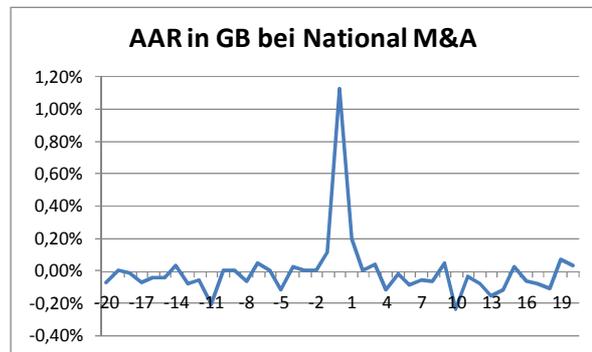
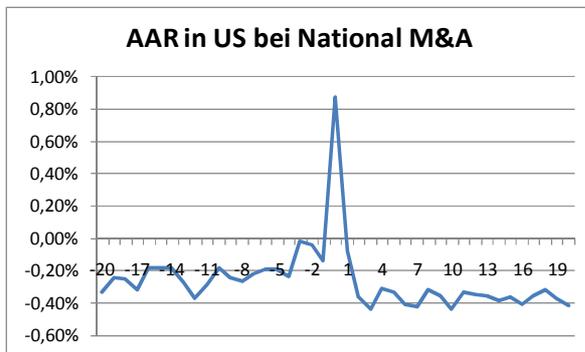
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

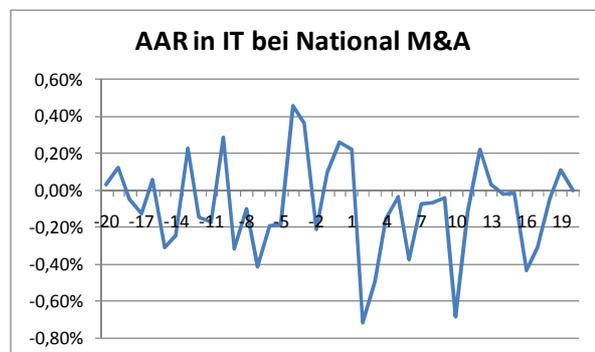
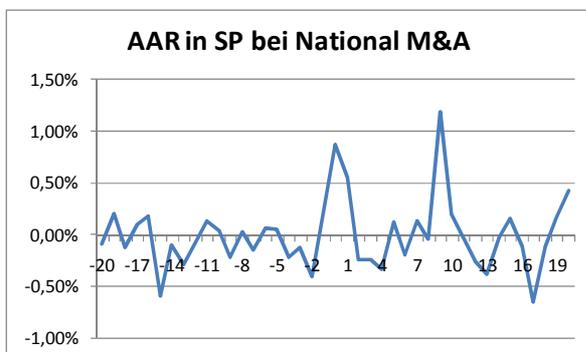
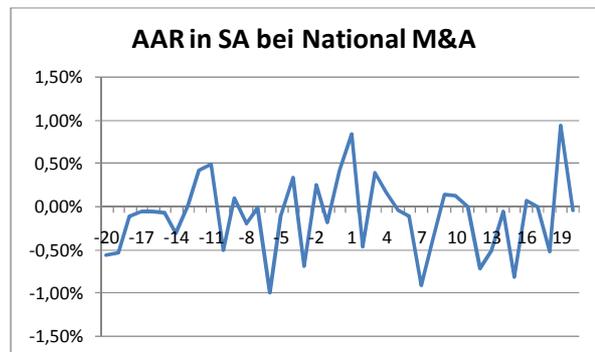
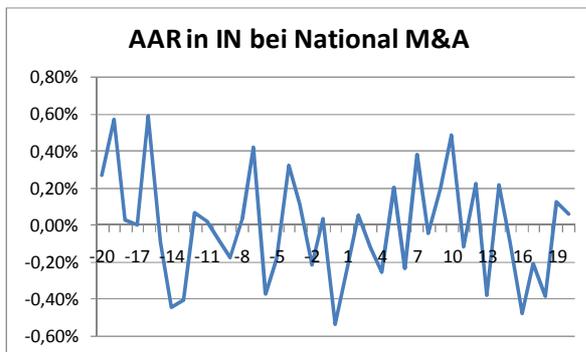
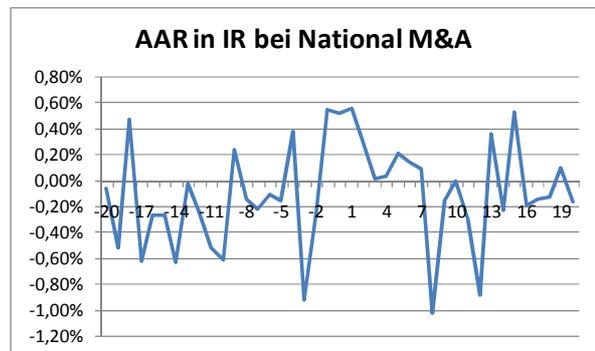
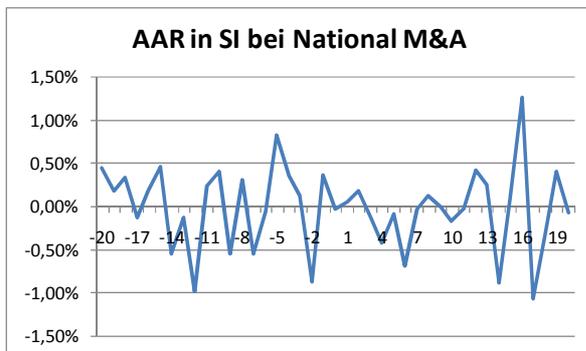
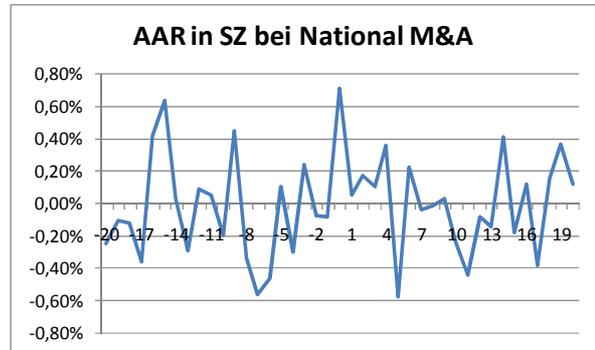
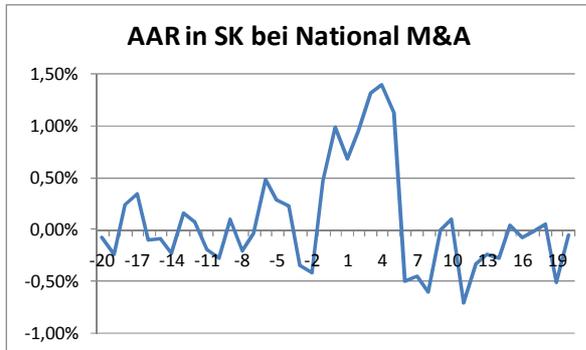
Stichprobengröße: 133		Land: RU							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5194%	1,0463	0,2954	0,5192	-0,0509	0,0025	0,0570	62,41%	37,59%
-1/0	1,4343%	2,4680 **	0,0136	0,7559	-0,2216	0,0010	0,0654	57,52%	42,48%
0/1	0,3112%	0,5550	0,5789	0,5192	-0,2498	-0,0003	0,0462	47,74%	52,26%
-1/1	1,2261%	1,8068 *	0,0708	0,7559	-0,2498	-0,0001	0,0566	49,37%	50,63%
-2/2	1,4100%	1,6697 *	0,0950	0,7559	-0,2498	-0,0003	0,0493	43,76%	56,24%
-5/5	0,0070%	-1,2098	0,2264	0,7559	-0,2498	-0,0004	0,0390	37,53%	62,47%
-10/10	-1,8007%	-2,7114 ***	0,0067	0,7559	-0,3457	-0,0005	0,0369	38,31%	61,69%
-15/15	-1,2290%	-1,3305	0,1833	0,7559	-0,3457	-0,0005	0,0345	40,12%	59,88%
-20/20	0,2924%	-0,3850	0,7002	1,0208	-0,3457	-0,0005	0,0385	38,90%	61,10%

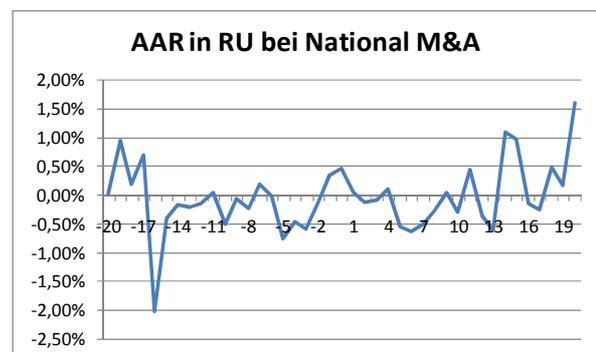
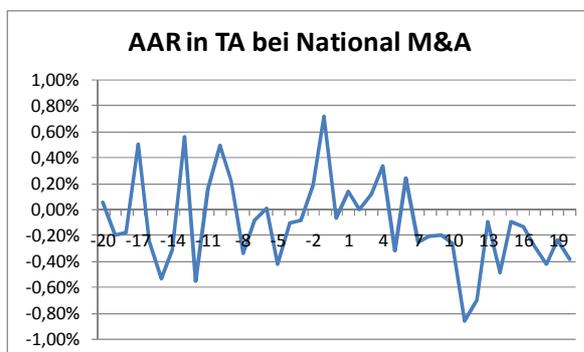
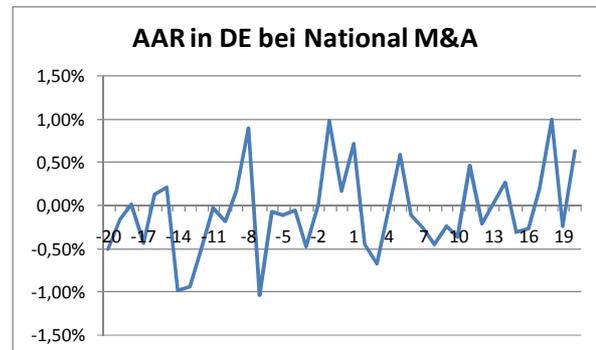
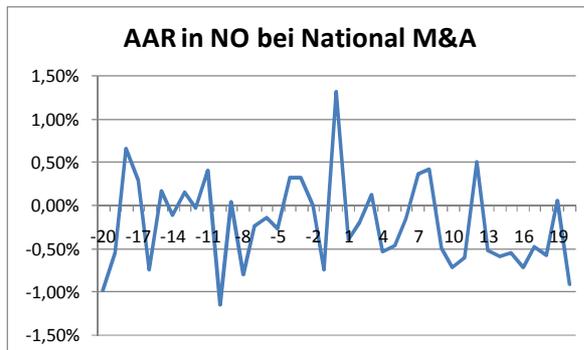
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR National M&A







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei National M&A

Stichprobengröße: 14.847		Land: US	Ziel: US						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8710%	6,2635 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0008	0,1859	48,00%	52,00%
-1/0	0,7367%	5,7676 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1449	46,52%	53,48%
0/1	0,7910%	7,0256 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0009	0,1500	47,54%	52,46%
-1/1	0,6566%	6,7216 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0011	0,1321	46,71%	53,29%
-2/2	0,2588%	5,5599 ***	0,0000	4,4685	-0,8734	-0,0012	0,1136	45,92%	54,08%
-5/5	-1,2497%	3,4478 ***	0,0006	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,0931	45,49%	54,51%
-10/10	-4,2658%	1,2475	0,2122	4,4685	-0,8734	-0,0013	0,0817	45,14%	54,86%
-15/15	-7,3207%	-0,5750	0,5653	4,4685	-0,9634	-0,0014	0,0770	45,02%	54,98%
-20/20	-10,4768%	-2,7918 ***	0,0052	4,4685	-0,9780	-0,0014	0,0738	44,93%	55,07%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.503		Land: GB	Ziel: GB						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1257%	7,6761 ***	0,0000	1,0971	-0,3021	0,0012	0,0714	55,89%	44,11%
-1/0	1,2388%	7,2002 ***	0,0000	1,0971	-0,3021	0,0000	0,0551	50,43%	49,57%
0/1	1,3206%	8,3023 ***	0,0000	1,0971	-0,3363	0,0001	0,0567	51,03%	48,97%
-1/1	1,4337%	8,0063 ***	0,0000	1,0971	-0,3363	-0,0001	0,0495	49,01%	50,99%
-2/2	1,4369%	7,6900 ***	0,0000	1,0971	-0,5094	-0,0002	0,0429	47,58%	52,42%
-5/5	1,2496%	5,7421 ***	0,0000	1,0971	-0,5094	-0,0004	0,0351	45,54%	54,46%
-10/10	0,8350%	4,2085 ***	0,0000	1,0971	-0,5102	-0,0005	0,0319	44,21%	55,79%
-15/15	0,1137%	2,4214 **	0,0155	1,0971	-0,5102	-0,0006	0,0308	43,54%	56,46%
-20/20	-0,2444%	1,7087 *	0,0875	1,0971	-0,5102	-0,0006	0,0299	43,39%	56,61%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.255		Land: CA	Ziel: CA						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5134%	1,6561 *	0,0977	1,3271	-0,5004	-0,0018	0,1078	44,06%	55,94%
-1/0	0,3956%	1,8420 *	0,0655	2,2429	-0,5206	-0,0021	0,0993	41,95%	58,05%
0/1	0,9642%	3,5607 ***	0,0004	2,1638	-0,5004	-0,0016	0,1108	44,26%	55,74%
-1/1	0,8463%	3,6485 ***	0,0003	2,2429	-0,5206	-0,0019	0,1043	42,79%	57,21%
-2/2	0,7241%	3,8334 ***	0,0001	2,2429	-0,5206	-0,0022	0,0961	41,04%	58,96%
-5/5	-0,3893%	4,1377 ***	0,0000	2,7913	-0,6734	-0,0023	0,0863	40,33%	59,67%
-10/10	-3,7679%	1,1664	0,2435	2,7913	-0,6734	-0,0023	0,0757	39,78%	60,22%
-15/15	-6,6442%	0,7716	0,4403	2,7913	-0,6734	-0,0024	0,0703	39,52%	60,48%
-20/20	-9,3871%	-0,0251	0,9800	2,7913	-0,6734	-0,0024	0,0676	39,31%	60,69%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.046		Land: AU	Ziel: AU						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,4492%	6,5227 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	0,0000	0,0856	49,90%	50,10%
-1/0	1,5316%	6,4833 ***	0,0000	0,8231	-0,3399	-0,0005	0,0675	46,89%	53,11%
0/1	2,1709%	7,9922 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0002	0,0877	49,19%	50,81%
-1/1	2,2533%	8,0520 ***	0,0000	1,9998	-0,3399	-0,0004	0,0756	47,42%	52,58%
-2/2	2,0407%	6,9292 ***	0,0000	1,9998	-0,3457	-0,0007	0,0672	44,95%	55,05%
-5/5	1,7473%	5,5871 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0009	0,0559	43,88%	56,12%
-10/10	1,0433%	4,1380 ***	0,0000	1,9998	-0,4245	-0,0010	0,0533	43,23%	56,77%
-15/15	0,2698%	3,9670 ***	0,0001	1,9998	-0,5043	-0,0009	0,0499	43,47%	56,53%
-20/20	-0,7964%	3,1027 ***	0,0019	1,9998	-0,5043	-0,0010	0,0483	43,14%	56,86%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 282		Land: FR	Ziel: FR						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7715%	4,2125 ***	0,0000	0,2115	-0,1715	0,0012	0,0353	53,19%	46,81%
-1/0	0,4054%	2,2109 **	0,0270	0,2115	-0,1715	-0,0007	0,0303	45,74%	54,26%
0/1	0,9607%	4,0337 ***	0,0001	0,2115	-0,1893	0,0004	0,0333	51,60%	48,40%
-1/1	0,5946%	2,6142 ***	0,0089	0,2115	-0,1893	-0,0005	0,0305	47,16%	52,84%
-2/2	0,6653%	2,7814 ***	0,0054	0,2332	-0,1893	-0,0004	0,0287	47,80%	52,20%
-5/5	0,0362%	1,5191	0,1287	0,2332	-0,2410	-0,0006	0,0277	46,62%	53,38%
-10/10	-1,3978%	-0,9324	0,3511	0,3489	-0,2930	-0,0009	0,0274	44,75%	55,25%
-15/15	-3,3401%	-2,4363 **	0,0148	0,3489	-0,2930	-0,0011	0,0266	43,99%	56,01%
-20/20	-4,6848%	-2,9260 ***	0,0034	0,3489	-0,3196	-0,0011	0,0266	44,07%	55,93%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 742		Land: MA	Ziel: MA						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1374%	-0,0864	0,9312	0,3446	-0,2018	-0,0011	0,0327	42,59%	57,41%
-1/0	-0,1058%	0,3002	0,7641	0,5269	-0,2137	-0,0008	0,0350	43,13%	56,87%
0/1	-0,3336%	-0,5972	0,5504	0,6720	-0,2018	-0,0008	0,0381	42,86%	57,14%
-1/1	-0,3020%	-0,2308	0,8175	0,6720	-0,2137	-0,0007	0,0378	43,13%	56,87%
-2/2	-0,5422%	-0,6986	0,4848	0,6720	-0,2765	-0,0007	0,0367	44,12%	55,88%
-5/5	-1,2164%	-0,9895	0,3224	0,8785	-0,3222	-0,0007	0,0363	44,17%	55,83%
-10/10	-2,1099%	-0,7700	0,4413	0,8785	-0,3222	-0,0007	0,0359	44,12%	55,88%
-15/15	-3,7117%	-1,9946 **	0,0461	1,0627	-0,5291	-0,0007	0,0360	43,85%	56,15%
-20/20	-5,1385%	-2,4743 **	0,0134	1,0627	-0,5291	-0,0007	0,0354	43,79%	56,21%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 230		Land: SW	Ziel: SW						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7459%	1,9476 *	0,0515	0,7867	-0,2284	0,0010	0,0854	50,87%	49,13%
-1/0	0,8137%	2,0028 **	0,0452	0,7867	-0,2284	0,0006	0,0635	50,87%	49,13%
0/1	0,5185%	1,7504 *	0,0800	0,7867	-0,2284	-0,0009	0,0660	46,96%	53,04%
-1/1	0,5864%	1,8226 *	0,0684	0,7867	-0,2284	-0,0006	0,0561	48,26%	51,74%
-2/2	0,0661%	1,3406	0,1800	0,7867	-0,2284	-0,0009	0,0482	46,78%	53,22%
-5/5	-1,1954%	0,2764	0,7822	0,7867	-0,3429	-0,0012	0,0407	44,94%	55,06%
-10/10	-1,7218%	0,1521	0,8791	1,6941	-0,3661	-0,0012	0,0445	44,78%	55,22%
-15/15	-2,7054%	-0,4550	0,6491	1,6941	-0,3661	-0,0012	0,0413	45,09%	54,91%
-20/20	-3,3420%	-0,6190	0,5359	1,6941	-0,3661	-0,0011	0,0399	45,41%	54,59%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 159		Land: NE	Ziel: NE						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6888%	3,4605 ***	0,0005	0,1695	-0,1333	0,0019	0,0357	55,35%	44,65%
-1/0	0,8412%	3,3157 ***	0,0009	0,2900	-0,1333	0,0003	0,0335	53,14%	46,86%
0/1	1,2498%	4,0065 ***	0,0001	0,1695	-0,1333	0,0015	0,0317	55,03%	44,97%
-1/1	1,4022%	3,9909 ***	0,0001	0,2900	-0,1333	0,0005	0,0315	53,67%	46,33%
-2/2	1,2694%	3,4426 ***	0,0006	0,2900	-0,1333	0,0002	0,0286	51,45%	48,55%
-5/5	0,2291%	1,1652	0,2439	0,2900	-0,1615	-0,0003	0,0272	47,63%	52,37%
-10/10	-0,5111%	0,2858	0,7750	0,2900	-0,1701	-0,0006	0,0267	46,09%	53,91%
-15/15	-1,7272%	-0,5985	0,5495	0,4911	-0,1950	-0,0006	0,0277	45,61%	54,39%
-20/20	-2,8152%	-1,4838	0,1379	0,5258	-0,1951	-0,0007	0,0277	45,64%	54,36%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 450		Land: SK	Land: SK						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9907%	4,7019 ***	0,0000	0,1567	-0,1585	0,0013	0,0491	55,78%	44,22%
-1/0	1,4647%	4,7486 ***	0,0000	0,1567	-0,1585	0,0004	0,0489	52,56%	47,44%
0/1	1,6716%	5,2177 ***	0,0000	0,1567	-0,1585	0,0006	0,0485	53,44%	46,56%
-1/1	2,1455%	5,2655 ***	0,0000	0,1567	-0,1585	0,0004	0,0485	52,07%	47,93%
-2/2	2,6820%	5,1236 ***	0,0000	0,1567	-0,1585	0,0000	0,0482	50,04%	49,96%
-5/5	6,6798%	8,2386 ***	0,0000	0,1683	-0,1794	0,0001	0,0518	50,57%	49,43%
-10/10	5,3032%	6,0897 ***	0,0000	0,1859	-0,1794	-0,0004	0,0507	47,79%	52,21%
-15/15	3,5495%	4,8205 ***	0,0000	0,1859	-0,1794	-0,0006	0,0486	47,37%	52,63%
-20/20	3,1210%	4,5128 ***	0,0000	0,2464	-0,1794	-0,0006	0,0471	46,91%	53,09%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 85		Land: SZ	Land: SZ						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7151%	2,7725 ***	0,0056	0,1111	-0,0859	0,0017	0,0299	51,76%	48,24%
-1/0	0,6393%	2,9415 ***	0,0033	0,1111	-0,1167	0,0002	0,0273	50,59%	49,41%
0/1	0,7735%	2,2642 **	0,0236	0,1111	-0,1055	-0,0001	0,0278	47,65%	52,35%
-1/1	0,6977%	2,3167 **	0,0205	0,1111	-0,1167	-0,0002	0,0266	48,24%	51,76%
-2/2	0,8024%	2,4420 **	0,0146	0,1869	-0,1167	-0,0002	0,0274	48,71%	51,29%
-5/5	0,7466%	1,0492	0,2941	0,4259	-0,1855	-0,0003	0,0306	47,81%	52,19%
-10/10	-0,3610%	0,0342	0,9727	0,4259	-0,1939	-0,0004	0,0291	46,78%	53,22%
-15/15	-0,2423%	-0,0764	0,9391	0,5720	-0,2205	-0,0004	0,0307	46,19%	53,81%
-20/20	-0,2346%	-0,0657	0,9476	0,5720	-0,2205	-0,0005	0,0288	46,05%	53,95%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 116		Land: SI	Ziel: SI						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0220%	-0,8258	0,4089	0,1983	-0,1190	-0,0011	0,0362	40,52%	59,48%
-1/0	0,3509%	-0,2113	0,8327	0,2543	-0,1602	-0,0006	0,0396	44,40%	55,60%
0/1	0,0413%	-0,2073	0,8357	1,1482	-0,2736	-0,0008	0,0912	43,10%	56,90%
-1/1	0,4142%	0,0518	0,9587	1,1482	-0,2736	-0,0007	0,0784	44,83%	55,17%
-2/2	-0,2512%	-0,6740	0,5003	1,1482	-0,3128	-0,0011	0,0673	41,90%	58,10%
-5/5	0,4733%	-0,1449	0,8848	1,1482	-0,3128	-0,0010	0,0570	42,32%	57,68%
-10/10	-0,6420%	-0,5983	0,5497	1,1482	-0,3128	-0,0012	0,0537	41,63%	58,37%
-15/15	-1,6997%	-0,4677	0,6400	1,1482	-0,3342	-0,0011	0,0515	41,71%	58,29%
-20/20	-0,3913%	0,4204	0,6742	1,1482	-0,3342	-0,0010	0,0503	42,30%	57,70%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 29		Land: IR	Ziel: IR						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5272%	1,0937	0,2741	0,0648	-0,0579	0,0016	0,0243	51,72%	48,28%
-1/0	1,0825%	2,2733 **	0,0230	0,0648	-0,0579	0,0017	0,0197	60,34%	39,66%
0/1	1,0902%	1,6004	0,1095	0,0648	-0,0579	0,0027	0,0226	55,17%	44,83%
-1/1	1,6455%	2,4022 **	0,0163	0,0648	-0,0579	0,0026	0,0201	59,77%	40,23%
-2/2	1,7248%	2,3874 **	0,0170	0,0664	-0,1211	0,0007	0,0215	53,79%	46,21%
-5/5	1,3114%	1,3394	0,1804	0,0664	-0,1211	-0,0003	0,0188	48,28%	51,72%
-10/10	-0,4119%	0,2048	0,8377	0,1338	-0,1212	-0,0006	0,0201	46,63%	53,37%
-15/15	-2,5548%	-0,4364	0,6625	0,2621	-0,1212	-0,0008	0,0218	44,94%	55,06%
-20/20	-4,0154%	-0,6852	0,4932	0,2621	-0,1212	-0,0009	0,0214	44,83%	55,17%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 127			Land: IN	Ziel: IN						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	-0,5364%	-0,5421	0,5878	0,1963	-0,1141	-0,0021	0,0406	44,09%	55,91%	
-1/0	-0,5009%	-0,5577	0,5771	0,1963	-0,1323	-0,0014	0,0384	43,70%	56,30%	
0/1	-0,7671%	-0,6180	0,5366	0,1963	-0,1141	-0,0023	0,0376	41,34%	58,66%	
-1/1	-0,7316%	-0,5814	0,5610	0,1963	-0,1323	-0,0015	0,0371	41,99%	58,01%	
-2/2	-0,8884%	-0,5175	0,6048	0,1963	-0,2041	-0,0015	0,0332	40,47%	59,53%	
-5/5	-0,8009%	0,8625	0,3884	0,1963	-0,2041	-0,0014	0,0288	38,37%	61,63%	
-10/10	-0,1934%	2,1571 **	0,0310	0,3326	-0,2041	-0,0011	0,0316	40,23%	59,77%	
-15/15	-1,1834%	1,1130	0,2657	0,3326	-0,2443	-0,0014	0,0317	39,42%	60,58%	
-20/20	-0,6031%	1,3891	0,1648	0,7166	-0,2443	-0,0014	0,0330	39,16%	60,84%	

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 143			Land: SA	Ziel: SA						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	0,4233%	1,4446	0,1486	0,4834	-0,1996	0,0003	0,0606	51,75%	48,25%	
-1/0	0,2440%	1,2872	0,1980	0,4897	-0,4977	-0,0008	0,0625	46,50%	53,50%	
0/1	1,2699%	1,7957 *	0,0725	1,0061	-0,3440	-0,0002	0,0843	49,65%	50,35%	
-1/1	1,0906%	1,8062 *	0,0709	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0782	46,85%	53,15%	
-2/2	0,8786%	1,2057	0,2279	1,0061	-0,5163	-0,0007	0,0873	46,71%	53,29%	
-5/5	0,9748%	1,7294 *	0,0837	1,0061	-0,5409	-0,0006	0,0710	46,54%	53,46%	
-10/10	-1,7834%	0,3456	0,7296	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0649	44,36%	55,64%	
-15/15	-3,3120%	1,1126	0,2659	1,0061	-0,5409	-0,0007	0,0593	44,62%	55,38%	
-20/20	-4,1786%	0,8647	0,3872	1,0061	-0,5409	-0,0008	0,0608	44,41%	55,59%	

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 90			Land: SP	Ziel: SP						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	0,8758%	2,6294 ***	0,0086	0,1322	-0,0280	0,0009	0,0309	53,33%	46,67%	
-1/0	1,0690%	2,4377 **	0,0148	0,1322	-0,0379	0,0000	0,0276	50,00%	50,00%	
0/1	1,4397%	3,2901 ***	0,0010	0,1355	-0,0737	0,0014	0,0302	54,44%	45,56%	
-1/1	1,6329%	3,1316 ***	0,0017	0,1355	-0,0737	0,0006	0,0282	51,85%	48,15%	
-2/2	0,9986%	1,5616	0,1184	0,1355	-0,1343	-0,0001	0,0260	48,22%	51,78%	
-5/5	0,2609%	-0,3058	0,7598	0,1355	-0,1343	-0,0006	0,0226	44,65%	55,35%	
-10/10	1,3417%	1,0914	0,2751	1,1488	-0,1457	-0,0004	0,0335	46,03%	53,97%	
-15/15	-0,0984%	0,2148	0,8299	1,1488	-0,1917	-0,0005	0,0304	45,13%	54,87%	
-20/20	-0,0995%	0,6004	0,5482	1,1488	-0,1917	-0,0005	0,0281	45,09%	54,91%	

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 90			Land: IT	Ziel: IT						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	0,2636%	-0,2497	0,8028	0,3057	-0,0796	-0,0009	0,0388	44,44%	55,56%	
-1/0	0,3602%	-0,2592	0,7955	0,3057	-0,0796	-0,0006	0,0311	44,44%	55,56%	
0/1	0,4853%	0,5683	0,5699	0,3057	-0,0796	0,0000	0,0330	50,00%	50,00%	
-1/1	0,5819%	0,4619	0,6442	0,3057	-0,0796	-0,0003	0,0295	48,15%	51,85%	
-2/2	-0,3437%	-1,2134	0,2250	0,3057	-0,1001	-0,0006	0,0266	46,44%	53,56%	
-5/5	-0,3728%	-0,8341	0,4042	0,3057	-0,1684	-0,0006	0,0243	47,17%	52,83%	
-10/10	-2,3375%	-2,4369 **	0,0148	0,3057	-0,1684	-0,0010	0,0216	45,45%	54,55%	
-15/15	-2,8609%	-2,3212 **	0,0203	0,3057	-0,1684	-0,0009	0,0208	46,27%	53,73%	
-20/20	-3,4759%	-2,2730 **	0,0230	0,3057	-0,1684	-0,0010	0,0206	45,77%	54,23%	

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 60		Land: NO	Ziel: NO						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,3233%	1,5656	0,1174	0,2695	-0,0748	0,0011	0,0539	53,33%	46,67%
-1/0	0,5901%	0,7285	0,4663	0,2695	-0,1257	-0,0010	0,0431	44,17%	55,83%
0/1	0,9413%	1,5311	0,1257	0,2695	-0,2507	0,0008	0,0485	51,67%	48,33%
-1/1	0,2081%	0,6901	0,4901	0,2695	-0,2507	-0,0008	0,0424	46,11%	53,89%
-2/2	0,0320%	1,1633	0,2447	0,2695	-0,2507	-0,0004	0,0394	47,33%	52,67%
-5/5	-0,4156%	0,5994	0,5489	0,4088	-0,2507	-0,0006	0,0472	46,67%	53,33%
-10/10	-3,2265%	-0,3170	0,7513	0,4088	-0,2507	-0,0010	0,0400	43,57%	56,43%
-15/15	-4,3309%	0,4804	0,6309	0,4088	-0,4164	-0,0009	0,0382	44,09%	55,91%
-20/20	-8,2094%	-0,0457	0,9636	0,4088	-0,4164	-0,0010	0,0391	43,90%	56,10%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 42		Land: DE	Ziel: DE						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1647%	1,0878	0,2767	0,0779	-0,0525	-0,0008	0,0282	45,24%	54,76%
-1/0	1,1446%	1,7098 *	0,0873	0,2721	-0,0574	-0,0005	0,0404	42,86%	57,14%
0/1	0,8852%	1,7275 *	0,0841	0,1001	-0,0525	-0,0002	0,0304	48,81%	51,19%
-1/1	1,8651%	2,1385 **	0,0325	0,2721	-0,0574	-0,0003	0,0378	46,03%	53,97%
-2/2	1,4184%	1,5027	0,1329	0,2721	-0,0574	-0,0005	0,0338	43,81%	56,19%
-5/5	0,5925%	0,9561	0,3390	0,2721	-0,0875	-0,0008	0,0320	41,99%	58,01%
-10/10	-1,0943%	0,6287	0,5295	0,2721	-0,2087	-0,0005	0,0305	44,22%	55,78%
-15/15	-3,1664%	-0,1979	0,8431	0,2721	-0,2087	-0,0005	0,0281	43,09%	56,91%
-20/20	-2,8137%	0,5697	0,5689	0,3038	-0,2087	-0,0004	0,0277	44,02%	55,98%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 109		Land: TA	Ziel: TA						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0577%	0,3075	0,7584	0,1538	-0,0698	-0,0013	0,0269	44,95%	55,05%
-1/0	0,6669%	2,4747 **	0,0133	0,1538	-0,0698	0,0004	0,0262	52,75%	47,25%
0/1	0,0879%	1,2085	0,2269	0,1538	-0,0701	-0,0004	0,0245	47,71%	52,29%
-1/1	0,8125%	2,9798 ***	0,0029	0,1538	-0,0701	0,0003	0,0249	51,99%	48,01%
-2/2	1,0031%	3,1119 ***	0,0019	0,1538	-0,0701	-0,0004	0,0242	46,97%	53,03%
-5/5	0,5652%	3,2588 ***	0,0011	0,1538	-0,5066	-0,0005	0,0323	46,29%	53,71%
-10/10	0,2315%	1,4267	0,1537	1,4316	-0,5066	-0,0006	0,0426	45,17%	54,83%
-15/15	-2,6652%	-0,6350	0,5254	1,4316	-0,5066	-0,0008	0,0385	43,92%	56,08%
-20/20	-4,1435%	-1,4354	0,1512	1,4316	-0,5066	-0,0009	0,0363	43,07%	56,93%

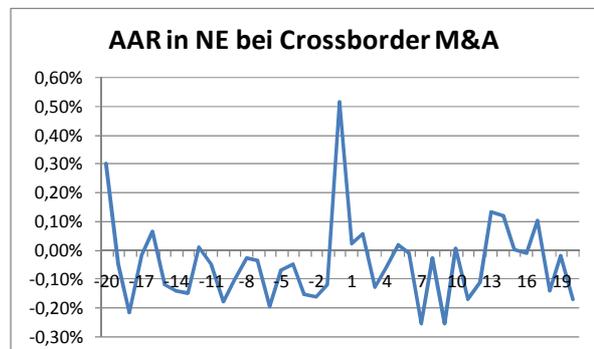
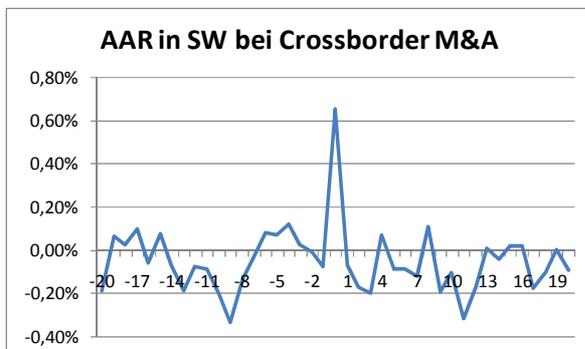
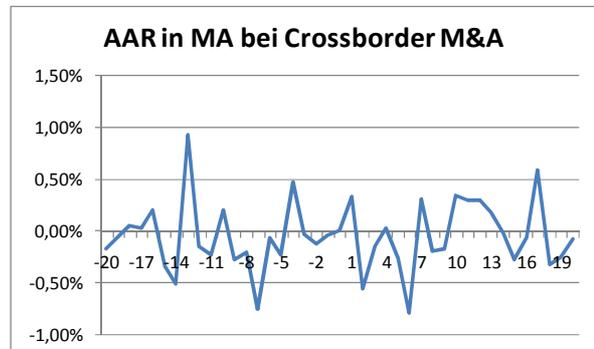
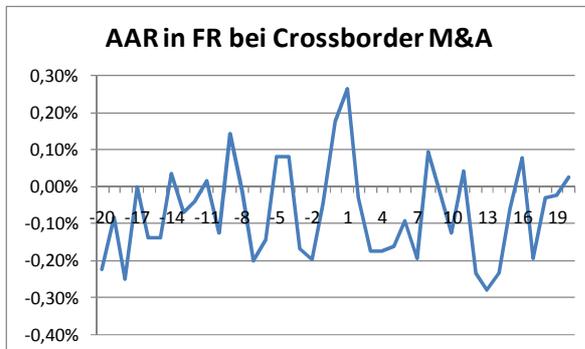
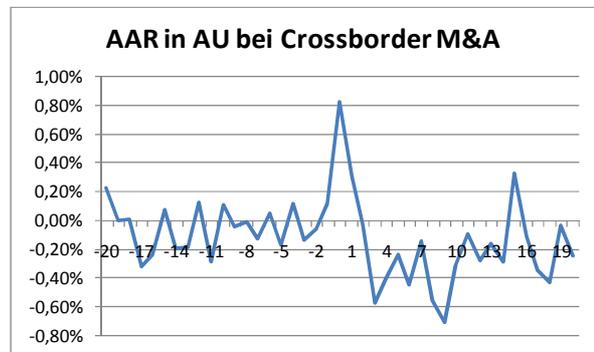
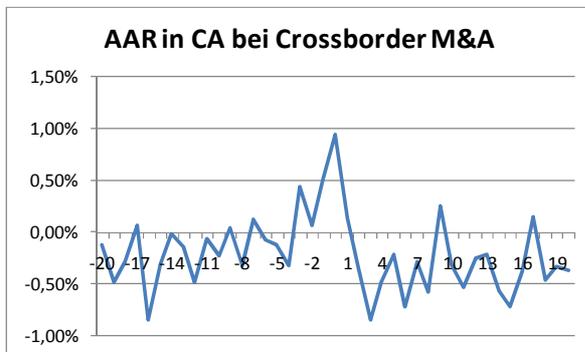
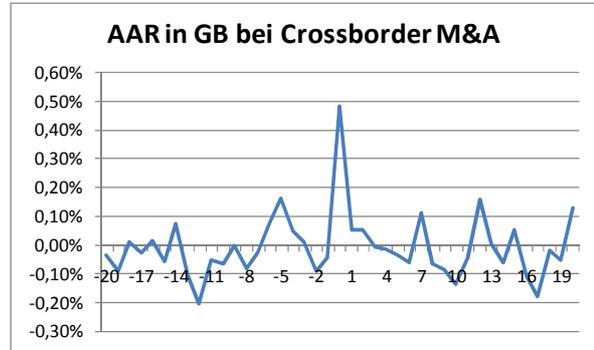
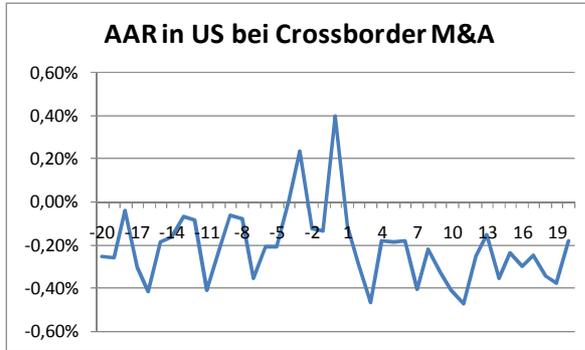
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

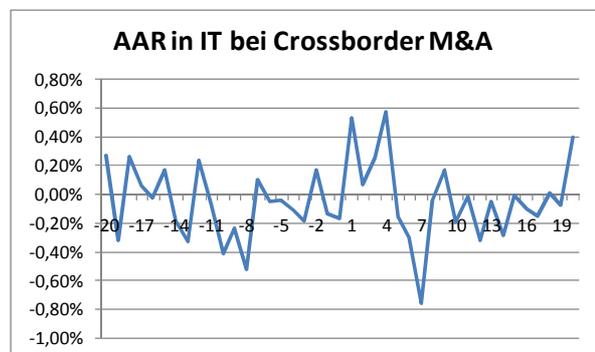
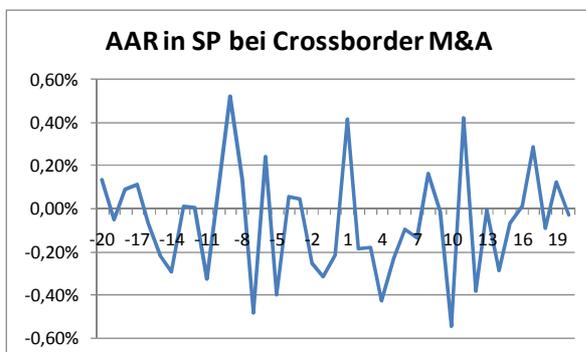
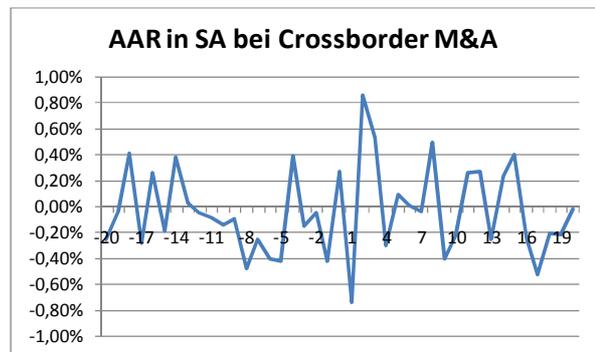
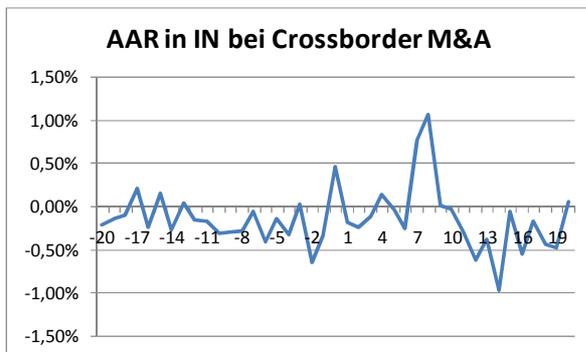
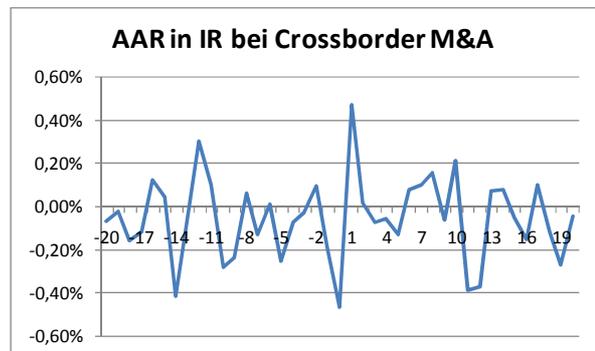
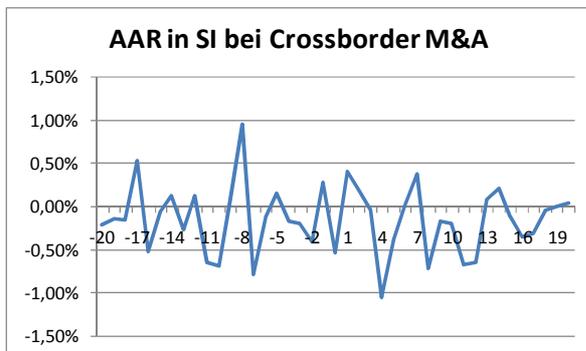
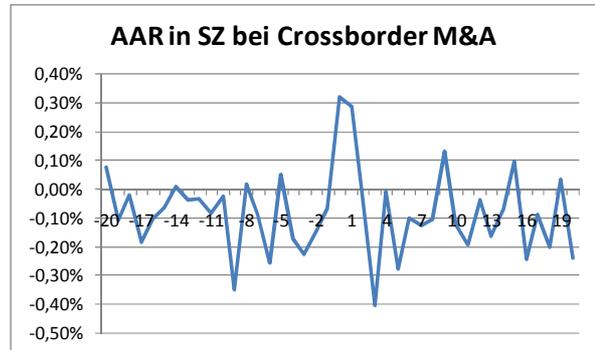
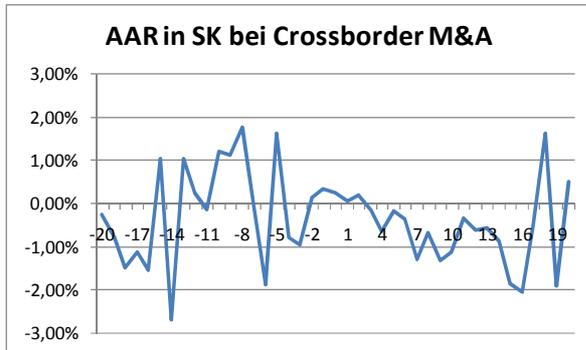
Stichprobengröße: 96		Land: RU	Ziel: RU						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4578%	0,7538	0,4510	0,5192	-0,0509	0,0025	0,0644	63,54%	36,46%
-1/0	0,7868%	1,5106	0,1309	0,5192	-0,2216	0,0010	0,0518	57,81%	42,19%
0/1	0,4916%	0,3652	0,7150	0,5192	-0,0674	-0,0003	0,0487	47,92%	52,08%
-1/1	0,8207%	0,9749	0,3296	0,5192	-0,2216	-0,0001	0,0446	49,31%	50,69%
-2/2	0,5726%	0,8220	0,4111	0,5192	-0,2292	-0,0003	0,0374	42,29%	57,71%
-5/5	-1,7498%	-2,1823 **	0,0291	0,5192	-0,2292	-0,0005	0,0286	33,62%	66,38%
-10/10	-4,0182%	-2,9587 ***	0,0031	0,5192	-0,3457	-0,0005	0,0289	35,62%	64,38%
-15/15	-3,3404%	-1,4299	0,1528	0,5192	-0,3457	-0,0004	0,0285	38,34%	61,66%
-20/20	-1,6795%	-0,2550	0,7988	1,0208	-0,3457	-0,0004	0,0339	36,74%	63,26%

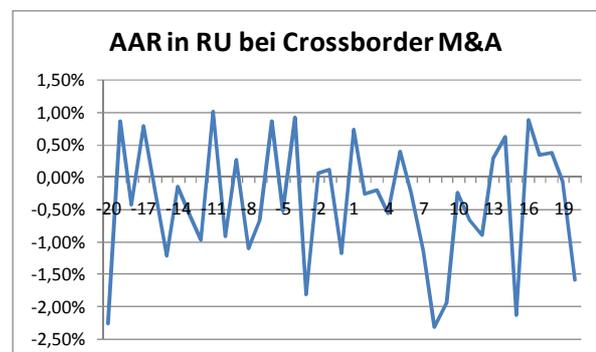
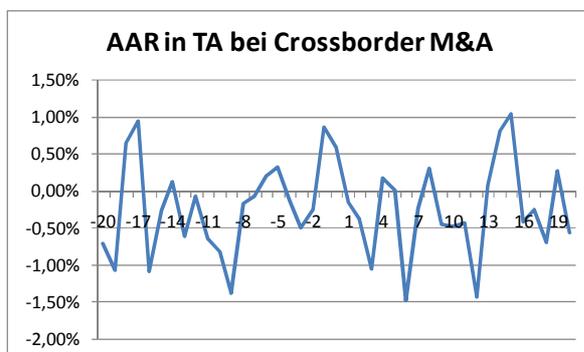
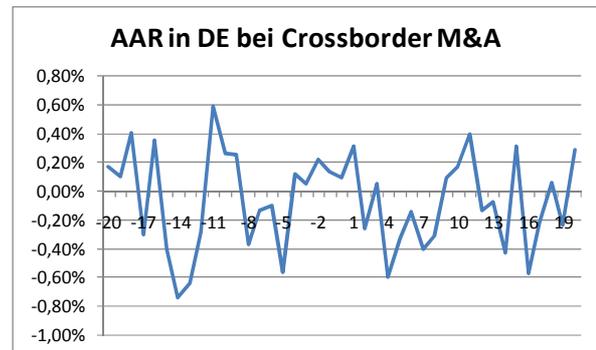
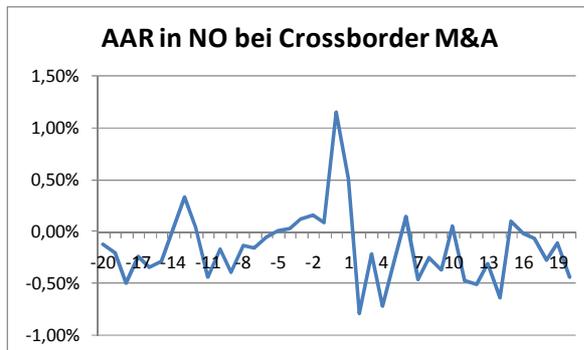
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR Crossborder M&A







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei Crossborder M&A

Stichprobengröße: 2.923		Land: US	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3995%	2,5406 **	0,0111	2,3344	-0,4474	-0,0004	0,1075	48,82%	51,18%
-1/0	0,2640%	2,0325 **	0,0421	2,3344	-0,4474	-0,0008	0,0845	47,78%	52,22%
0/1	0,2880%	3,4457 ***	0,0006	2,9084	-0,6152	-0,0004	0,0960	49,13%	50,87%
-1/1	0,1525%	2,9837 ***	0,0028	2,9084	-0,6152	-0,0006	0,0840	48,33%	51,67%
-2/2	-0,2596%	1,7519 *	0,0798	2,9084	-0,6152	-0,0009	0,0786	47,37%	52,63%
-5/5	-1,0599%	2,0109 **	0,0443	2,9084	-0,6152	-0,0010	0,0702	46,99%	53,01%
-10/10	-3,5309%	-0,3721	0,7098	2,9084	-0,6832	-0,0011	0,0630	46,45%	53,55%
-15/15	-5,8987%	-0,8431	0,3991	2,9084	-0,7874	-0,0012	0,0616	46,32%	53,68%
-20/20	-8,6148%	-2,6560 ***	0,0079	2,9084	-0,7874	-0,0012	0,0594	46,11%	53,89%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.105		Land: GB	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4836%	3,8490 ***	0,0001	3,0014	-0,3043	0,0006	0,0966	52,22%	47,78%
-1/0	0,4408%	3,4125 ***	0,0006	3,0014	-0,3043	-0,0001	0,0700	49,14%	50,86%
0/1	0,5382%	4,3863 ***	0,0000	3,0014	-0,5049	0,0001	0,0709	50,68%	49,32%
-1/1	0,4955%	4,0376 ***	0,0001	3,0014	-0,5049	-0,0001	0,0593	49,14%	50,86%
-2/2	0,4584%	3,1933 ***	0,0014	3,0014	-0,5049	-0,0004	0,0479	47,57%	52,43%
-5/5	0,6231%	2,6220 ***	0,0087	3,0014	-0,5049	-0,0004	0,0400	47,26%	52,74%
-10/10	0,2953%	1,1618	0,2453	3,0014	-0,5049	-0,0006	0,0334	46,05%	53,95%
-15/15	0,0657%	0,6443	0,5194	3,0014	-0,5049	-0,0006	0,0309	45,97%	54,03%
-20/20	-0,2898%	0,5480	0,5837	3,0014	-0,5049	-0,0006	0,0292	46,06%	53,94%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 650		Land: CA	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9401%	4,0008 ***	0,0001	1,7247	-0,3470	0,0008	0,1093	51,54%	48,46%
-1/0	1,4450%	4,0616 ***	0,0000	1,7247	-0,3470	-0,0005	0,1023	48,23%	51,77%
0/1	1,0687%	4,3117 ***	0,0000	1,7247	-0,3888	-0,0007	0,0965	48,54%	51,46%
-1/1	1,5736%	4,6172 ***	0,0000	1,7247	-0,3888	-0,0007	0,0959	47,33%	52,67%
-2/2	1,2873%	4,8272 ***	0,0000	1,7489	-0,3888	-0,0011	0,0916	45,57%	54,43%
-5/5	-0,2771%	2,4302 **	0,0151	2,1079	-0,5938	-0,0017	0,0806	42,74%	57,26%
-10/10	-2,3722%	2,4966 **	0,0125	2,1079	-0,6881	-0,0017	0,0722	42,37%	57,63%
-15/15	-5,6650%	1,3649	0,1723	2,1079	-0,6881	-0,0019	0,0695	41,66%	58,34%
-20/20	-8,7385%	0,6962	0,4863	2,1079	-0,6881	-0,0019	0,0681	41,42%	58,58%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 359		Land: AU	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8264%	3,0978 ***	0,0019	0,5915	-0,2123	0,0012	0,0645	52,92%	47,08%
-1/0	0,9443%	2,9754 ***	0,0029	0,5915	-0,2123	-0,0004	0,0534	49,30%	50,70%
0/1	1,1361%	2,7511 ***	0,0059	0,8558	-0,2123	0,0002	0,0671	50,56%	49,44%
-1/1	1,2539%	2,7647 ***	0,0057	0,8558	-0,2123	-0,0004	0,0593	48,93%	51,07%
-2/2	1,1800%	3,0695 ***	0,0021	0,8558	-0,2478	-0,0004	0,0525	48,69%	51,31%
-5/5	-0,2042%	1,1941	0,2324	0,8558	-0,3845	-0,0006	0,0454	47,51%	52,49%
-10/10	-2,3473%	-0,9206	0,3573	0,8558	-0,3845	-0,0009	0,0410	46,15%	53,85%
-15/15	-3,2861%	-2,1250 **	0,0336	0,8558	-0,3845	-0,0010	0,0397	45,58%	54,42%
-20/20	-4,7515%	-3,0633 ***	0,0022	0,8558	-0,4502	-0,0011	0,0388	45,39%	54,61%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 666		Land: FR	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1773%	2,2136 **	0,0269	0,1907	-0,1235	0,0003	0,0282	50,90%	49,10%
-1/0	0,1325%	1,7866 *	0,0740	0,2072	-0,1235	-0,0002	0,0256	49,40%	50,60%
0/1	0,4429%	3,5451 ***	0,0004	0,1907	-0,1235	0,0004	0,0269	51,35%	48,65%
-1/1	0,3981%	3,1979 ***	0,0014	0,2072	-0,1235	0,0001	0,0256	50,20%	49,80%
-2/2	0,1709%	1,4395	0,1500	0,2072	-0,1235	-0,0006	0,0250	48,14%	51,86%
-5/5	-0,3348%	-0,2024	0,8396	0,2072	-0,1830	-0,0008	0,0243	47,16%	52,84%
-10/10	-0,9972%	-0,6583	0,5103	0,3194	-0,2267	-0,0007	0,0244	47,25%	52,75%
-15/15	-1,9468%	-1,8795 *	0,0602	0,3194	-0,2983	-0,0008	0,0244	46,84%	53,16%
-20/20	-2,7723%	-2,9183 ***	0,0035	0,3212	-0,2983	-0,0009	0,0244	46,64%	53,36%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 154		Land: MA	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0086%	-1,1238	0,2611	0,1742	-0,0791	-0,0019	0,0298	40,91%	59,09%
-1/0	-0,0394%	-0,2086	0,8347	0,1742	-0,3256	-0,0010	0,0352	43,18%	56,82%
0/1	0,3437%	0,2163	0,8287	0,1742	-0,1395	-0,0005	0,0293	43,51%	56,49%
-1/1	0,2957%	0,5768	0,5641	0,1742	-0,3256	-0,0005	0,0332	44,16%	55,84%
-2/2	-0,3874%	-0,6813	0,4957	0,1742	-0,3256	-0,0007	0,0299	43,77%	56,23%
-5/5	-0,5593%	1,2063	0,2277	0,1742	-0,3256	-0,0004	0,0307	45,87%	54,13%
-10/10	-2,1848%	-0,3152	0,7526	0,2619	-0,3690	-0,0005	0,0320	44,99%	55,01%
-15/15	-2,0067%	0,2167	0,8284	0,4677	-0,3690	-0,0005	0,0332	44,87%	55,13%
-20/20	-2,0804%	1,0324	0,3019	0,4677	-0,3690	-0,0004	0,0327	45,82%	54,18%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 430		Land: SW	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6576%	4,6765 ***	0,0000	0,2008	-0,1159	0,0027	0,0327	56,28%	43,72%
-1/0	0,5847%	3,5011 ***	0,0005	0,2008	-0,1159	0,0004	0,0286	51,05%	48,95%
0/1	0,5920%	3,3656 ***	0,0008	0,2008	-0,1159	0,0011	0,0296	52,91%	47,09%
-1/1	0,5191%	2,8588 ***	0,0043	0,2008	-0,1159	0,0001	0,0277	50,54%	49,46%
-2/2	0,3423%	2,6135 ***	0,0090	0,2008	-0,1477	0,0000	0,0261	50,00%	50,00%
-5/5	0,3605%	1,8634 *	0,0624	0,2008	-0,1707	-0,0001	0,0263	49,68%	50,32%
-10/10	-0,6369%	0,3423	0,7321	0,2008	-0,1848	-0,0005	0,0254	48,10%	51,90%
-15/15	-1,4629%	-0,9217	0,3567	0,3326	-0,1848	-0,0005	0,0255	47,94%	52,06%
-20/20	-1,8459%	-0,7998	0,4238	0,3326	-0,1848	-0,0006	0,0254	47,73%	52,27%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 487		Land: NE	Land: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5170%	2,2546 **	0,0242	1,4797	-0,1359	0,0010	0,0761	52,77%	47,23%
-1/0	0,3977%	2,1539 **	0,0312	1,4797	-0,3765	0,0003	0,0569	50,82%	49,18%
0/1	0,5401%	2,0722 **	0,0383	1,4797	-0,1359	0,0002	0,0567	50,41%	49,59%
-1/1	0,4207%	2,0761 **	0,0379	1,4797	-0,3765	0,0000	0,0487	49,90%	50,10%
-2/2	0,3192%	1,3432	0,1792	1,4797	-0,3765	-0,0003	0,0402	48,75%	51,25%
-5/5	-0,1150%	0,0705	0,9438	1,4797	-0,3765	-0,0006	0,0326	48,01%	51,99%
-10/10	-1,1751%	-1,3343	0,1821	1,4797	-0,5721	-0,0008	0,0300	47,11%	52,89%
-15/15	-1,6347%	-1,5453	0,1223	1,4797	-0,5721	-0,0008	0,0281	46,99%	53,01%
-20/20	-1,7747%	-1,6117	0,1070	1,4797	-0,5721	-0,0008	0,0291	46,88%	53,12%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 43		Land: SK	Land: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2739%	0,0143	0,9886	1,1249	-0,3641	-0,0017	0,1846	39,53%	60,47%
-1/0	0,6252%	0,8704	0,3841	1,1249	-0,3641	-0,0016	0,1308	41,86%	58,14%
0/1	0,3371%	-0,5790	0,5626	1,1249	-0,3641	-0,0017	0,1326	39,53%	60,47%
-1/1	0,6884%	0,2692	0,7878	1,1249	-0,3641	-0,0015	0,1088	41,09%	58,91%
-2/2	1,0257%	0,1637	0,8700	1,1249	-0,3641	-0,0008	0,0940	45,12%	54,88%
-5/5	-0,0501%	0,2640	0,7918	1,1856	-0,3641	-0,0008	0,0903	45,88%	54,12%
-10/10	-2,5139%	0,4540	0,6498	1,1856	-0,5129	-0,0010	0,0823	45,18%	54,82%
-15/15	-7,2396%	0,2228	0,8237	1,1856	-0,5206	-0,0009	0,0733	45,31%	54,69%
-20/20	-14,6653%	-0,9490	0,3426	1,1856	-0,5206	-0,0010	0,0699	44,41%	55,59%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 402		Land: SZ	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3210%	2,3947 **	0,0166	0,1464	-0,1584	0,0008	0,0310	53,23%	46,77%
-1/0	0,2521%	1,5725	0,1158	0,1611	-0,1584	0,0001	0,0274	50,50%	49,50%
0/1	0,6067%	3,8377 ***	0,0001	0,1464	-0,1584	0,0010	0,0274	53,23%	46,77%
-1/1	0,5379%	2,8898 ***	0,0039	0,1611	-0,1584	0,0004	0,0261	51,41%	48,59%
-2/2	0,3570%	2,0335 **	0,0420	0,1611	-0,1584	-0,0001	0,0249	49,55%	50,45%
-5/5	-0,6843%	-1,3598	0,1739	0,1619	-0,2498	-0,0007	0,0235	46,86%	53,14%
-10/10	-1,7065%	-2,6125 ***	0,0090	0,1619	-0,2951	-0,0008	0,0233	46,29%	53,71%
-15/15	-2,2841%	-3,1607 ***	0,0016	0,3652	-0,2951	-0,0008	0,0235	46,58%	53,42%
-20/20	-3,3698%	-3,7003 ***	0,0002	0,3652	-0,2951	-0,0008	0,0233	46,45%	53,55%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 135		Land: SI	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,5380%	-0,1855	0,8529	0,6996	-0,3394	-0,0024	0,0813	37,78%	62,22%
-1/0	-0,2584%	0,1837	0,8542	0,6996	-0,3394	-0,0011	0,0653	42,22%	57,78%
0/1	-0,1376%	0,6171	0,5371	0,6996	-0,3394	-0,0009	0,0680	44,44%	55,56%
-1/1	0,1420%	0,8498	0,3954	0,6996	-0,3394	-0,0006	0,0610	45,19%	54,81%
-2/2	-0,0758%	0,9921	0,3212	0,6996	-0,5030	-0,0009	0,0622	44,15%	55,85%
-5/5	-1,7694%	0,1812	0,8562	0,9545	-0,5436	-0,0009	0,0573	43,57%	56,43%
-10/10	-3,0554%	-0,8046	0,4210	0,9553	-0,5436	-0,0010	0,0544	42,36%	57,64%
-15/15	-4,9437%	-1,0401	0,2983	0,9583	-0,5436	-0,0011	0,0557	41,46%	58,54%
-20/20	-6,0927%	-1,0625	0,2880	0,9583	-0,5436	-0,0011	0,0546	41,25%	58,75%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 216		Land: IR	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,4654%	-1,9372 *	0,0527	0,1184	-0,1669	-0,0011	0,0310	44,91%	55,09%
-1/0	-0,6570%	-2,1508 **	0,0315	0,1946	-0,1669	-0,0009	0,0294	46,06%	53,94%
0/1	0,0041%	0,5537	0,5798	0,2460	-0,1669	-0,0001	0,0293	49,77%	50,23%
-1/1	-0,1874%	0,0798	0,9364	0,2460	-0,1669	-0,0002	0,0288	48,92%	51,08%
-2/2	-0,0758%	0,0315	0,9749	0,2460	-0,1669	-0,0003	0,0270	48,43%	51,57%
-5/5	-0,6851%	-0,4654	0,6417	0,2460	-0,2117	-0,0006	0,0250	47,10%	52,90%
-10/10	-0,7747%	-0,4709	0,6377	0,2460	-0,2117	-0,0007	0,0241	45,68%	54,32%
-15/15	-1,4434%	-1,2384	0,2156	0,2460	-0,2117	-0,0008	0,0232	45,65%	54,35%
-20/20	-2,1742%	-1,6324	0,1026	0,2460	-0,2117	-0,0008	0,0229	45,60%	54,40%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 87			Land: IN	Ziel:		Crossborder			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4551%	1,5712	0,1161	0,1547	-0,0599	-0,0030	0,0348	42,53%	57,47%
-1/0	0,1138%	0,7809	0,4349	0,1547	-0,0940	-0,0016	0,0304	40,80%	59,20%
0/1	0,2651%	0,8214	0,4114	0,1547	-0,0809	-0,0022	0,0306	40,23%	59,77%
-1/1	-0,0761%	0,3575	0,7207	0,1547	-0,0940	-0,0017	0,0288	39,85%	60,15%
-2/2	-0,9593%	-1,0176	0,3089	0,1547	-0,0940	-0,0018	0,0262	37,70%	62,30%
-5/5	-1,4020%	-0,1280	0,8981	0,1967	-0,1819	-0,0016	0,0267	36,99%	63,01%
-10/10	-1,2114%	1,3478	0,1777	0,1967	-0,1819	-0,0015	0,0283	39,14%	60,86%
-15/15	-3,9166%	0,1609	0,8722	0,1967	-0,1819	-0,0016	0,0278	38,82%	61,18%
-20/20	-5,9825%	-0,1979	0,8431	0,1967	-0,1819	-0,0016	0,0268	38,18%	61,82%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 66			Land: SA	Ziel:		Crossborder			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2719%	-0,6142	0,5391	0,5483	-0,1047	-0,0015	0,0720	42,42%	57,58%
-1/0	-0,1416%	-0,2697	0,7874	0,5483	-0,3052	-0,0005	0,0594	48,48%	51,52%
0/1	-0,4615%	-1,2637	0,2063	0,5483	-0,2920	-0,0015	0,0590	43,18%	56,82%
-1/1	-0,8750%	-0,8847	0,3763	0,5483	-0,3052	-0,0009	0,0542	46,97%	53,03%
-2/2	-0,0613%	0,4143	0,6786	0,5483	-0,3052	-0,0003	0,0489	48,18%	51,82%
-5/5	0,0996%	0,2175	0,8278	0,5483	-0,3052	-0,0009	0,0404	46,28%	53,72%
-10/10	-1,4009%	-0,1366	0,8914	0,5483	-0,3052	-0,0008	0,0357	46,54%	53,46%
-15/15	-0,3782%	0,3170	0,7512	0,5483	-0,3052	-0,0009	0,0337	46,19%	53,81%
-20/20	-1,4544%	-0,1053	0,9161	0,5483	-0,3052	-0,0010	0,0325	46,01%	53,99%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 111			Land: SP	Ziel:		Crossborder			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2096%	-0,0759	0,9395	0,0890	-0,1145	-0,0008	0,0259	46,85%	53,15%
-1/0	-0,5227%	-1,3177	0,1876	0,0968	-0,1145	-0,0006	0,0234	47,30%	52,70%
0/1	0,2063%	1,0891	0,2761	0,1829	-0,1145	-0,0006	0,0282	47,30%	52,70%
-1/1	-0,1068%	0,1434	0,8860	0,1829	-0,1145	-0,0005	0,0260	47,45%	52,55%
-2/2	-0,5404%	-0,8404	0,4007	0,1924	-0,1145	-0,0009	0,0257	45,41%	54,59%
-5/5	-1,6647%	-2,2053 **	0,0274	0,2542	-0,1145	-0,0013	0,0252	42,83%	57,17%
-10/10	-1,7511%	-1,1458	0,2519	0,3263	-0,3513	-0,0012	0,0252	44,23%	55,77%
-15/15	-2,8790%	-1,4337	0,1517	0,3263	-0,3513	-0,0009	0,0247	45,42%	54,58%
-20/20	-2,3412%	-0,6301	0,5286	0,3263	-0,3513	-0,0008	0,0235	46,30%	53,70%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 89			Land: IT	Ziel:		Crossborder			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1668%	-0,5043	0,6140	0,0767	-0,1104	0,0007	0,0273	53,93%	46,07%
-1/0	-0,3022%	-0,8673	0,3858	0,0816	-0,1104	0,0000	0,0244	50,56%	49,44%
0/1	0,3630%	0,8466	0,3972	0,1098	-0,1104	0,0021	0,0284	55,62%	44,38%
-1/1	0,2275%	0,5331	0,5940	0,1098	-0,1104	0,0010	0,0263	52,81%	47,19%
-2/2	0,4700%	1,0332	0,3015	0,1613	-0,1104	0,0001	0,0249	50,56%	49,44%
-5/5	0,8047%	1,3710	0,1704	0,1613	-0,1104	0,0003	0,0228	51,28%	48,72%
-10/10	-1,4103%	-0,5191	0,6037	0,1613	-0,1184	-0,0004	0,0218	48,15%	51,85%
-15/15	-2,2340%	-0,9170	0,3591	0,1613	-0,1184	-0,0008	0,0216	46,94%	53,06%
-20/20	-1,8891%	-0,7914	0,4287	0,1785	-0,1184	-0,0007	0,0220	46,75%	53,25%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 114		Land: NO	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1538%	2,2440 **	0,0248	0,7966	-0,2111	0,0031	0,0863	52,63%	47,37%
-1/0	1,2490%	2,1515 **	0,0314	0,7966	-0,2111	0,0004	0,0648	50,44%	49,56%
0/1	1,6615%	2,7840 ***	0,0054	0,7966	-0,2111	0,0013	0,0678	52,19%	47,81%
-1/1	1,7567%	2,7435 ***	0,0061	0,7966	-0,2111	0,0006	0,0580	50,88%	49,12%
-2/2	1,1333%	1,7537 *	0,0795	0,7966	-0,2111	-0,0011	0,0481	46,67%	53,33%
-5/5	0,1197%	0,7772	0,4370	0,7966	-0,2111	-0,0015	0,0375	44,66%	55,34%
-10/10	-1,6279%	-0,4161	0,6773	0,7966	-0,2111	-0,0019	0,0325	43,27%	56,73%
-15/15	-3,7507%	-1,3539	0,1758	0,7966	-0,2111	-0,0019	0,0308	43,15%	56,85%
-20/20	-6,0289%	-2,4444 **	0,0145	0,7966	-0,2620	-0,0019	0,0303	43,07%	56,93%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 100		Land: DE	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1015%	0,8493	0,3957	0,1159	-0,0711	0,0015	0,0273	53,00%	47,00%
-1/0	0,2391%	0,8738	0,3823	0,2818	-0,1463	0,0017	0,0327	56,00%	44,00%
0/1	0,4191%	1,1906	0,2338	0,1317	-0,0711	0,0008	0,0292	51,50%	48,50%
-1/1	0,5566%	1,1946	0,2323	0,2818	-0,1463	0,0009	0,0322	54,00%	46,00%
-2/2	0,5249%	0,8684	0,3852	0,2818	-0,1463	-0,0002	0,0297	49,80%	50,20%
-5/5	-0,7211%	-0,6375	0,5238	0,2818	-0,1463	-0,0011	0,0265	46,18%	53,82%
-10/10	-1,3576%	-0,4117	0,6806	0,2818	-0,2519	-0,0006	0,0266	48,19%	51,81%
-15/15	-2,7135%	-0,9974	0,3186	0,2818	-0,2519	-0,0007	0,0266	47,55%	52,45%
-20/20	-2,6297%	-0,4253	0,6706	0,2818	-0,2519	-0,0006	0,0262	47,90%	52,10%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 29		Land: TA	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5917%	0,2924	0,7700	0,2759	-0,0420	-0,0019	0,0559	37,93%	62,07%
-1/0	1,4676%	1,9131 *	0,0557	0,2759	-0,0420	-0,0013	0,0431	43,10%	56,90%
0/1	0,4560%	0,2917	0,7705	0,2759	-0,1027	-0,0018	0,0477	43,10%	56,90%
-1/1	1,3319%	1,2091	0,2266	0,2759	-0,1027	-0,0013	0,0415	44,83%	55,17%
-2/2	0,7107%	0,5056	0,6132	0,2759	-0,1027	-0,0013	0,0363	42,76%	57,24%
-5/5	-0,4215%	-0,2007	0,8409	0,2759	-0,1027	-0,0003	0,0315	47,34%	52,66%
-10/10	-4,9105%	-1,8952 *	0,0581	0,2759	-0,1027	-0,0005	0,0302	46,14%	53,86%
-15/15	-6,1973%	-1,2897	0,1972	0,2759	-0,1115	-0,0005	0,0296	46,16%	53,84%
-20/20	-9,0412%	-1,3360	0,1816	0,2759	-0,1115	-0,0006	0,0290	45,16%	54,84%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 24		Land: RU	Ziel: Crossborder						
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,1687%	-0,9296	0,3526	0,0346	-0,1206	-0,0011	0,0393	45,83%	54,17%
-1/0	-1,0464%	0,0925	0,9263	0,1794	-0,1206	-0,0019	0,0441	35,42%	64,58%
0/1	-0,4286%	-0,1213	0,9034	0,0955	-0,1206	-0,0012	0,0367	43,75%	56,25%
-1/1	-0,3063%	0,4074	0,6837	0,1794	-0,1206	-0,0017	0,0407	37,50%	62,50%
-2/2	-0,4945%	0,0746	0,9406	0,1794	-0,1206	-0,0014	0,0354	33,33%	66,67%
-5/5	-2,2497%	-0,4906	0,6237	0,1794	-0,1206	-0,0016	0,0350	29,55%	70,45%
-10/10	-9,6399%	-1,7942 *	0,0728	0,1794	-0,1958	-0,0018	0,0363	28,77%	71,23%
-15/15	-14,3004%	-2,5763 ***	0,0100	0,1794	-0,1958	-0,0018	0,0378	29,17%	70,83%
-20/20	-15,5356%	-2,4378 **	0,0148	0,2915	-0,3486	-0,0016	0,0393	29,67%	70,33%

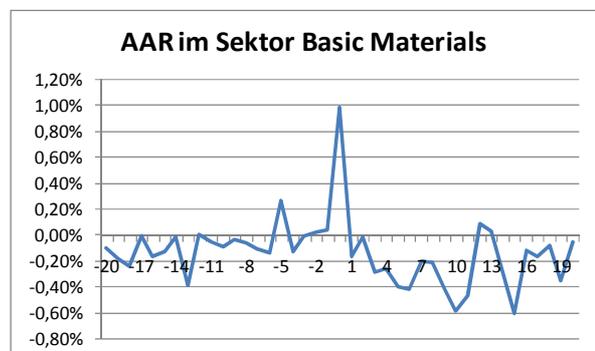
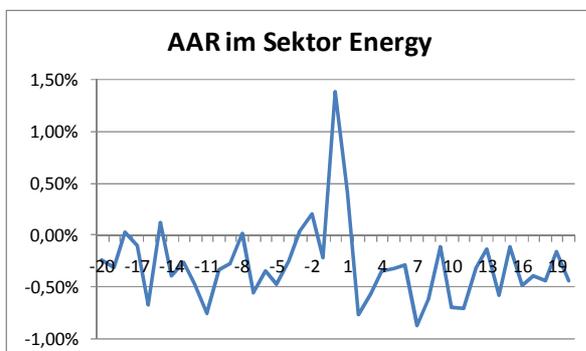
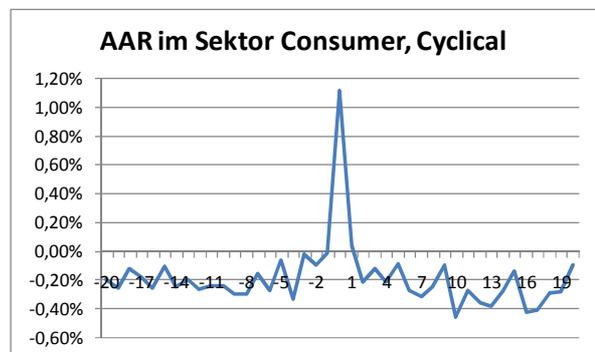
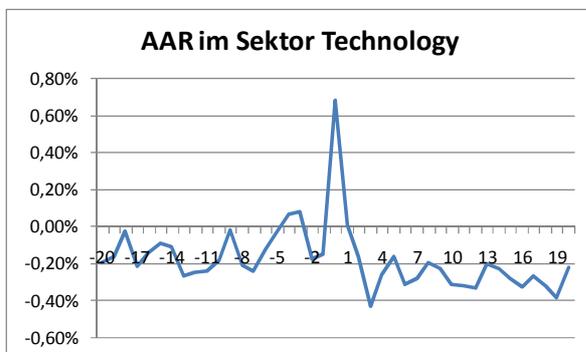
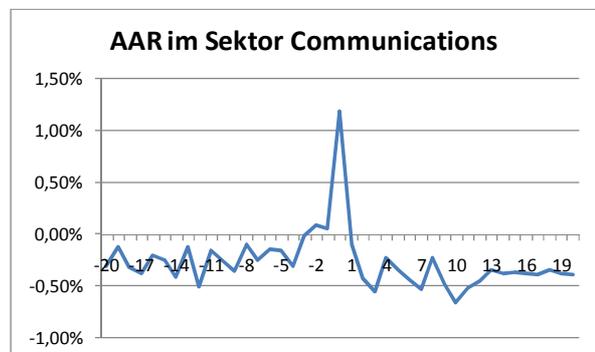
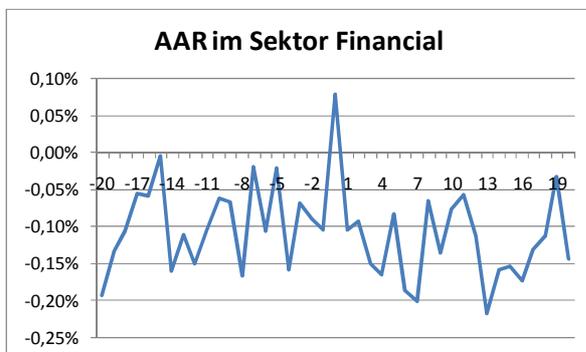
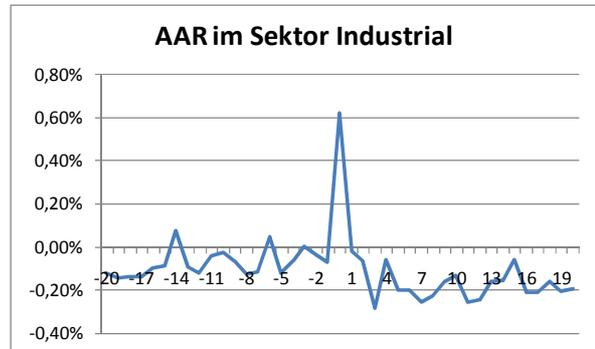
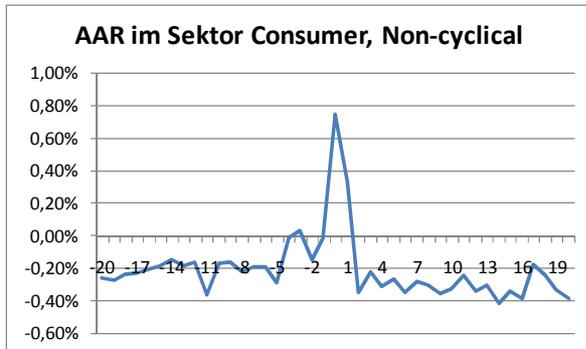
* = Signifikanzniveau von 90 %

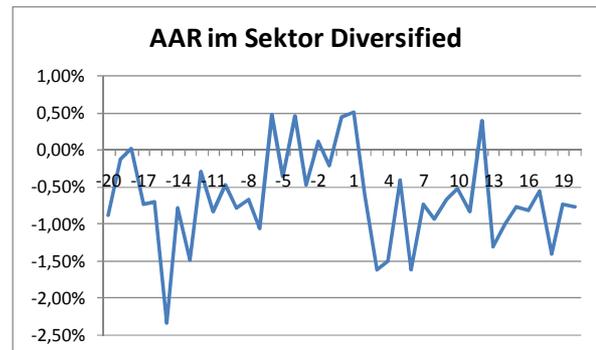
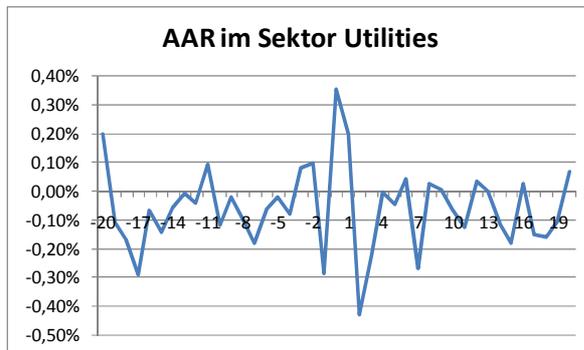
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Sektor (Erwerber)





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR in den einzelnen Sektoren (Erwerber)

Stichprobengröße: 5.742		Sektor: Consumer, Non-cyclical							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7471%	7,3568 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	0,0000	0,1677	49,93%	50,07%
-1/0	0,7331%	7,9544 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0005	0,1290	47,87%	52,13%
0/1	1,0793%	9,6965 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0002	0,1387	49,51%	50,49%
-1/1	1,0652%	10,2453 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0004	0,1206	48,28%	51,72%
-2/2	0,5771%	8,9169 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0007	0,1035	46,73%	53,27%
-5/5	-0,4776%	6,8451 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0010	0,0869	45,42%	54,58%
-10/10	-3,0072%	4,9609 ***	0,0000	4,4685	-0,8128	-0,0010	0,0740	44,83%	55,17%
-15/15	-5,6618%	2,5144 **	0,0119	4,4685	-0,8128	-0,0011	0,0694	44,45%	55,55%
-20/20	-8,3654%	1,1548	0,2482	4,4685	-0,9320	-0,0011	0,0658	44,35%	55,65%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 5.410		Sektor: Industrial							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6226%	8,4432 ***	0,0000	2,9825	-0,5939	0,0001	0,0955	50,46%	49,54%
-1/0	0,5537%	6,3168 ***	0,0000	2,9825	-0,8734	-0,0005	0,0851	47,76%	52,24%
0/1	0,6062%	8,4688 ***	0,0000	2,9825	-0,5985	-0,0001	0,0833	49,63%	50,37%
-1/1	0,5373%	7,1098 ***	0,0000	2,9825	-0,8734	-0,0005	0,0800	48,11%	51,89%
-2/2	0,4405%	5,8212 ***	0,0000	2,9825	-0,8734	-0,0007	0,0699	47,11%	52,89%
-5/5	-0,2706%	4,1135 ***	0,0000	2,9825	-0,8734	-0,0008	0,0601	46,31%	53,69%
-10/10	-1,5128%	1,2583	0,2083	2,9990	-0,8734	-0,0009	0,0556	45,86%	54,14%
-15/15	-2,6345%	0,7973	0,4253	2,9990	-0,8734	-0,0009	0,0531	45,69%	54,31%
-20/20	-4,2399%	-0,4012	0,6883	2,9990	-0,9780	-0,0010	0,0510	45,52%	54,48%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 5.286		Sektor: Financial							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0788%	-0,7040	0,4814	3,6375	-0,5777	-0,0011	0,1016	44,87%	55,13%
-1/0	-0,0249%	-0,2699	0,7872	3,6375	-0,8106	-0,0009	0,0783	45,47%	54,53%
0/1	-0,0254%	-0,2712	0,7863	3,6375	-0,5777	-0,0009	0,0804	45,46%	54,54%
-1/1	-0,1291%	0,0276	0,9780	3,6375	-0,8106	-0,0008	0,0704	45,66%	54,34%
-2/2	-0,3109%	-0,6898	0,4903	3,6375	-0,8106	-0,0008	0,0606	45,35%	54,65%
-5/5	-0,9561%	-2,7626 ***	0,0057	3,6375	-0,8106	-0,0008	0,0516	45,42%	54,58%
-10/10	-2,0387%	-3,3995 ***	0,0007	3,6375	-0,8106	-0,0008	0,0464	45,38%	54,62%
-15/15	-3,2668%	-4,4836 ***	0,0000	3,6375	-0,8199	-0,0007	0,0439	45,39%	54,61%
-20/20	-4,4067%	-5,5606 ***	0,0000	3,6375	-0,8199	-0,0007	0,0422	45,39%	54,61%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.237		Sektor: Communications							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1850%	6,7367 ***	0,0000	4,0012	-0,6904	0,0002	0,1881	50,63%	49,37%
-1/0	1,2391%	6,8665 ***	0,0000	4,0012	-0,6904	-0,0007	0,1464	47,79%	52,21%
0/1	1,0876%	6,8716 ***	0,0000	4,0012	-0,6904	-0,0005	0,1487	48,51%	51,49%
-1/1	1,1417%	7,1736 ***	0,0000	4,0012	-0,6904	-0,0008	0,1311	47,33%	52,67%
-2/2	0,8012%	6,3266 ***	0,0000	4,0012	-0,6904	-0,0011	0,1134	46,06%	53,94%
-5/5	-0,8192%	3,6848 ***	0,0002	4,0012	-0,6904	-0,0014	0,0928	44,97%	55,03%
-10/10	-4,2999%	0,4235	0,6719	4,0012	-0,8038	-0,0016	0,0829	44,15%	55,85%
-15/15	-7,8230%	-1,0884	0,2764	4,0012	-0,8038	-0,0016	0,0776	44,05%	55,95%
-20/20	-11,0706%	-2,6781 ***	0,0074	4,0012	-0,8038	-0,0016	0,0750	43,94%	56,06%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.743		Sektor: Technology							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6817%	4,2543 ***	0,0000	3,2723	-0,3641	0,0002	0,1268	50,76%	49,24%
-1/0	0,5329%	3,3476 ***	0,0008	3,2723	-0,4303	-0,0007	0,0980	47,73%	52,27%
0/1	0,6925%	4,9308 ***	0,0000	3,2723	-0,5566	-0,0001	0,1122	49,60%	50,40%
-1/1	0,5437%	4,2941 ***	0,0000	3,2723	-0,5566	-0,0006	0,0971	47,97%	52,03%
-2/2	0,2073%	3,0059 ***	0,0026	3,2723	-0,5566	-0,0010	0,0847	46,57%	53,43%
-5/5	-0,5105%	3,1572 ***	0,0016	3,2723	-0,6468	-0,0011	0,0719	46,10%	53,90%
-10/10	-2,5844%	1,0752	0,2823	3,2723	-0,6629	-0,0012	0,0646	45,45%	54,55%
-15/15	-4,8657%	-1,1962	0,2316	3,2723	-0,6640	-0,0013	0,0614	45,09%	54,91%
-20/20	-7,0860%	-3,1510 ***	0,0016	3,2723	-0,6675	-0,0013	0,0595	44,90%	55,10%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.495		Sektor: Consumer, Cyclical							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1176%	7,7920 ***	0,0000	3,9887	-0,4992	0,0003	0,1655	51,02%	48,98%
-1/0	1,1077%	7,4112 ***	0,0000	3,9887	-0,4992	-0,0004	0,1273	48,24%	51,76%
0/1	1,1594%	9,1888 ***	0,0000	3,9887	-0,5840	-0,0002	0,1294	49,10%	50,90%
-1/1	1,1494%	8,9245 ***	0,0000	3,9887	-0,5840	-0,0005	0,1131	47,88%	52,12%
-2/2	0,8376%	7,8694 ***	0,0000	3,9887	-0,5840	-0,0007	0,0979	46,38%	53,62%
-5/5	-0,0089%	7,8486 ***	0,0000	3,9887	-0,6191	-0,0008	0,0781	45,97%	54,03%
-10/10	-2,6823%	4,6089 ***	0,0000	3,9887	-0,6919	-0,0011	0,0694	44,68%	55,32%
-15/15	-5,1743%	3,6953 ***	0,0002	3,9887	-0,9634	-0,0011	0,0672	44,68%	55,32%
-20/20	-7,6868%	2,0843 **	0,0371	3,9887	-0,9634	-0,0011	0,0648	44,39%	55,61%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.362		Sektor: Energy							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,3818%	1,8697 *	0,0615	3,3666	-0,5004	-0,0015	0,1750	45,37%	54,63%
-1/0	1,1662%	1,7635 *	0,0778	3,3666	-0,5430	-0,0016	0,1344	45,45%	54,55%
0/1	1,7966%	3,2261 ***	0,0013	3,3666	-0,5004	-0,0013	0,1490	46,22%	53,78%
-1/1	1,5810%	3,1298 ***	0,0017	3,3666	-0,5430	-0,0014	0,1289	45,99%	54,01%
-2/2	1,0280%	3,0633 ***	0,0022	3,3666	-0,6358	-0,0015	0,1127	45,42%	54,58%
-5/5	-0,8889%	2,0614 **	0,0393	3,3666	-0,6358	-0,0018	0,0937	43,99%	56,01%
-10/10	-4,9421%	1,0961	0,2730	3,3666	-0,7202	-0,0018	0,0832	43,63%	56,37%
-15/15	-8,5330%	0,0666	0,9469	3,3666	-0,7202	-0,0019	0,0788	43,21%	56,79%
-20/20	-11,7117%	0,2630	0,7926	3,3666	-0,7202	-0,0019	0,0767	43,12%	56,88%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.209		Sektor: Basic Materials							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9852%	3,2381 ***	0,0012	1,8476	-0,3953	-0,0008	0,1242	47,97%	52,03%
-1/0	1,0228%	3,2702 ***	0,0011	1,8476	-0,3982	-0,0008	0,0974	47,11%	52,89%
0/1	0,8165%	3,5633 ***	0,0004	2,1638	-0,6152	-0,0011	0,1125	46,28%	53,72%
-1/1	0,8541%	3,6470 ***	0,0003	2,1638	-0,6152	-0,0010	0,0980	46,26%	53,74%
-2/2	0,8643%	3,5215 ***	0,0004	2,1638	-0,6152	-0,0011	0,0970	45,43%	54,57%
-5/5	0,0543%	3,0485 ***	0,0023	2,3410	-0,6305	-0,0013	0,0814	44,73%	55,27%
-10/10	-2,2038%	1,2299	0,2187	2,3410	-0,6832	-0,0015	0,0715	43,56%	56,44%
-15/15	-4,0391%	0,3518	0,7250	2,3410	-0,6832	-0,0015	0,0679	43,41%	56,59%
-20/20	-5,5030%	0,8007	0,4233	2,3410	-0,6832	-0,0015	0,0661	43,53%	56,47%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 428		Sektor: Utilities							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3560%	0,4486	0,6537	1,3271	-0,1051	0,0001	0,0704	50,93%	49,07%
-1/0	0,0685%	-0,3780	0,7054	1,3271	-0,4977	-0,0003	0,0543	48,95%	51,05%
0/1	0,5550%	0,1053	0,9161	1,3271	-0,1051	-0,0002	0,0623	49,53%	50,47%
-1/1	0,2674%	-0,5599	0,5756	1,3271	-0,4977	-0,0003	0,0538	48,68%	51,32%
-2/2	-0,0612%	-1,2040	0,2286	1,3271	-0,4977	-0,0005	0,0500	47,52%	52,48%
-5/5	-0,3481%	-1,3724	0,1699	1,3271	-0,4977	-0,0005	0,0366	47,41%	52,59%
-10/10	-1,0935%	-2,4601 **	0,0139	1,3271	-0,4977	-0,0005	0,0298	47,17%	52,83%
-15/15	-1,6311%	-2,3183 **	0,0204	1,3271	-0,4977	-0,0004	0,0270	47,52%	52,48%
-20/20	-2,3740%	-2,4727 **	0,0134	1,3271	-0,4977	-0,0005	0,0267	47,37%	52,63%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 360		Sektor: Diversified							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4473%	1,6293	0,1032	1,9517	-0,6292	-0,0006	0,1658	46,11%	53,89%
-1/0	0,2423%	1,1091	0,2674	1,9597	-0,6292	-0,0016	0,1625	42,50%	57,50%
0/1	0,9682%	4,5351 ***	0,0000	1,9517	-0,6292	-0,0003	0,1355	48,06%	51,94%
-1/1	0,7632%	3,7741 ***	0,0002	1,9597	-0,6292	-0,0009	0,1438	45,00%	55,00%
-2/2	0,2884%	2,1412 **	0,0323	1,9597	-0,6292	-0,0013	0,1302	43,11%	56,89%
-5/5	-3,5606%	0,8334	0,4046	1,9597	-0,6838	-0,0018	0,1145	41,26%	58,74%
-10/10	-10,4788%	0,8107	0,4175	1,9597	-0,6838	-0,0020	0,1034	41,31%	58,69%
-15/15	-19,6654%	-1,6318	0,1027	1,9597	-0,7669	-0,0022	0,1012	40,82%	59,18%
-20/20	-26,2909%	-1,5009	0,1334	1,9597	-0,7669	-0,0021	0,0987	40,92%	59,08%

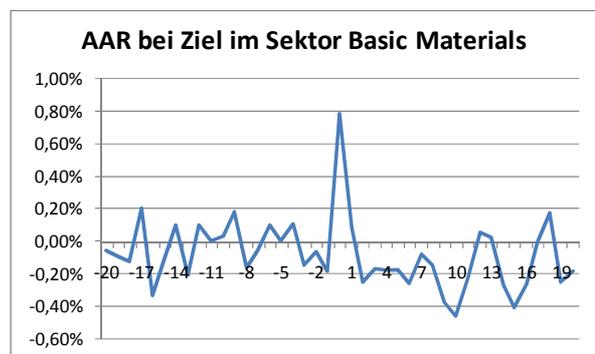
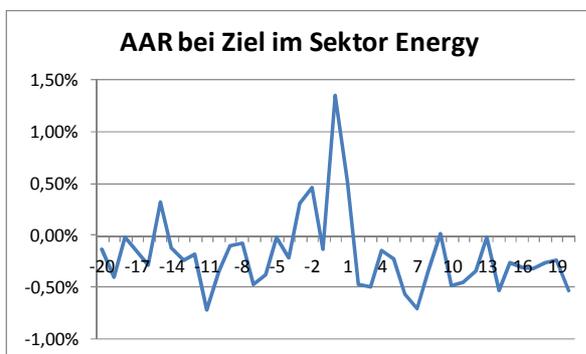
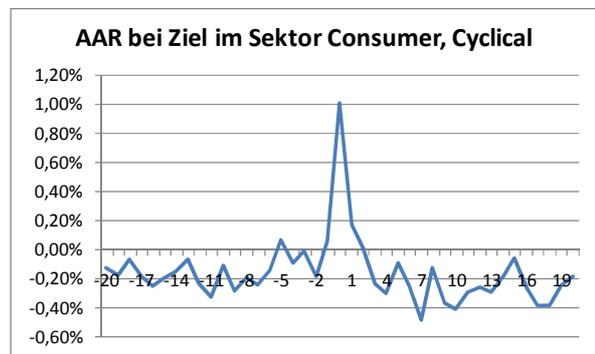
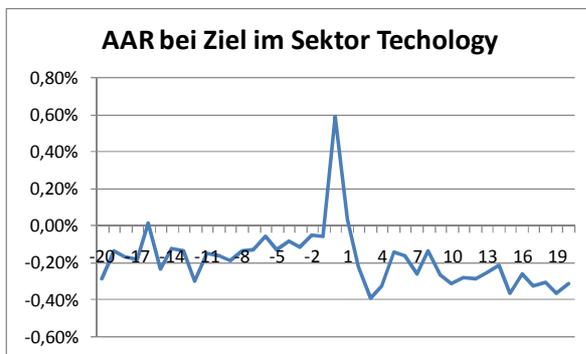
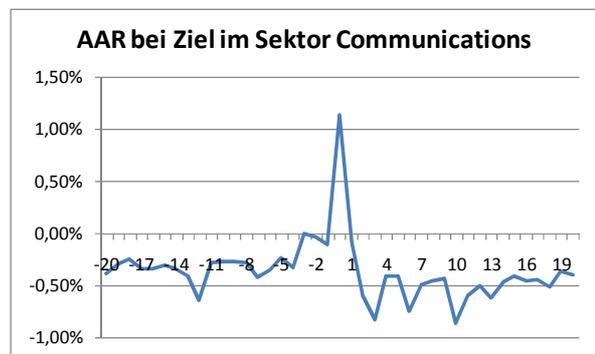
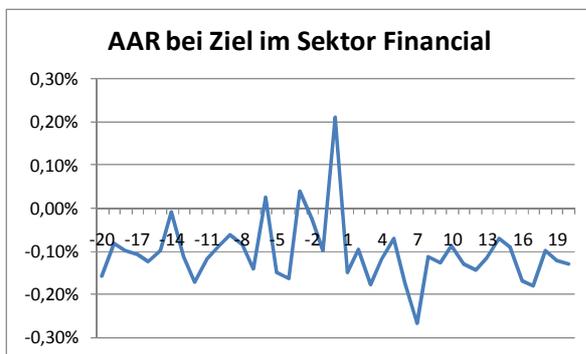
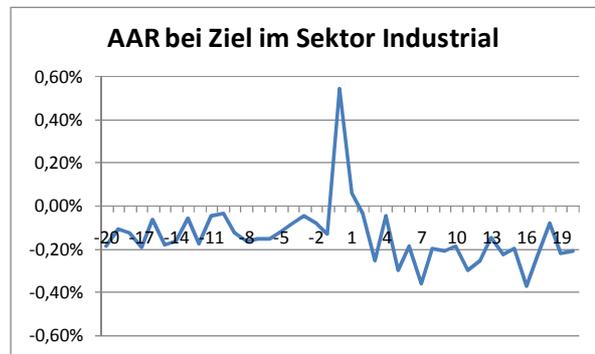
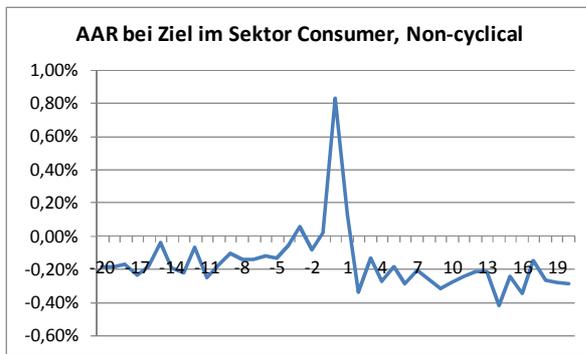
* = Signifikanzniveau von 90 %

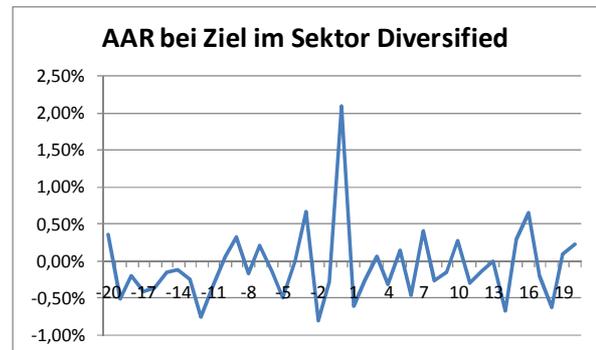
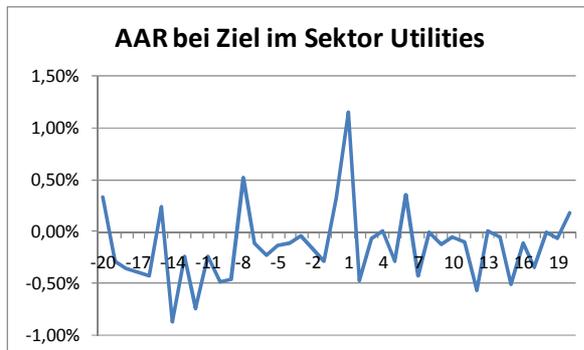
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Sektor (Ziel)





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR in den einzelnen Sektoren (Ziel)

Stichprobengröße: 6.468		Sektor: Consumer, Non-cyclical							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8260%	8,5423 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0001	0,1595	49,74%	50,26%
-1/0	0,8424%	8,4404 ***	0,0000	3,9887	-0,8734	-0,0004	0,1236	48,04%	51,96%
0/1	0,9496%	10,4722 ***	0,0000	3,9887	-0,8128	-0,0002	0,1258	49,55%	50,45%
-1/1	0,9660%	10,4895 ***	0,0000	3,9887	-0,8734	-0,0004	0,1106	48,48%	51,52%
-2/2	0,5408%	8,7338 ***	0,0000	3,9887	-0,8734	-0,0007	0,0941	47,09%	52,91%
-5/5	-0,1880%	6,4985 ***	0,0000	3,9887	-0,8734	-0,0009	0,0776	45,88%	54,12%
-10/10	-2,2339%	3,4056 ***	0,0007	3,9887	-0,8734	-0,0010	0,0673	45,14%	54,86%
-15/15	-4,3645%	1,0106	0,3122	3,9887	-0,9634	-0,0011	0,0630	44,84%	55,16%
-20/20	-6,6654%	-0,9598	0,3372	3,9887	-0,9634	-0,0011	0,0603	44,66%	55,34%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.763		Sektor: Industrial							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5475%	6,5669 ***	0,0000	3,0014	-0,5939	0,0000	0,0904	50,01%	49,99%
-1/0	0,4219%	5,6483 ***	0,0000	3,0014	-0,5939	-0,0005	0,0821	47,89%	52,11%
0/1	0,6144%	7,9034 ***	0,0000	3,0014	-0,5939	-0,0002	0,0812	49,46%	50,54%
-1/1	0,4888%	7,2734 ***	0,0000	3,0014	-0,5939	-0,0004	0,0785	48,23%	51,77%
-2/2	0,3830%	6,6224 ***	0,0000	3,0014	-0,5939	-0,0006	0,0691	47,41%	52,59%
-5/5	-0,4302%	4,6618 ***	0,0000	3,0014	-0,6731	-0,0008	0,0604	46,59%	53,41%
-10/10	-2,1504%	1,4423	0,1492	3,0014	-0,7670	-0,0009	0,0559	45,95%	54,05%
-15/15	-3,8468%	0,3929	0,6944	3,0014	-0,7670	-0,0010	0,0534	45,66%	54,34%
-20/20	-5,5892%	-0,6169	0,5373	3,0014	-0,9780	-0,0010	0,0516	45,52%	54,48%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.584		Sektor: Financial							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2115%	-0,3564	0,7215	3,2994	-0,4827	-0,0011	0,1101	44,96%	55,04%
-1/0	0,1135%	0,2272	0,8203	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0855	45,69%	54,31%
0/1	0,0636%	-0,6326	0,5270	3,2994	-0,5985	-0,0009	0,0864	45,24%	54,76%
-1/1	-0,0344%	-0,1213	0,9035	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0762	45,64%	54,36%
-2/2	-0,1513%	-0,5982	0,5497	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0653	45,21%	54,79%
-5/5	-0,7810%	-1,5817	0,1137	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0552	45,17%	54,83%
-10/10	-1,8853%	-2,1763 **	0,0295	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0483	45,24%	54,76%
-15/15	-2,9322%	-3,1647 ***	0,0016	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,0464	45,23%	54,77%
-20/20	-4,1852%	-3,9506 ***	0,0001	3,2994	-0,9320	-0,0007	0,0442	45,29%	54,71%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 4.077		Sektor: Communications							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1406%	5,8310 ***	0,0000	4,4685	-0,6013	-0,0001	0,2009	49,55%	50,45%
-1/0	1,0344%	5,4677 ***	0,0000	4,4685	-0,6013	-0,0011	0,1570	46,59%	53,41%
0/1	1,0634%	5,7798 ***	0,0000	4,4685	-0,6152	-0,0008	0,1609	47,84%	52,16%
-1/1	0,9572%	5,5842 ***	0,0000	4,4685	-0,6152	-0,0011	0,1422	46,44%	53,56%
-2/2	0,3319%	4,2722 ***	0,0000	4,4685	-0,6358	-0,0014	0,1215	45,21%	54,79%
-5/5	-1,8632%	2,1994 **	0,0279	4,4685	-0,7562	-0,0017	0,1026	44,25%	55,75%
-10/10	-6,4006%	-1,1015	0,2707	4,4685	-0,7562	-0,0018	0,0910	43,57%	56,43%
-15/15	-10,9200%	-2,4592 **	0,0139	4,4685	-0,7874	-0,0019	0,0863	43,43%	56,57%
-20/20	-14,6570%	-3,1394 ***	0,0017	4,4685	-0,7874	-0,0019	0,0835	43,35%	56,65%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.808		Sektor: Technology							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5923%	4,7122 ***	0,0000	3,2747	-0,7632	0,0002	0,1415	50,68%	49,32%
-1/0	0,5351%	3,7778 ***	0,0002	3,2747	-0,7632	-0,0008	0,1091	47,44%	52,56%
0/1	0,6233%	5,1654 ***	0,0000	3,2747	-0,7632	-0,0002	0,1260	49,45%	50,55%
-1/1	0,5660%	4,6063 ***	0,0000	3,2747	-0,7632	-0,0007	0,1087	47,70%	52,30%
-2/2	0,2881%	3,4341 ***	0,0006	3,2747	-0,7632	-0,0010	0,0968	46,43%	53,57%
-5/5	-0,9072%	2,1711 **	0,0299	3,2747	-0,7632	-0,0011	0,0762	46,02%	53,98%
-10/10	-2,7299%	0,9734	0,3303	3,2747	-0,7632	-0,0012	0,0675	45,49%	54,51%
-15/15	-5,0825%	-1,3041	0,1922	3,2747	-0,7632	-0,0013	0,0635	45,21%	54,79%
-20/20	-7,4264%	-2,8924 ***	0,0038	3,2747	-0,7632	-0,0013	0,0611	45,08%	54,92%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.607		Sektor: Consumer, Cyclical							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0076%	8,1091 ***	0,0000	2,7262	-0,5865	0,0004	0,1241	51,25%	48,75%
-1/0	1,0693%	7,9258 ***	0,0000	2,7262	-0,5865	-0,0003	0,0998	48,52%	51,48%
0/1	1,1855%	9,6453 ***	0,0000	2,7262	-0,5865	0,0000	0,1030	49,85%	50,15%
-1/1	1,2472%	9,6156 ***	0,0000	2,7262	-0,5865	-0,0003	0,0926	48,50%	51,50%
-2/2	1,0813%	8,4084 ***	0,0000	2,7262	-0,7580	-0,0006	0,0870	46,71%	53,29%
-5/5	0,4276%	7,4781 ***	0,0000	2,7262	-0,7580	-0,0008	0,0733	46,05%	53,95%
-10/10	-2,1810%	5,1061 ***	0,0000	2,9150	-0,8038	-0,0009	0,0652	45,07%	54,93%
-15/15	-4,2236%	3,6973 ***	0,0002	2,9150	-0,8199	-0,0010	0,0630	44,93%	55,07%
-20/20	-6,4731%	2,2906 **	0,0220	2,9150	-0,8199	-0,0010	0,0605	44,69%	55,31%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.221		Sektor: Energy							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,3526%	1,9224 *	0,0546	3,7929	-0,4113	-0,0011	0,1908	46,44%	53,56%
-1/0	1,2110%	1,8013 *	0,0717	3,7929	-0,6955	-0,0011	0,1432	46,68%	53,32%
0/1	1,8683%	2,7529 ***	0,0059	3,7929	-0,5276	-0,0012	0,1615	46,31%	53,69%
-1/1	1,7266%	2,6433 ***	0,0082	3,7929	-0,6955	-0,0011	0,1374	46,52%	53,48%
-2/2	1,7013%	2,7220 ***	0,0065	3,7929	-0,6955	-0,0013	0,1214	45,47%	54,53%
-5/5	0,8895%	2,4507 **	0,0143	3,7929	-0,6955	-0,0016	0,1004	44,30%	55,70%
-10/10	-2,6047%	1,5965	0,1104	3,7929	-0,7202	-0,0017	0,0844	43,79%	56,21%
-15/15	-5,1909%	1,5630	0,1181	3,7929	-0,7202	-0,0017	0,0796	43,84%	56,16%
-20/20	-7,8923%	1,2138	0,2248	3,7929	-0,7434	-0,0017	0,0753	43,71%	56,29%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.047		Sektor: Basic Materials							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7901%	3,0217 ***	0,0025	1,0971	-0,3953	-0,0001	0,0996	49,76%	50,24%
-1/0	0,6075%	2,8775 ***	0,0040	1,0971	-0,3982	-0,0005	0,0792	48,19%	51,81%
0/1	0,8744%	3,5527 ***	0,0004	1,3248	-0,3953	-0,0006	0,0880	47,99%	52,01%
-1/1	0,6918%	3,4661 ***	0,0005	1,3248	-0,3982	-0,0007	0,0776	47,53%	52,47%
-2/2	0,3778%	2,8408 ***	0,0045	1,3308	-0,5030	-0,0008	0,0701	46,17%	53,83%
-5/5	-0,1812%	2,5581 **	0,0105	1,3308	-0,5567	-0,0010	0,0598	45,11%	54,89%
-10/10	-1,4002%	1,7486 *	0,0804	2,0001	-0,5567	-0,0012	0,0581	44,28%	55,72%
-15/15	-2,3174%	1,7597 *	0,0785	2,0001	-0,5567	-0,0011	0,0549	44,23%	55,77%
-20/20	-3,2571%	2,2978 **	0,0216	2,0001	-0,6680	-0,0012	0,0552	44,19%	55,81%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 288		Sektor: Utilities							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3260%	0,1009	0,9196	0,8630	-0,1464	0,0001	0,0584	51,04%	48,96%
-1/0	0,0379%	-0,1858	0,8526	0,8630	-0,4977	-0,0005	0,0499	47,22%	52,78%
0/1	1,4772%	1,1082	0,2678	1,9998	-0,2825	0,0000	0,1130	50,35%	49,65%
-1/1	1,1891%	0,8664	0,3862	1,9998	-0,4977	-0,0003	0,0952	48,03%	51,97%
-2/2	0,5479%	0,0012	0,9991	1,9998	-0,4977	-0,0006	0,0829	46,60%	53,40%
-5/5	-0,0453%	-0,3667	0,7139	1,9998	-0,5476	-0,0007	0,0635	46,34%	53,66%
-10/10	-1,0119%	-0,7619	0,4461	1,9998	-0,5818	-0,0008	0,0546	46,10%	53,90%
-15/15	-4,0413%	-1,6242	0,1043	1,9998	-0,7598	-0,0007	0,0521	46,19%	53,81%
-20/20	-5,4708%	-2,1758 **	0,0296	1,9998	-0,7598	-0,0008	0,0493	45,81%	54,19%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 255		Sektor: Diversified							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,0949%	3,2956 ***	0,0010	2,8983	-0,6292	0,0015	0,2275	55,69%	44,31%
-1/0	1,8222%	2,6913 ***	0,0071	2,8983	-0,6292	-0,0005	0,1659	48,24%	51,76%
0/1	1,4900%	3,9675 ***	0,0001	2,8983	-0,6292	0,0011	0,1678	53,14%	46,86%
-1/1	1,2173%	3,4488 ***	0,0006	2,8983	-0,6292	-0,0003	0,1404	49,02%	50,98%
-2/2	0,1524%	2,4228 **	0,0154	2,8983	-0,6292	-0,0006	0,1132	47,06%	52,94%
-5/5	0,2301%	1,8291 *	0,0674	2,8983	-0,6292	-0,0007	0,0897	46,49%	53,51%
-10/10	0,3630%	0,7236	0,4693	2,8983	-0,6292	-0,0010	0,0789	44,33%	55,67%
-15/15	-1,9996%	0,4129	0,6797	2,8983	-0,6292	-0,0010	0,0693	43,81%	56,19%
-20/20	-2,9466%	0,8476	0,3966	2,8983	-0,6292	-0,0010	0,0672	44,13%	55,87%

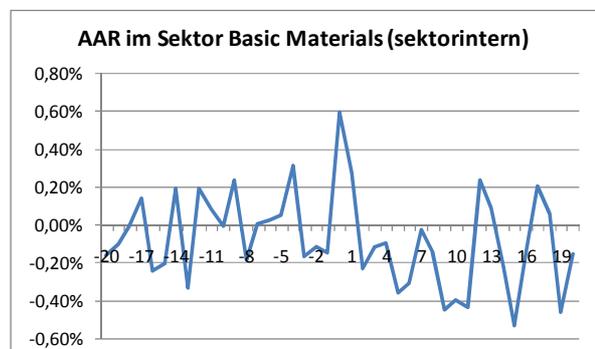
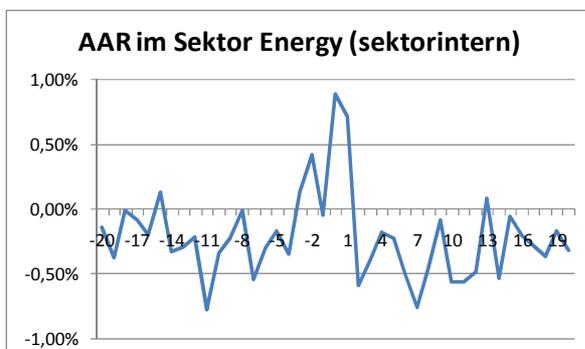
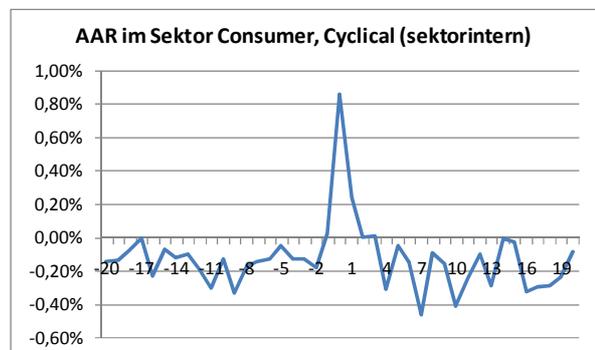
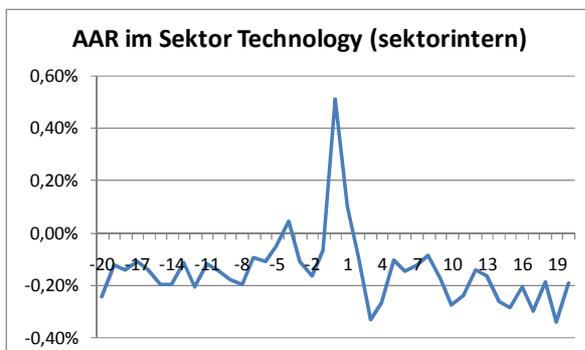
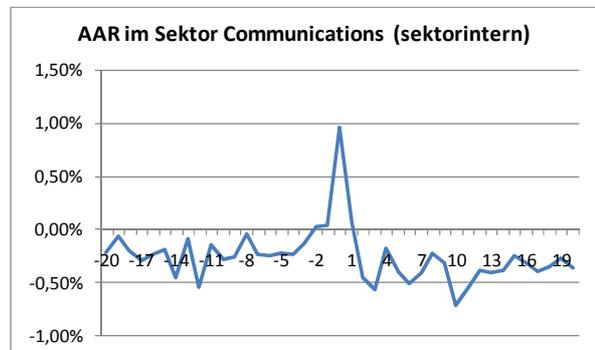
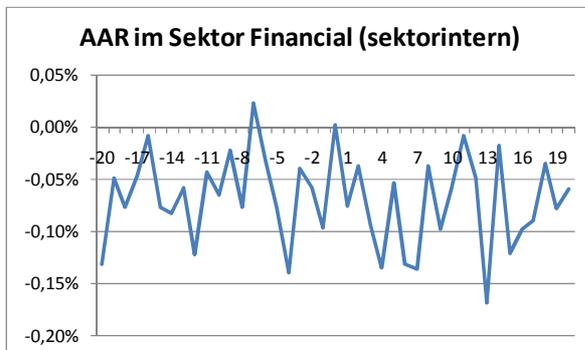
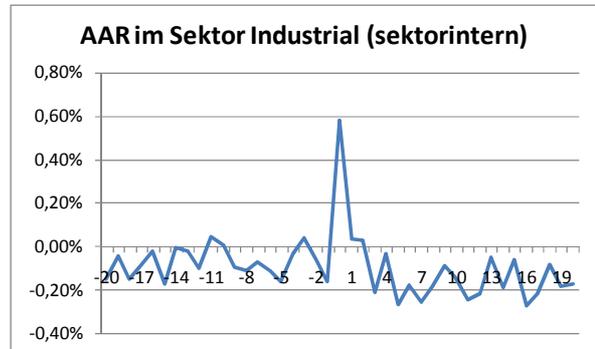
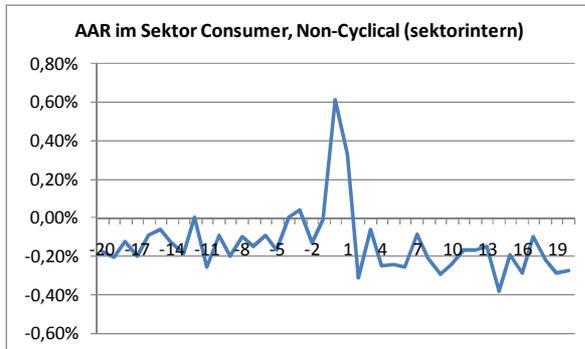
* = Signifikanzniveau von 90 %

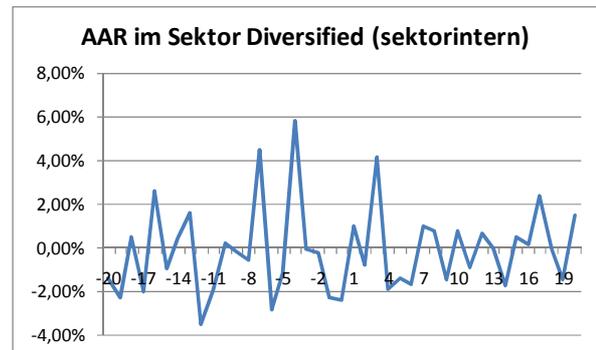
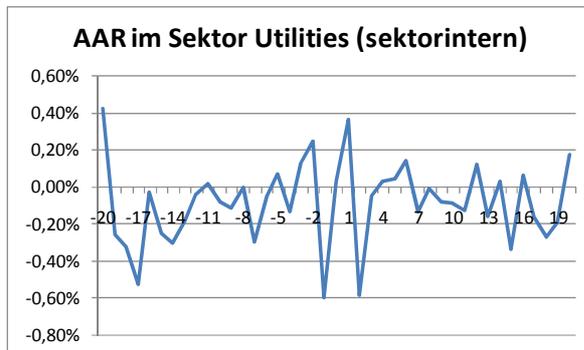
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Erwerbsektor (intern)





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der sektorinternen M&A

Stichprobengröße: 4.181		Sektor: Consumer, Non-cyclical		sektorintern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6159%	5,7881 ***	0,0000	2,9978	-0,8128	0,0001	0,1445	50,37%	49,63%
-1/0	0,6083%	6,1506 ***	0,0000	2,9978	-0,8128	-0,0004	0,1088	48,47%	51,53%
0/1	0,9456%	7,8669 ***	0,0000	2,9978	-0,8128	0,0000	0,1175	50,12%	49,88%
-1/1	0,9380%	8,1961 ***	0,0000	2,9978	-0,8128	-0,0003	0,1007	48,94%	51,06%
-2/2	0,4981%	6,8884 ***	0,0000	2,9978	-0,8128	-0,0006	0,0861	47,28%	52,72%
-5/5	-0,1720%	5,2130 ***	0,0000	3,1944	-0,8128	-0,0009	0,0729	45,94%	54,06%
-10/10	-1,8979%	3,7406 ***	0,0002	3,1944	-0,8128	-0,0010	0,0629	45,34%	54,66%
-15/15	-3,5857%	2,1606 **	0,0307	3,1944	-0,8128	-0,0010	0,0593	44,99%	55,01%
-20/20	-5,5454%	1,0803	0,2800	3,1944	-0,8128	-0,0010	0,0566	44,89%	55,11%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.392		Sektor: Industrial		sektorintern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5822%	6,0160 ***	0,0000	1,4407	-0,5939	0,0001	0,0689	50,12%	49,88%
-1/0	0,4252%	4,4282 ***	0,0000	2,7369	-0,5939	-0,0005	0,0658	47,79%	52,21%
0/1	0,6184%	6,6122 ***	0,0000	1,4407	-0,5939	0,0000	0,0627	49,84%	50,16%
-1/1	0,4614%	5,4494 ***	0,0000	2,7369	-0,5939	-0,0004	0,0627	48,38%	51,62%
-2/2	0,4359%	4,8999 ***	0,0000	2,7369	-0,5939	-0,0005	0,0559	47,55%	52,45%
-5/5	-0,2192%	3,1874 ***	0,0014	2,7369	-0,6731	-0,0008	0,0510	46,74%	53,26%
-10/10	-1,4266%	0,6109	0,5413	2,7369	-0,6731	-0,0008	0,0473	46,20%	53,80%
-15/15	-2,4269%	0,4658	0,6414	2,7369	-0,6731	-0,0009	0,0456	46,01%	53,99%
-20/20	-3,7859%	-0,4096	0,6821	2,7369	-0,9780	-0,0009	0,0442	45,85%	54,15%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.927		Sektor: Financial		sektorintern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0019%	-1,7586 *	0,0786	3,2994	-0,4827	-0,0012	0,0892	44,41%	55,59%
-1/0	-0,0948%	-0,8788	0,3795	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0677	45,66%	54,34%
0/1	-0,0738%	-1,9500 *	0,0512	3,2994	-0,5351	-0,0010	0,0709	45,11%	54,89%
-1/1	-0,1704%	-1,2418	0,2143	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0613	45,71%	54,29%
-2/2	-0,2655%	-1,5653	0,1175	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0521	45,39%	54,61%
-5/5	-0,8061%	-3,0497 ***	0,0023	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,0421	45,45%	54,55%
-10/10	-1,4409%	-2,9207 ***	0,0035	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,0370	45,61%	54,39%
-15/15	-2,1885%	-3,6486 ***	0,0003	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,0350	45,69%	54,31%
-20/20	-2,8635%	-4,1152 ***	0,0000	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,0334	45,75%	54,25%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.702		Sektor: Communications		sektorintern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9601%	4,1223 ***	0,0000	4,0012	-0,6013	0,0000	0,1512	50,00%	50,00%
-1/0	0,9992%	4,1529 ***	0,0000	4,0012	-0,6013	-0,0009	0,1191	47,24%	52,76%
0/1	1,0328%	4,5352 ***	0,0000	4,0012	-0,6013	-0,0006	0,1211	48,30%	51,70%
-1/1	1,0719%	4,6223 ***	0,0000	4,0012	-0,6013	-0,0009	0,1077	47,03%	52,97%
-2/2	0,6411%	3,6714 ***	0,0002	4,0012	-0,6013	-0,0012	0,0942	45,74%	54,26%
-5/5	-1,0975%	1,4405	0,1497	4,0012	-0,6762	-0,0014	0,0808	44,74%	55,26%
-10/10	-4,3459%	-0,7508	0,4528	4,0012	-0,6762	-0,0016	0,0742	44,11%	55,89%
-15/15	-7,7721%	-1,8789 *	0,0603	4,0012	-0,7097	-0,0016	0,0707	44,07%	55,93%
-20/20	-10,4815%	-2,4985 **	0,0125	4,0012	-0,7097	-0,0016	0,0698	43,98%	56,02%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.392		Sektor: Technology				sektorintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5122%	2,8829 ***	0,0039	3,2723	-0,3641	0,0003	0,1175	51,09%	48,91%
-1/0	0,4455%	2,2742 **	0,0230	3,2723	-0,3731	-0,0006	0,0900	48,01%	51,99%
0/1	0,6123%	3,7000 ***	0,0002	3,2723	-0,5566	0,0000	0,1113	50,19%	49,81%
-1/1	0,5457%	3,3038 ***	0,0010	3,2723	-0,5566	-0,0005	0,0952	48,44%	51,56%
-2/2	0,2890%	2,6126 ***	0,0090	3,2723	-0,5566	-0,0008	0,0808	47,10%	52,90%
-5/5	-0,5282%	2,2717 **	0,0231	3,2723	-0,6468	-0,0010	0,0644	46,56%	53,44%
-10/10	-2,0544%	1,1800	0,2380	3,2723	-0,6537	-0,0011	0,0582	45,90%	54,10%
-15/15	-3,9696%	-0,7061	0,4802	3,2723	-0,6537	-0,0012	0,0551	45,52%	54,48%
-20/20	-5,9473%	-2,2027 **	0,0276	3,2723	-0,6537	-0,0012	0,0528	45,37%	54,63%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.560		Sektor: Consumer, Cyclical				sektorintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8571%	6,4357 ***	0,0000	1,9833	-0,4692	0,0008	0,0959	52,31%	47,69%
-1/0	0,8837%	6,3844 ***	0,0000	1,9833	-0,4832	-0,0003	0,0813	48,94%	51,06%
0/1	1,0981%	7,9421 ***	0,0000	1,9833	-0,5840	0,0001	0,0818	50,42%	49,58%
-1/1	1,1247%	7,9341 ***	0,0000	1,9833	-0,5840	-0,0003	0,0762	48,80%	51,20%
-2/2	0,9473%	6,8594 ***	0,0000	1,9833	-0,5840	-0,0006	0,0711	46,87%	53,13%
-5/5	0,2986%	6,6135 ***	0,0000	1,9833	-0,6191	-0,0007	0,0573	46,56%	53,44%
-10/10	-1,8610%	4,1591 ***	0,0000	2,9150	-0,6881	-0,0009	0,0545	45,30%	54,70%
-15/15	-3,2840%	3,9876 ***	0,0001	2,9150	-0,6881	-0,0009	0,0541	45,38%	54,62%
-20/20	-5,0948%	2,7248 ***	0,0064	2,9150	-0,6881	-0,0009	0,0523	45,17%	54,83%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 934		Sektor: Energy				sektorintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8880%	0,5745	0,5656	2,3037	-0,2828	-0,0027	0,1398	44,11%	55,89%
-1/0	0,8373%	0,7241	0,4690	2,3037	-0,3487	-0,0016	0,1081	45,34%	54,66%
0/1	1,5951%	1,7007 *	0,0890	2,3147	-0,3438	-0,0015	0,1275	45,56%	54,44%
-1/1	1,5444%	1,7958 *	0,0725	2,3147	-0,3487	-0,0014	0,1100	45,90%	54,10%
-2/2	1,3798%	1,9850 **	0,0471	2,3147	-0,4900	-0,0015	0,0994	45,29%	54,71%
-5/5	0,2046%	1,5730	0,1157	2,3147	-0,6173	-0,0018	0,0839	43,98%	56,02%
-10/10	-3,6004%	0,3447	0,7303	2,3147	-0,7202	-0,0019	0,0738	43,37%	56,63%
-15/15	-6,6409%	-0,5412	0,5883	2,3147	-0,7202	-0,0019	0,0708	43,12%	56,88%
-20/20	-8,7999%	-0,6265	0,5310	2,3147	-0,7202	-0,0019	0,0680	43,08%	56,92%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 730		Sektor: Basic Materials				sektorintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6001%	1,6346	0,1021	1,0971	-0,3953	-0,0007	0,0991	48,08%	51,92%
-1/0	0,4528%	1,6457 *	0,0998	1,0971	-0,3982	-0,0007	0,0792	47,67%	52,33%
0/1	0,8773%	2,1775 **	0,0294	1,3248	-0,3953	-0,0011	0,0913	46,37%	53,63%
-1/1	0,7301%	2,1877 **	0,0287	1,3248	-0,3982	-0,0008	0,0804	46,67%	53,33%
-2/2	0,3930%	1,8338 *	0,0667	1,3308	-0,5030	-0,0011	0,0728	45,32%	54,68%
-5/5	0,0398%	2,1550 **	0,0312	1,3308	-0,5567	-0,0013	0,0625	44,58%	55,42%
-10/10	-1,1841%	1,3524	0,1762	2,0001	-0,5567	-0,0014	0,0602	43,82%	56,18%
-15/15	-2,0840%	1,1842	0,2363	2,0001	-0,5567	-0,0013	0,0569	43,80%	56,20%
-20/20	-2,9056%	1,6272	0,1037	2,0001	-0,6680	-0,0013	0,0562	43,84%	56,16%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 180		Sektor: Utilities		sektorintern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0283%	-0,2540	0,7995	0,1113	-0,1051	0,0000	0,0258	50,56%	49,44%
-1/0	-0,5713%	-0,8394	0,4013	0,1113	-0,4977	-0,0007	0,0343	45,56%	54,44%
0/1	0,3973%	-0,2282	0,8195	1,0061	-0,1051	-0,0001	0,0578	49,17%	50,83%
-1/1	-0,2023%	-0,7749	0,4384	1,0061	-0,4977	-0,0006	0,0529	46,30%	53,70%
-2/2	-0,5383%	-1,4113	0,1582	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0564	45,89%	54,11%
-5/5	-0,4450%	-0,5626	0,5737	1,0061	-0,4977	-0,0005	0,0404	46,82%	53,18%
-10/10	-1,1532%	-1,5653	0,1175	1,0061	-0,4977	-0,0006	0,0321	46,40%	53,60%
-15/15	-2,3859%	-2,2290 **	0,0258	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0289	46,22%	53,78%
-20/20	-3,4798%	-2,6274 ***	0,0086	1,0061	-0,4977	-0,0007	0,0300	45,99%	54,01%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 22		Sektor: Diversified		sektorintern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-2,4239%	0,0420	0,9665	0,6055	-0,6292	0,0100	0,1924	54,55%	45,45%
-1/0	-4,7331%	-1,5828	0,1135	0,6055	-0,6292	-0,0044	0,1392	36,36%	63,64%
0/1	-1,4514%	1,7388 *	0,0821	0,6055	-0,6292	0,0085	0,1418	59,09%	40,91%
-1/1	-3,7606%	0,7314	0,4645	0,6055	-0,6292	-0,0007	0,1194	45,45%	54,55%
-2/2	-4,8251%	0,5429	0,5872	0,6055	-0,6292	-0,0007	0,0964	46,36%	53,64%
-5/5	0,6287%	2,9917 ***	0,0028	0,6055	-0,6292	-0,0003	0,0937	49,17%	50,83%
-10/10	1,0144%	2,0183 **	0,0436	0,8784	-0,6292	-0,0012	0,1017	43,07%	56,93%
-15/15	-4,8853%	1,3875	0,1653	0,8784	-0,6292	-0,0010	0,0910	45,31%	54,69%
-20/20	-4,9917%	1,9999 **	0,0455	0,8784	-0,6292	-0,0004	0,0891	47,34%	52,66%

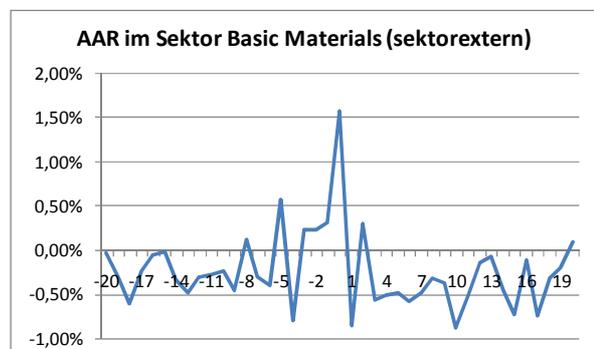
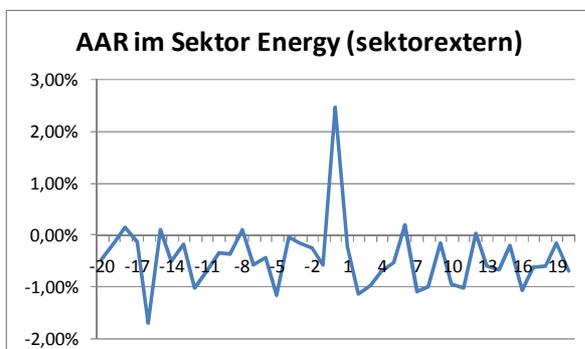
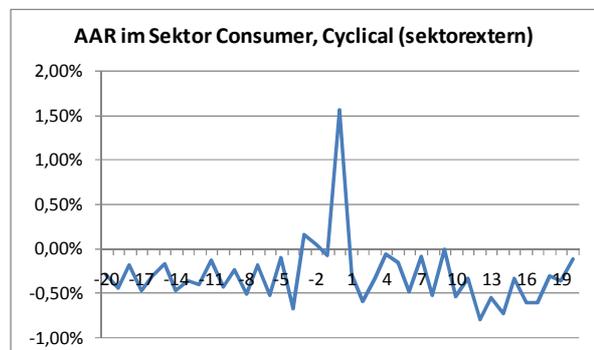
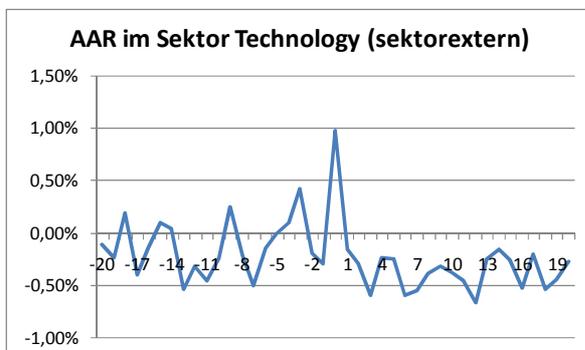
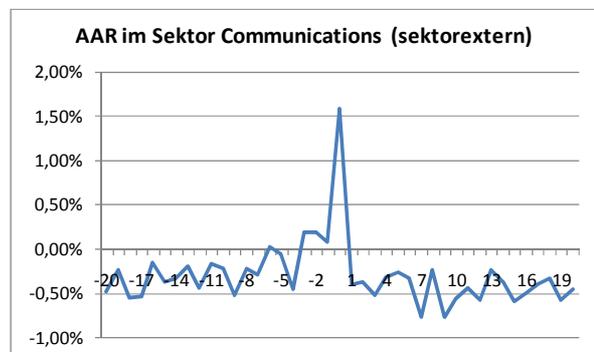
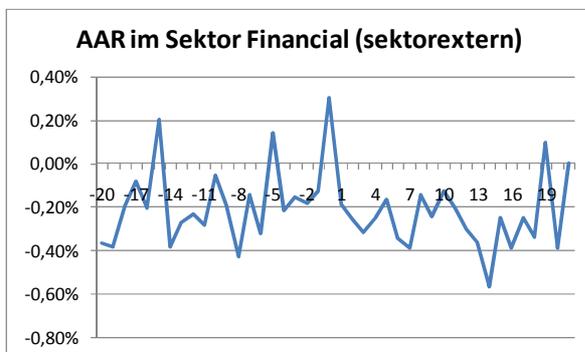
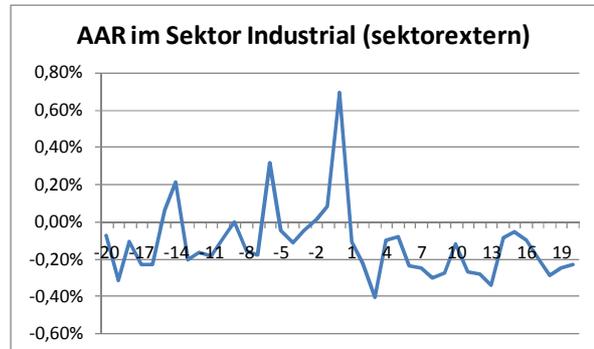
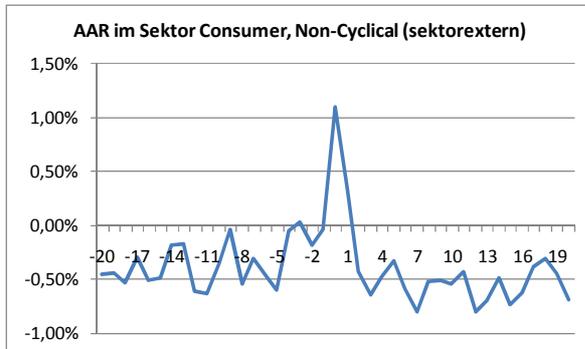
* = Signifikanzniveau von 90 %

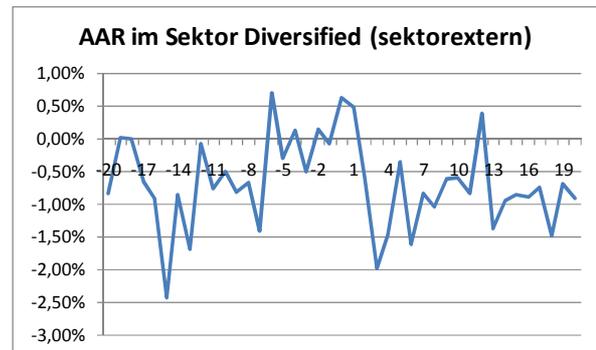
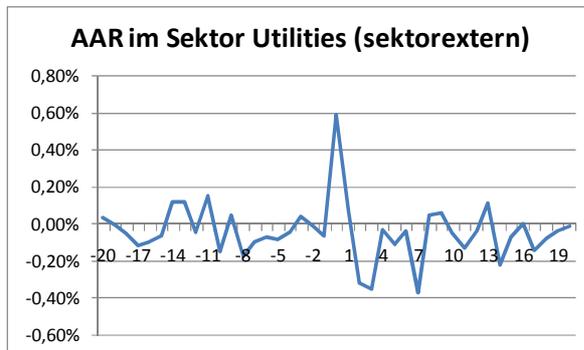
** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Erwerberektor (extern)





Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR der sektorexternen M&A

Stichprobengröße: 1.561		Sektor: Consumer, Non-cyclical		sektorextern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0996%	4,5453 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0004	0,2180	48,75%	51,25%
-1/0	1,0681%	5,0586 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0008	0,1717	46,25%	53,75%
0/1	1,4382%	5,6721 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0006	0,1837	47,89%	52,11%
-1/1	1,4067%	6,1586 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0008	0,1621	46,51%	53,49%
-2/2	0,7898%	5,7275 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0010	0,1400	45,25%	54,75%
-5/5	-1,2931%	4,5223 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0012	0,1163	44,02%	55,98%
-10/10	-5,9705%	3,3289 ***	0,0009	4,4685	-0,7632	-0,0013	0,0977	43,46%	56,54%
-15/15	-11,2082%	1,2915	0,1965	4,4685	-0,7874	-0,0014	0,0911	43,00%	57,00%
-20/20	-15,9007%	0,4602	0,6454	4,4685	-0,9320	-0,0014	0,0858	42,90%	57,10%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.018		Sektor: Industrial		sektorextern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6907%	6,1382 ***	0,0000	2,9825	-0,4478	0,0002	0,1283	51,04%	48,96%
-1/0	0,7700%	4,6775 ***	0,0000	2,9825	-0,8734	-0,0005	0,1101	47,72%	52,28%
0/1	0,5858%	5,2903 ***	0,0000	2,9825	-0,5985	-0,0002	0,1095	49,28%	50,72%
-1/1	0,6651%	4,5713 ***	0,0000	2,9825	-0,8734	-0,0006	0,1028	47,65%	52,35%
-2/2	0,4487%	3,1951 ***	0,0014	2,9825	-0,8734	-0,0008	0,0885	46,37%	53,63%
-5/5	-0,3561%	2,5997 ***	0,0093	2,9825	-0,8734	-0,0010	0,0729	45,59%	54,41%
-10/10	-1,6559%	1,2072	0,2274	2,9990	-0,8734	-0,0010	0,0673	45,28%	54,72%
-15/15	-2,9809%	0,6782	0,4977	2,9990	-0,8734	-0,0010	0,0636	45,17%	54,83%
-20/20	-4,9997%	-0,1326	0,8945	2,9990	-0,8734	-0,0011	0,0608	44,96%	55,04%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.359		Sektor: Financial		sektorextern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3015%	2,1283 **	0,0333	3,6375	-0,5777	-0,0010	0,1308	46,21%	53,79%
-1/0	0,1773%	1,2265	0,2200	3,6375	-0,5777	-0,0010	0,1029	44,92%	55,08%
0/1	0,1149%	3,2571 ***	0,0011	3,6375	-0,5777	-0,0008	0,1031	46,47%	53,53%
-1/1	-0,0093%	2,5156 **	0,0119	3,6375	-0,5777	-0,0009	0,0919	45,52%	54,48%
-2/2	-0,4415%	1,5300	0,1260	3,6375	-0,5777	-0,0009	0,0805	45,24%	54,76%
-5/5	-1,3883%	-0,2516	0,8013	3,6375	-0,6539	-0,0009	0,0724	45,33%	54,67%
-10/10	-3,7633%	-1,7395 *	0,0819	3,6375	-0,7670	-0,0010	0,0664	44,71%	55,29%
-15/15	-6,3772%	-2,6131 ***	0,0090	3,6375	-0,8199	-0,0010	0,0630	44,52%	55,48%
-20/20	-8,8583%	-3,8784 ***	0,0001	3,6375	-0,8199	-0,0010	0,0609	44,34%	55,66%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.535		Sektor: Communications		sektorextern					
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,5820%	5,8739 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	0,0005	0,2395	51,73%	48,27%
-1/0	1,6626%	5,9773 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0004	0,1847	48,76%	51,24%
0/1	1,1859%	5,5026 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0004	0,1876	48,89%	51,11%
-1/1	1,2664%	5,8730 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0007	0,1643	47,86%	52,14%
-2/2	1,0851%	5,6623 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0010	0,1409	46,61%	53,39%
-5/5	-0,3267%	4,1685 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0013	0,1109	45,38%	54,62%
-10/10	-4,2144%	1,6398	0,1010	3,7295	-0,8038	-0,0016	0,0964	44,23%	55,77%
-15/15	-7,9073%	0,6385	0,5231	3,7295	-0,8038	-0,0017	0,0884	44,03%	55,97%
-20/20	-12,1008%	-1,1402	0,2542	3,7295	-0,8038	-0,0017	0,0834	43,86%	56,14%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.351		Sektor: Technology				sektorextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9826%	3,1310 ***	0,0017	2,9922	-0,3470	0,0001	0,1418	50,19%	49,81%
-1/0	0,6885%	2,4622 **	0,0138	2,9922	-0,4303	-0,0009	0,1108	47,22%	52,78%
0/1	0,8354%	3,2588 ***	0,0011	2,9922	-0,4663	-0,0005	0,1138	48,56%	51,44%
-1/1	0,5412%	2,7455 ***	0,0060	2,9922	-0,4663	-0,0009	0,1005	47,13%	52,87%
-2/2	0,0639%	1,5369	0,1243	2,9922	-0,5419	-0,0013	0,0913	45,64%	54,36%
-5/5	-0,4768%	2,2095 **	0,0271	2,9922	-0,5419	-0,0012	0,0835	45,29%	54,71%
-10/10	-3,5176%	0,2495	0,8030	2,9922	-0,6629	-0,0015	0,0747	44,66%	55,34%
-15/15	-6,4446%	-1,0306	0,3027	2,9922	-0,6640	-0,0016	0,0712	44,33%	55,67%
-20/20	-9,0929%	-2,2842 **	0,0224	2,9922	-0,6675	-0,0016	0,0698	44,06%	55,94%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 935		Sektor: Consumer, Cyclical				sektorextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,5538%	4,4740 ***	0,0000	3,9887	-0,4992	-0,0002	0,2401	48,88%	51,12%
-1/0	1,4828%	3,9507 ***	0,0001	3,9887	-0,4992	-0,0007	0,1793	47,06%	52,94%
0/1	1,2639%	4,8026 ***	0,0000	3,9887	-0,4992	-0,0006	0,1830	46,90%	53,10%
-1/1	1,1929%	4,4091 ***	0,0000	3,9887	-0,4992	-0,0008	0,1564	46,35%	53,65%
-2/2	0,6582%	4,0284 ***	0,0001	3,9887	-0,5163	-0,0010	0,1309	45,56%	54,44%
-5/5	-0,5166%	4,3500 ***	0,0000	3,9887	-0,5726	-0,0011	0,1040	44,99%	55,01%
-10/10	-4,0444%	2,2293 **	0,0258	3,9887	-0,6919	-0,0013	0,0889	43,66%	56,34%
-15/15	-8,3156%	0,9745	0,3298	3,9887	-0,9634	-0,0013	0,0845	43,53%	56,47%
-20/20	-11,9971%	-0,0474	0,9622	3,9887	-0,9634	-0,0014	0,0816	43,11%	56,89%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 428		Sektor: Energy				sektorextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,4677%	2,3243 **	0,0201	3,3666	-0,5004	-0,0006	0,2335	48,13%	51,87%
-1/0	1,8931%	2,0077 **	0,0447	3,3666	-0,5430	-0,0014	0,1788	45,68%	54,32%
0/1	2,2478%	3,1527 ***	0,0016	3,3666	-0,5004	-0,0009	0,1876	47,66%	52,34%
-1/1	1,6732%	2,8874 ***	0,0039	3,3666	-0,5430	-0,0014	0,1627	46,18%	53,82%
-2/2	0,2751%	2,6229 ***	0,0087	3,3666	-0,6358	-0,0014	0,1372	45,70%	54,30%
-5/5	-3,2536%	1,3521	0,1763	3,3666	-0,6358	-0,0017	0,1121	44,01%	55,99%
-10/10	-7,8451%	1,4802	0,1388	3,3666	-0,6656	-0,0017	0,1007	44,21%	55,79%
-15/15	-12,6314%	0,9117	0,3619	3,3666	-0,6656	-0,0019	0,0940	43,41%	56,59%
-20/20	-18,0233%	1,3221	0,1861	3,3666	-0,6987	-0,0020	0,0930	43,21%	56,79%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 479		Sektor: Basic Materials				sektorextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,5751%	3,2392 ***	0,0012	1,8476	-0,3370	-0,0008	0,1546	47,81%	52,19%
-1/0	1,8950%	3,3773 ***	0,0007	1,8476	-0,3370	-0,0010	0,1198	46,24%	53,76%
0/1	0,7304%	2,9644 ***	0,0030	2,1638	-0,6152	-0,0012	0,1387	46,14%	53,86%
-1/1	1,0503%	3,1216 ***	0,0018	2,1638	-0,6152	-0,0012	0,1199	45,65%	54,35%
-2/2	1,5911%	3,2963 ***	0,0010	2,1638	-0,6152	-0,0012	0,1252	45,59%	54,41%
-5/5	0,0913%	2,1606 **	0,0307	2,3410	-0,6305	-0,0013	0,1038	44,94%	55,06%
-10/10	-3,7387%	0,3108	0,7560	2,3410	-0,6832	-0,0017	0,0859	43,17%	56,83%
-15/15	-6,9967%	-0,8287	0,4073	2,3410	-0,6832	-0,0018	0,0820	42,82%	57,18%
-20/20	-9,4341%	-0,6265	0,5310	2,3410	-0,6832	-0,0017	0,0789	43,07%	56,93%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 248		Sektor: Utilities			sektorextern				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5946%	0,9327	0,3510	1,3271	-0,0578	0,0002	0,0898	51,21%	48,79%
-1/0	0,5342%	0,2782	0,7809	1,3271	-0,0901	0,0003	0,0650	51,41%	48,59%
0/1	0,6702%	0,3931	0,6942	1,3271	-0,0578	-0,0002	0,0654	49,80%	50,20%
-1/1	0,6099%	-0,0590	0,9529	1,3271	-0,0901	0,0001	0,0545	50,40%	49,60%
-2/2	0,2869%	-0,3313	0,7404	1,3271	-0,2771	-0,0004	0,0448	48,71%	51,29%
-5/5	-0,2756%	-1,3421	0,1796	1,3271	-0,2771	-0,0004	0,0336	47,84%	52,16%
-10/10	-1,0476%	-1,8985 *	0,0576	1,3271	-0,2771	-0,0004	0,0280	47,73%	52,27%
-15/15	-1,0795%	-1,0664	0,2863	1,3271	-0,2771	-0,0003	0,0255	48,47%	51,53%
-20/20	-1,5665%	-0,9687	0,3327	1,3271	-0,2771	-0,0003	0,0241	48,38%	51,62%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 338		Sektor: Diversified			sektorextern				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6371%	1,6654 *	0,0958	1,9517	-0,5420	-0,0008	0,1641	45,56%	54,44%
-1/0	0,5706%	1,4451	0,1484	1,9597	-0,5420	-0,0015	0,1638	42,90%	57,10%
0/1	1,1287%	4,2041 ***	0,0000	1,9517	-0,5420	-0,0004	0,1352	47,34%	52,66%
-1/1	1,0622%	3,7020 ***	0,0002	1,9597	-0,5420	-0,0009	0,1452	44,97%	55,03%
-2/2	0,6258%	2,0679 **	0,0386	1,9597	-0,5420	-0,0014	0,1321	42,90%	57,10%
-5/5	-3,8071%	0,3323	0,7397	1,9597	-0,6838	-0,0020	0,1158	40,75%	59,25%
-10/10	-11,1835%	0,4658	0,6413	1,9597	-0,6838	-0,0020	0,1035	41,19%	58,81%
-15/15	-20,5740%	-1,9303 *	0,0536	1,9597	-0,7669	-0,0022	0,1018	40,53%	59,47%
-20/20	-27,6119%	-1,8786 *	0,0603	1,9597	-0,7669	-0,0022	0,0992	40,50%	59,50%

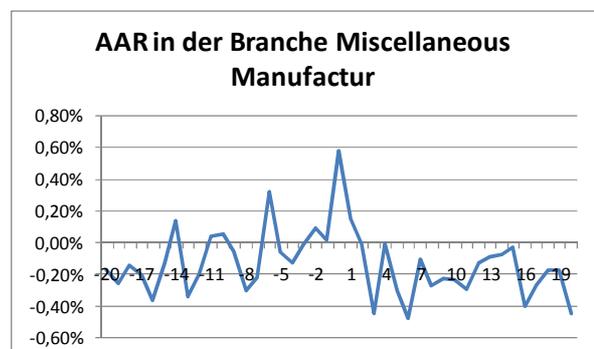
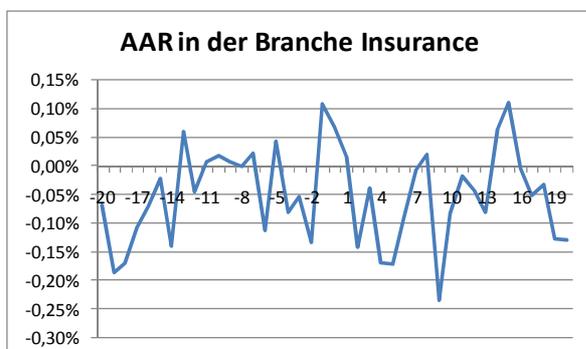
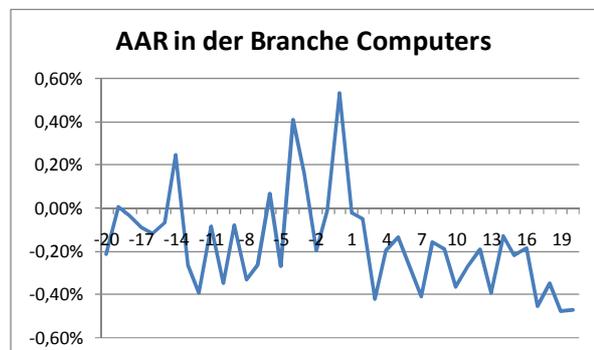
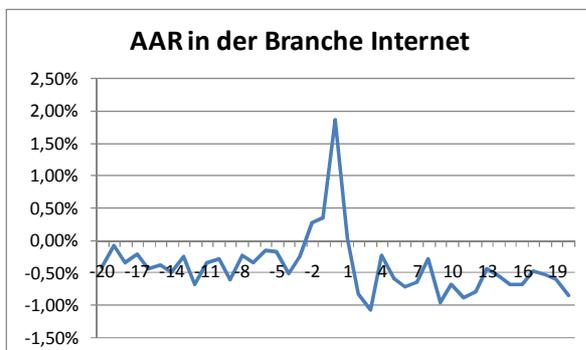
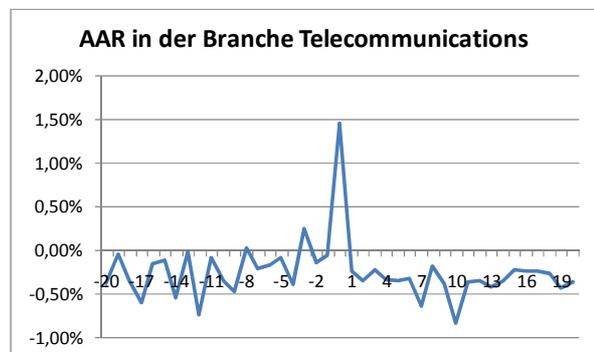
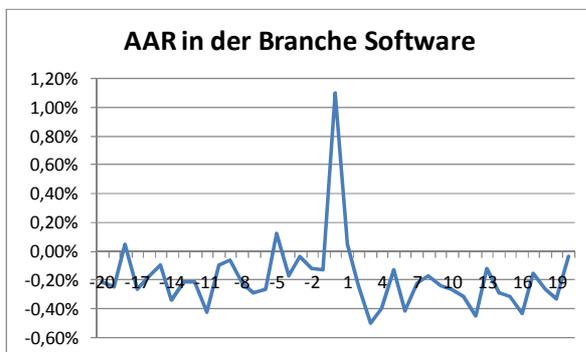
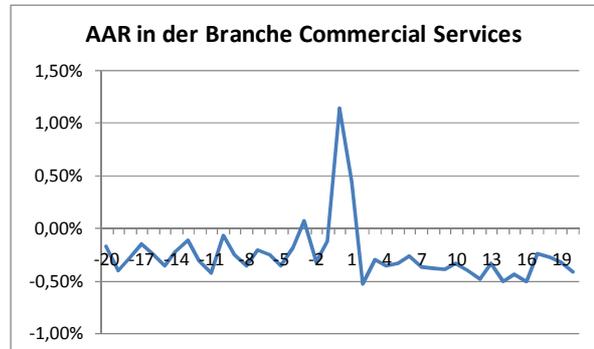
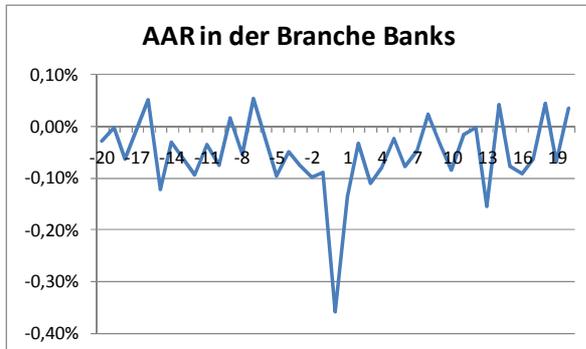
* = Signifikanzniveau von 90 %

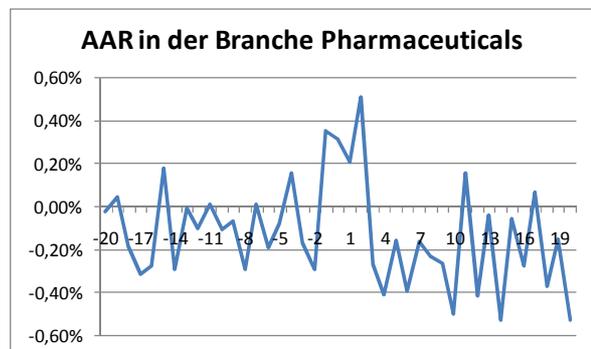
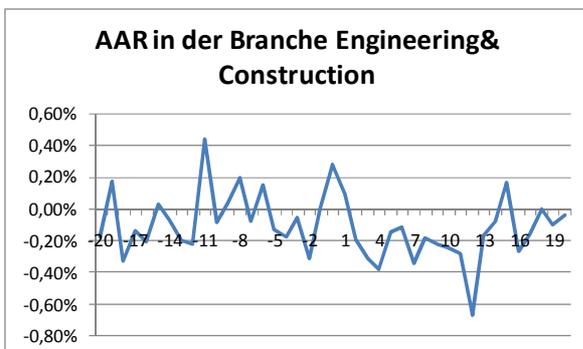
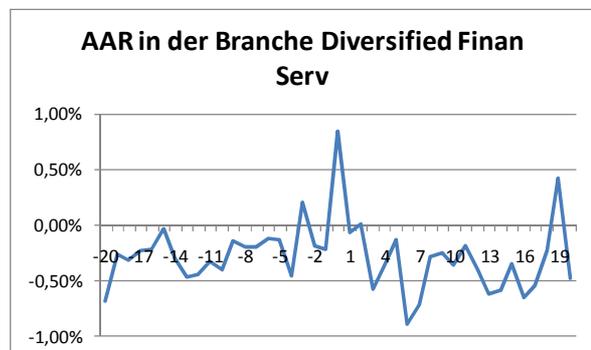
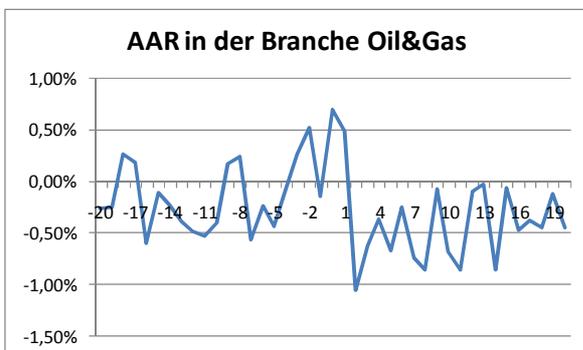
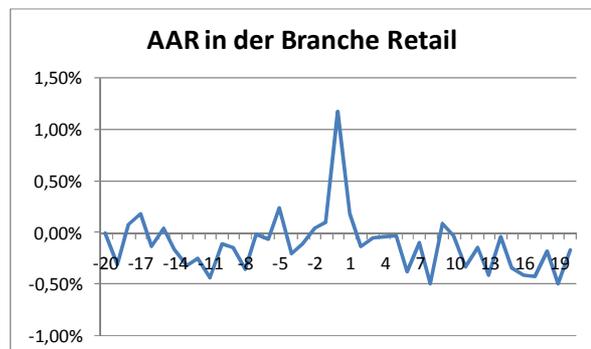
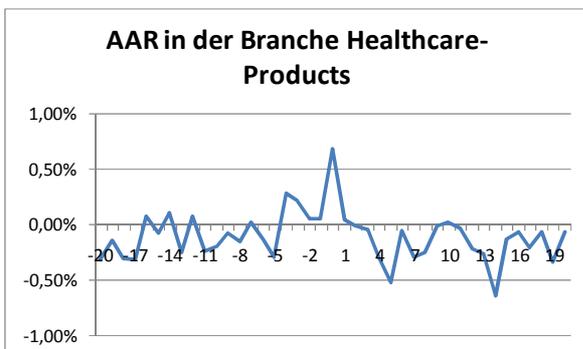
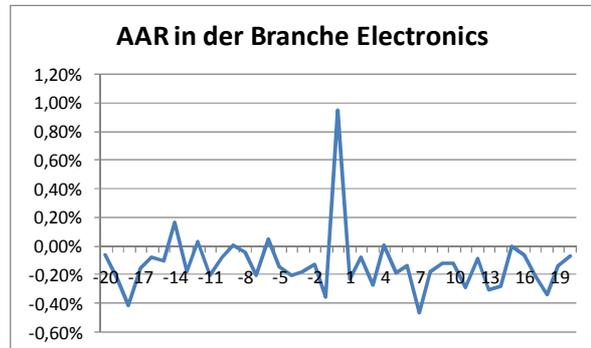
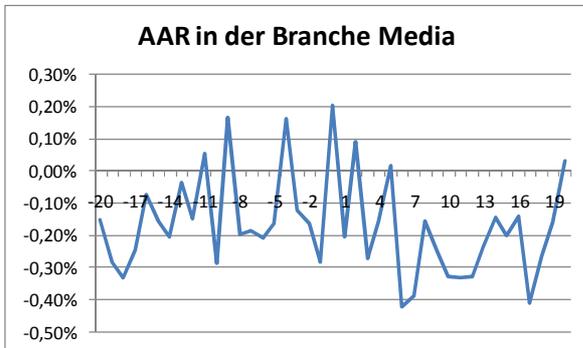
** = Signifikanzniveau von 95 %

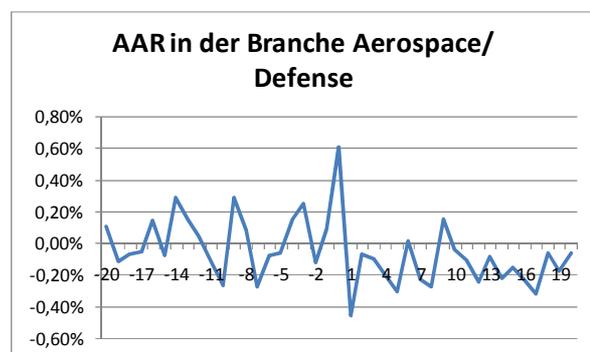
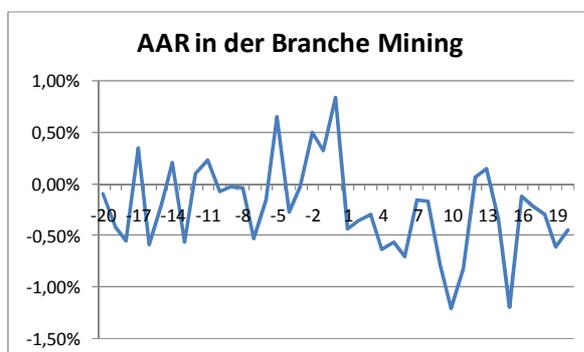
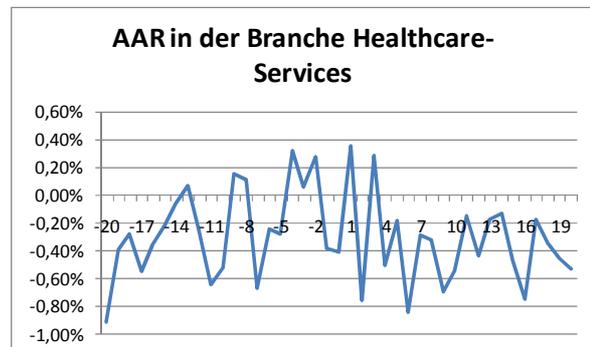
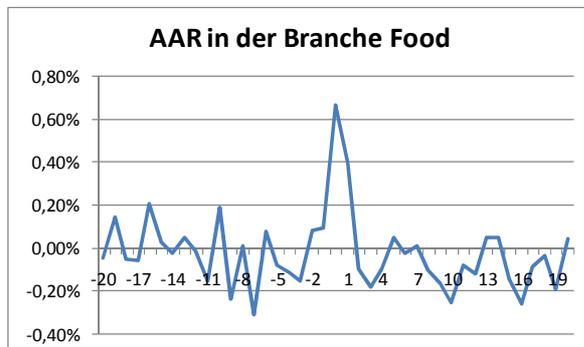
*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Branche (Erwerber)







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR in den einzelnen Branchen (Erwerber)

Stichprobengröße: 2.402		Branche: Banks							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,3583%	-5,5097 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0017	0,0309	42,51%	57,49%
-1/0	-0,4464%	-5,8198 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0011	0,0263	44,71%	55,29%
0/1	-0,4948%	-6,0983 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0013	0,0281	44,00%	56,00%
-1/1	-0,5829%	-6,4690 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0010	0,0258	44,98%	55,02%
-2/2	-0,7132%	-6,9339 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0009	0,0243	44,83%	55,17%
-5/5	-1,1468%	-8,6459 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0008	0,0224	45,25%	54,75%
-10/10	-1,4544%	-7,2994 ***	0,0000	0,3824	-0,3457	-0,0007	0,0216	45,76%	54,24%
-15/15	-2,0102%	-7,6924 ***	0,0000	0,4058	-0,3457	-0,0007	0,0211	45,90%	54,10%
-20/20	-2,2006%	-7,1478 ***	0,0000	0,4058	-0,3457	-0,0006	0,0209	46,01%	53,99%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.316		Branche: Commercial Services							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1482%	6,4256 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	0,0004	0,1860	50,91%	49,09%
-1/0	1,0259%	6,7346 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0004	0,1387	48,38%	51,62%
0/1	1,5940%	7,9414 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	0,0000	0,1583	49,96%	50,04%
-1/1	1,4717%	8,2689 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0004	0,1341	48,59%	51,41%
-2/2	0,6200%	6,6292 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0008	0,1129	46,32%	53,68%
-5/5	-0,8303%	4,4956 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0011	0,0960	44,69%	55,31%
-10/10	-3,6964%	2,8300 ***	0,0047	4,4685	-0,7632	-0,0012	0,0805	44,14%	55,86%
-15/15	-7,3103%	0,6614	0,5084	4,4685	-0,7632	-0,0012	0,0751	43,68%	56,32%
-20/20	-10,3162%	0,2152	0,8296	4,4685	-0,9320	-0,0012	0,0715	43,67%	56,33%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.840		Branche: Software							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1047%	4,8984 ***	0,0000	2,9922	-0,3641	0,0012	0,1318	52,72%	47,28%
-1/0	0,9715%	4,2337 ***	0,0000	2,9922	-0,4127	-0,0004	0,1022	48,61%	51,39%
0/1	1,1533%	4,9198 ***	0,0000	2,9922	-0,3904	0,0003	0,1193	50,71%	49,29%
-1/1	1,0200%	4,5422 ***	0,0000	2,9922	-0,4127	-0,0005	0,1032	48,64%	51,36%
-2/2	0,6570%	3,5458 ***	0,0004	2,9922	-0,4975	-0,0009	0,0883	46,92%	53,08%
-5/5	-0,4633%	2,6008 ***	0,0093	2,9922	-0,4975	-0,0012	0,0747	45,46%	54,54%
-10/10	-2,7083%	0,8147	0,4153	2,9922	-0,6629	-0,0013	0,0688	44,76%	55,24%
-15/15	-5,5009%	-1,2330	0,2176	2,9922	-0,6629	-0,0014	0,0649	44,38%	55,62%
-20/20	-7,5968%	-2,1154 **	0,0344	2,9922	-0,6629	-0,0014	0,0628	44,27%	55,73%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.526		Branche: Telecommunications							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,4535%	3,9389 ***	0,0001	3,3174	-0,2961	0,0008	0,2004	51,70%	48,30%
-1/0	1,3965%	4,3914 ***	0,0000	3,3174	-0,5974	-0,0001	0,1497	49,18%	50,82%
0/1	1,2061%	4,3678 ***	0,0000	3,3174	-0,5947	0,0001	0,1531	50,13%	49,87%
-1/1	1,1491%	4,8482 ***	0,0000	3,3174	-0,5974	-0,0003	0,1309	48,97%	51,03%
-2/2	0,6469%	3,7213 ***	0,0002	3,3174	-0,6267	-0,0009	0,1119	46,96%	53,04%
-5/5	-0,4989%	2,3300 **	0,0198	3,3174	-0,6267	-0,0011	0,0954	45,54%	54,46%
-10/10	-4,0682%	0,2700	0,7871	3,3174	-0,8038	-0,0014	0,0820	44,59%	55,41%
-15/15	-7,3044%	0,0354	0,9718	3,3174	-0,8038	-0,0013	0,0769	44,73%	55,27%
-20/20	-10,3769%	-0,6740	0,5003	3,3174	-0,8038	-0,0014	0,0740	44,60%	55,40%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		1.347		Branche:		Internet			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,8640%	5,4700 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	0,0006	0,2182	50,78%	49,22%
-1/0	2,2189%	5,5123 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0016	0,1769	46,40%	53,60%
0/1	1,9008%	4,9970 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0009	0,1794	47,92%	52,08%
-1/1	2,2557%	5,3786 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0019	0,1624	45,95%	54,05%
-2/2	1,7228%	4,7685 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0023	0,1415	44,20%	55,80%
-5/5	-1,0908%	4,0890 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0030	0,1126	43,05%	56,95%
-10/10	-5,9683%	1,7624 *	0,0780	3,7295	-0,7873	-0,0034	0,1033	42,09%	57,91%
-15/15	-11,4335%	-0,2887	0,7728	3,7295	-0,7873	-0,0035	0,0963	41,76%	58,24%
-20/20	-16,0173%	-0,9403	0,3471	3,7295	-0,7873	-0,0034	0,0939	41,78%	58,22%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		1.330		Branche:		Computers			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5345%	2,1557 **	0,0311	3,2723	-0,3305	-0,0001	0,1227	49,32%	50,68%
-1/0	0,5279%	2,1059 **	0,0352	3,2723	-0,3305	-0,0009	0,0957	47,07%	52,93%
0/1	0,5123%	2,5543 **	0,0106	3,2723	-0,4663	-0,0004	0,1083	48,57%	51,43%
-1/1	0,5057%	2,5537 **	0,0107	3,2723	-0,4663	-0,0008	0,0943	47,32%	52,68%
-2/2	0,2688%	1,6430	0,1004	3,2723	-0,5419	-0,0012	0,0860	45,85%	54,15%
-5/5	-0,1600%	2,5357 **	0,0112	3,2723	-0,6468	-0,0010	0,0743	46,25%	53,75%
-10/10	-2,4707%	1,0025	0,3161	3,2723	-0,6537	-0,0011	0,0649	45,53%	54,47%
-15/15	-4,2112%	0,5399	0,5893	3,2723	-0,6640	-0,0012	0,0622	45,41%	54,59%
-20/20	-6,5739%	-0,8309	0,4060	3,2723	-0,6675	-0,0012	0,0604	45,16%	54,84%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		1.086		Branche:		Insurance			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0691%	0,9322	0,3512	0,2060	-0,1438	-0,0005	0,0257	47,51%	52,49%
-1/0	0,1779%	1,8714 *	0,0613	0,2060	-0,2211	-0,0004	0,0248	47,88%	52,12%
0/1	0,0855%	1,3859	0,1658	0,2060	-0,2736	-0,0004	0,0249	48,30%	51,70%
-1/1	0,1944%	2,1496 **	0,0316	0,2060	-0,2736	-0,0003	0,0246	48,28%	51,72%
-2/2	-0,0817%	0,6598	0,5094	0,3931	-0,6114	-0,0005	0,0256	47,57%	52,43%
-5/5	-0,5561%	-0,7784	0,4363	0,6125	-0,6114	-0,0006	0,0255	46,92%	53,08%
-10/10	-1,0179%	-1,2308	0,2184	1,0808	-0,6114	-0,0007	0,0263	46,60%	53,40%
-15/15	-1,1229%	-1,0236	0,3060	1,2966	-0,6114	-0,0007	0,0284	46,87%	53,13%
-20/20	-2,0719%	-2,5047 **	0,0123	1,2966	-0,6114	-0,0007	0,0271	46,72%	53,28%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		1.061		Branche:		Miscellaneous Manufactur			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5751%	3,1550 ***	0,0016	0,9622	-0,4478	0,0001	0,0771	50,42%	49,58%
-1/0	0,5876%	2,4352 **	0,0149	1,3832	-0,4478	-0,0004	0,0764	48,54%	51,46%
0/1	0,7197%	2,9726 ***	0,0030	1,1557	-0,5985	-0,0001	0,0748	49,62%	50,38%
-1/1	0,7323%	2,4954 **	0,0126	1,3832	-0,5985	-0,0004	0,0751	48,63%	51,37%
-2/2	0,8018%	2,4628 **	0,0138	1,3832	-0,5985	-0,0004	0,0685	48,09%	51,91%
-5/5	-0,1763%	0,9645	0,3348	1,9965	-0,5985	-0,0006	0,0622	47,17%	52,83%
-10/10	-1,7222%	-0,9193	0,3580	1,9965	-0,5985	-0,0006	0,0569	46,82%	53,18%
-15/15	-2,8753%	-1,3289	0,1839	1,9965	-0,5985	-0,0007	0,0542	46,43%	53,57%
-20/20	-5,5063%	-2,8633 ***	0,0042	1,9965	-0,9780	-0,0007	0,0522	46,26%	53,74%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 929		Branche: Media							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2035%	2,2686 **	0,0233	1,6663	-0,5689	-0,0002	0,0773	48,87%	51,13%
-1/0	-0,0793%	1,1041	0,2696	1,6663	-0,5689	-0,0006	0,0604	46,99%	53,01%
0/1	-0,0003%	1,5188	0,1288	1,6663	-0,5689	-0,0007	0,0628	46,99%	53,01%
-1/1	-0,2831%	0,6756	0,4993	1,6663	-0,5689	-0,0008	0,0554	46,36%	53,64%
-2/2	-0,3569%	0,9520	0,3411	1,6663	-0,5689	-0,0008	0,0509	46,44%	53,56%
-5/5	-0,8872%	-0,6981	0,4851	1,6663	-0,5689	-0,0007	0,0492	46,57%	53,43%
-10/10	-3,1220%	-1,9704 **	0,0488	1,6663	-0,5843	-0,0008	0,0467	45,91%	54,09%
-15/15	-4,8378%	-1,7129 *	0,0867	1,6663	-0,5843	-0,0008	0,0453	45,84%	54,16%
-20/20	-6,8533%	-3,0619 ***	0,0022	1,7133	-0,5843	-0,0008	0,0448	45,63%	54,37%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 871		Branche: Electronics							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9481%	4,0902 ***	0,0000	2,9825	-0,2273	0,0010	0,1514	51,89%	48,11%
-1/0	0,5929%	2,9611 ***	0,0031	2,9825	-0,8734	-0,0005	0,1210	47,88%	52,12%
0/1	0,7125%	4,0194 ***	0,0001	2,9825	-0,5335	-0,0001	0,1156	49,71%	50,29%
-1/1	0,3572%	3,2923 ***	0,0010	2,9825	-0,8734	-0,0006	0,1049	47,76%	52,24%
-2/2	0,1525%	2,5396 **	0,0111	2,9825	-0,8734	-0,0009	0,0892	46,48%	53,52%
-5/5	-0,8385%	2,2543 **	0,0242	2,9825	-0,8734	-0,0009	0,0693	46,10%	53,90%
-10/10	-2,1505%	2,0932 **	0,0363	2,9825	-0,8734	-0,0010	0,0599	46,04%	53,96%
-15/15	-3,4353%	2,1593 **	0,0308	2,9825	-0,8734	-0,0010	0,0561	45,92%	54,08%
-20/20	-5,2129%	1,5257	0,1271	2,9825	-0,8734	-0,0011	0,0535	45,69%	54,31%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 766		Branche: Healthcare-Products							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6799%	2,2719 **	0,0231	2,8003	-0,5083	0,0009	0,1394	51,70%	48,30%
-1/0	0,7288%	2,4994 **	0,0124	2,8003	-0,6818	0,0000	0,1051	50,07%	49,93%
0/1	0,7253%	1,9802 **	0,0477	2,8003	-0,5083	0,0003	0,1076	50,46%	49,54%
-1/1	0,7742%	2,3117 **	0,0208	2,8003	-0,6818	-0,0001	0,0927	49,78%	50,22%
-2/2	0,8086%	2,3393 **	0,0193	2,8003	-0,6818	-0,0005	0,0785	48,41%	51,59%
-5/5	0,1483%	1,4961	0,1346	2,8003	-0,6818	-0,0007	0,0686	47,40%	52,60%
-10/10	-0,9855%	0,5826	0,5601	2,8003	-0,6818	-0,0009	0,0575	46,49%	53,51%
-15/15	-2,6482%	-0,2817	0,7782	2,8003	-0,6818	-0,0010	0,0527	46,05%	53,95%
-20/20	-4,3827%	-0,9690	0,3325	2,8003	-0,6818	-0,0011	0,0499	45,63%	54,37%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 754		Branche: Retail							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1738%	4,8430 ***	0,0000	1,5186	-0,4992	0,0014	0,1186	54,38%	45,62%
-1/0	1,2664%	4,8297 ***	0,0000	1,5792	-0,4992	0,0000	0,1034	49,87%	50,13%
0/1	1,3556%	5,6803 ***	0,0000	1,5186	-0,5840	0,0001	0,0980	50,46%	49,54%
-1/1	1,4481%	5,7563 ***	0,0000	1,5792	-0,5840	-0,0003	0,0939	48,76%	51,24%
-2/2	1,3513%	4,9638 ***	0,0000	1,5792	-0,5840	-0,0007	0,0881	46,34%	53,66%
-5/5	1,1519%	5,2379 ***	0,0000	1,5792	-0,6145	-0,0007	0,0722	46,03%	53,97%
-10/10	-0,4673%	3,2330 ***	0,0012	2,9150	-0,6919	-0,0011	0,0698	44,27%	55,73%
-15/15	-2,9004%	2,2144 **	0,0268	2,9150	-0,6919	-0,0011	0,0630	44,10%	55,90%
-20/20	-4,7944%	1,1512	0,2496	2,9150	-0,6919	-0,0011	0,0608	44,02%	55,98%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 713		Branche: Oil&Gas							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6982%	-0,2534	0,7999	1,4529	-0,5004	-0,0034	0,1461	41,94%	58,06%
-1/0	0,5568%	0,0257	0,9795	1,4529	-0,5430	-0,0020	0,1181	43,76%	56,24%
0/1	1,1807%	0,5811	0,5612	2,3147	-0,5004	-0,0026	0,1374	42,92%	57,08%
-1/1	1,0393%	0,7950	0,4266	2,3147	-0,5430	-0,0020	0,1215	43,81%	56,19%
-2/2	0,5018%	0,9331	0,3508	2,3147	-0,5648	-0,0019	0,1049	43,51%	56,49%
-5/5	-1,4173%	0,8126	0,4164	2,3147	-0,6173	-0,0020	0,0873	42,82%	57,18%
-10/10	-4,8270%	0,2983	0,7655	2,3147	-0,6173	-0,0020	0,0805	42,31%	57,69%
-15/15	-8,4715%	0,0064	0,9949	2,3147	-0,6505	-0,0020	0,0782	42,12%	57,88%
-20/20	-11,0183%	0,7759	0,4378	2,3147	-0,6987	-0,0021	0,0777	42,02%	57,98%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 699		Branche: Diversified Finan Serv							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8455%	3,2494 ***	0,0012	3,2994	-0,5389	-0,0003	0,1442	48,93%	51,07%
-1/0	0,6345%	3,8538 ***	0,0001	3,2994	-0,8106	-0,0004	0,1171	47,42%	52,58%
0/1	0,7862%	3,6246 ***	0,0003	3,2994	-0,5389	-0,0005	0,1133	47,50%	52,50%
-1/1	0,5753%	4,1595 ***	0,0000	3,2994	-0,8106	-0,0006	0,1037	46,97%	53,03%
-2/2	0,4027%	4,0358 ***	0,0001	3,2994	-0,8106	-0,0008	0,0924	45,41%	54,59%
-5/5	-1,0289%	3,4861 ***	0,0005	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,0796	44,79%	55,21%
-10/10	-4,5353%	1,1865	0,2354	3,2994	-0,8106	-0,0010	0,0725	43,78%	56,22%
-15/15	-8,2076%	-0,4852	0,6275	3,2994	-0,8199	-0,0011	0,0673	43,19%	56,81%
-20/20	-11,3703%	-0,9747	0,3297	3,2994	-0,8199	-0,0011	0,0658	43,18%	56,82%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 643		Branche: Engineering&Construction							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2748%	3,1210 ***	0,0018	2,0027	-0,2827	0,0003	0,0925	51,17%	48,83%
-1/0	0,2804%	2,1797 **	0,0293	2,0027	-0,2827	-0,0007	0,0719	47,12%	52,88%
0/1	0,3735%	3,3592 ***	0,0008	2,0027	-0,2827	0,0003	0,0734	51,40%	48,60%
-1/1	0,3790%	2,7268 ***	0,0064	2,0027	-0,2827	-0,0004	0,0647	48,63%	51,37%
-2/2	-0,1256%	0,8964	0,3701	2,0027	-0,3041	-0,0009	0,0573	46,35%	53,65%
-5/5	-1,3213%	-0,9590	0,3376	2,0027	-0,3041	-0,0013	0,0477	44,54%	55,46%
-10/10	-2,2117%	-1,6245	0,1043	2,0027	-0,4293	-0,0013	0,0436	44,24%	55,76%
-15/15	-3,2794%	-2,3730 **	0,0176	2,0027	-0,4293	-0,0013	0,0428	44,31%	55,69%
-20/20	-4,5208%	-2,2621 **	0,0237	2,0027	-0,4778	-0,0013	0,0413	44,23%	55,77%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 642		Branche: Pharmaceuticals							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3147%	0,3158	0,7521	1,9456	-0,4550	-0,0009	0,1428	46,42%	53,58%
-1/0	0,6679%	0,9034	0,3663	2,6601	-0,4550	-0,0008	0,1318	46,42%	53,58%
0/1	0,5207%	1,2222	0,2216	1,9456	-0,4583	-0,0004	0,1122	48,21%	51,79%
-1/1	0,8740%	1,6709 *	0,0947	2,6601	-0,4583	-0,0006	0,1148	47,61%	52,39%
-2/2	1,0938%	1,8814 *	0,0599	2,6601	-0,5874	-0,0007	0,0986	46,95%	53,05%
-5/5	0,1747%	1,1151	0,2648	2,6601	-0,5874	-0,0012	0,0798	45,17%	54,83%
-10/10	-2,0022%	1,7733 *	0,0762	2,6601	-0,6851	-0,0011	0,0681	45,46%	54,54%
-15/15	-3,0806%	1,6934 *	0,0904	2,6601	-0,6851	-0,0012	0,0655	45,14%	54,86%
-20/20	-5,0774%	1,3816	0,1671	2,6601	-0,6851	-0,0012	0,0619	45,06%	54,94%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 582		Branche: Food							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6674%	2,3239 **	0,0201	2,3344	-0,2714	0,0003	0,1321	51,55%	48,45%
-1/0	0,7611%	2,6511 ***	0,0080	2,3344	-0,2714	-0,0003	0,0953	48,45%	51,55%
0/1	1,0661%	3,5930 ***	0,0003	2,3344	-0,2714	0,0000	0,0979	50,26%	49,74%
-1/1	1,1598%	3,8707 ***	0,0001	2,3344	-0,2714	-0,0003	0,0814	48,63%	51,37%
-2/2	1,1449%	3,4285 ***	0,0006	2,3344	-0,2765	-0,0004	0,0667	47,97%	52,03%
-5/5	0,5670%	2,3392 **	0,0193	2,3344	-0,3071	-0,0006	0,0490	46,19%	53,81%
-10/10	-0,2361%	1,6635 *	0,0962	2,3344	-0,5931	-0,0007	0,0444	45,40%	54,60%
-15/15	-0,6018%	1,1371	0,2555	2,3344	-0,5931	-0,0008	0,0397	45,21%	54,79%
-20/20	-0,9418%	1,0502	0,2936	2,3344	-0,5931	-0,0007	0,0378	45,24%	54,76%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 560		Branche: Healthcare-Services							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,4097%	1,1555	0,2479	0,8723	-0,8128	-0,0005	0,0922	48,04%	51,96%
-1/0	-0,7991%	0,5131	0,6079	0,8723	-0,8128	-0,0013	0,0863	45,18%	54,82%
0/1	-0,0594%	1,9981 **	0,0457	1,3907	-0,8128	-0,0008	0,0905	46,96%	53,04%
-1/1	-0,4487%	1,4661	0,1426	1,3907	-0,8128	-0,0013	0,0872	45,42%	54,58%
-2/2	-0,9283%	1,3546	0,1755	1,3907	-0,8128	-0,0013	0,0833	45,11%	54,89%
-5/5	-1,2437%	1,6189	0,1055	2,1472	-0,8128	-0,0013	0,0783	45,19%	54,81%
-10/10	-5,1316%	0,3234	0,7464	2,3702	-0,8128	-0,0015	0,0733	44,28%	55,72%
-15/15	-7,6202%	-0,6160	0,5379	2,3702	-0,8128	-0,0016	0,0712	43,94%	56,06%
-20/20	-12,3846%	-2,3588 **	0,0183	2,3702	-0,8128	-0,0017	0,0687	43,79%	56,21%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 522		Branche: Mining							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8415%	1,5271	0,1267	1,1439	-0,3953	-0,0029	0,1398	42,15%	57,85%
-1/0	1,1629%	2,0755 **	0,0379	1,1439	-0,3982	-0,0022	0,1132	43,01%	56,99%
0/1	0,4063%	1,4653	0,1428	2,1638	-0,6152	-0,0031	0,1411	40,13%	59,87%
-1/1	0,7277%	2,0097 **	0,0445	2,1638	-0,6152	-0,0026	0,1237	41,38%	58,62%
-2/2	0,8862%	2,5097 **	0,0121	2,1638	-0,6152	-0,0022	0,1157	41,80%	58,20%
-5/5	-0,2442%	2,4582 **	0,0140	2,1638	-0,6305	-0,0023	0,0983	41,38%	58,62%
-10/10	-4,0745%	1,0878	0,2767	2,1638	-0,6832	-0,0025	0,0898	40,49%	59,51%
-15/15	-6,4496%	1,3732	0,1697	2,1638	-0,6832	-0,0024	0,0855	40,61%	59,39%
-20/20	-9,4300%	1,5779	0,1146	2,1638	-0,6832	-0,0024	0,0837	40,57%	59,43%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 510		Branche: Aerospace/Defense							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6095%	1,3337	0,1823	1,6356	-0,1560	0,0006	0,0909	51,57%	48,43%
-1/0	0,7036%	1,4393	0,1501	1,6356	-0,3018	-0,0002	0,0758	49,31%	50,69%
0/1	0,1517%	0,8844	0,3765	1,6356	-0,4008	-0,0001	0,0704	49,80%	50,20%
-1/1	0,2458%	1,0420	0,2974	1,6356	-0,4008	-0,0003	0,0662	48,89%	51,11%
-2/2	0,0564%	0,7102	0,4776	1,6356	-0,4008	-0,0005	0,0557	48,35%	51,65%
-5/5	-0,2059%	-0,2241	0,8227	1,9864	-0,5243	-0,0008	0,0581	47,11%	52,89%
-10/10	-0,8225%	-0,4038	0,6863	1,9864	-0,5243	-0,0008	0,0514	46,85%	53,15%
-15/15	-1,3495%	0,5109	0,6094	1,9864	-0,5243	-0,0008	0,0509	46,95%	53,05%
-20/20	-2,1859%	0,1583	0,8742	1,9864	-0,5243	-0,0008	0,0491	46,74%	53,26%

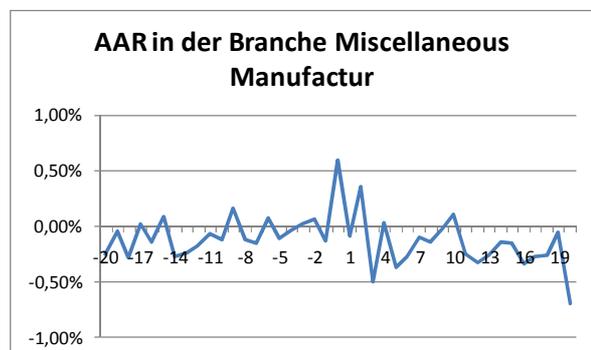
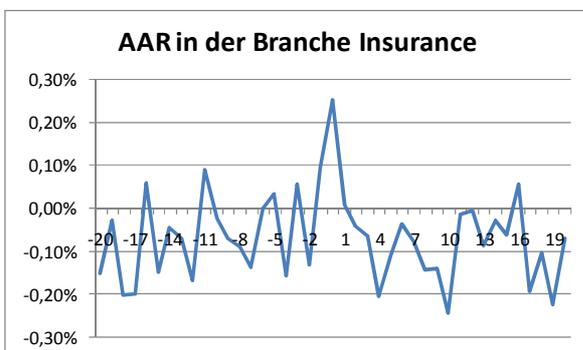
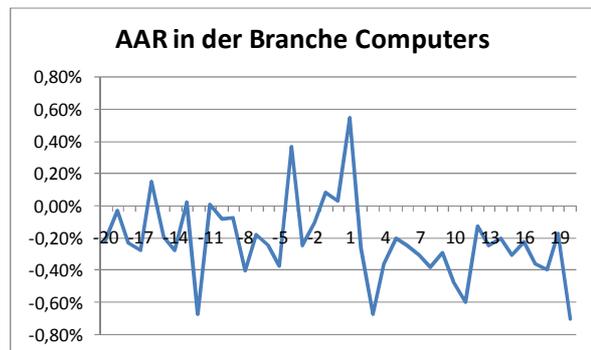
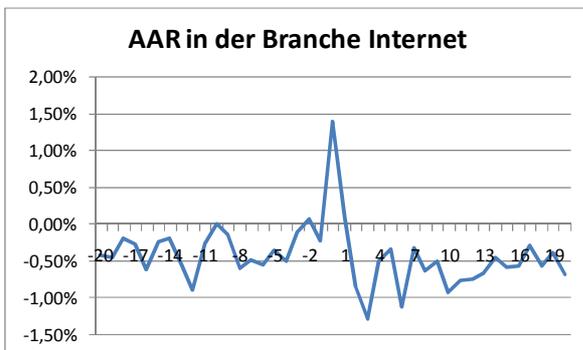
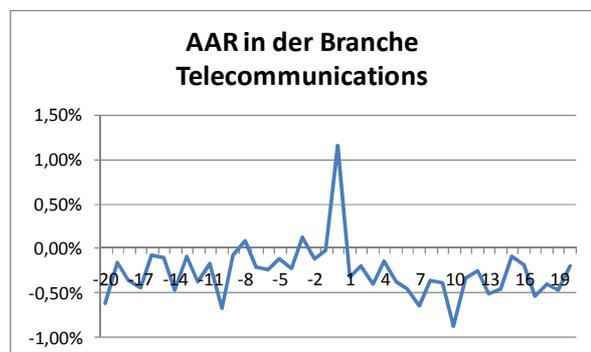
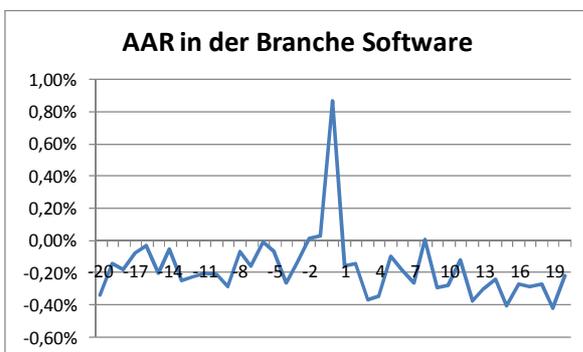
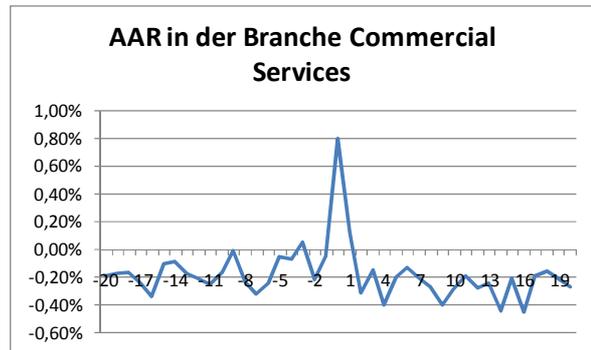
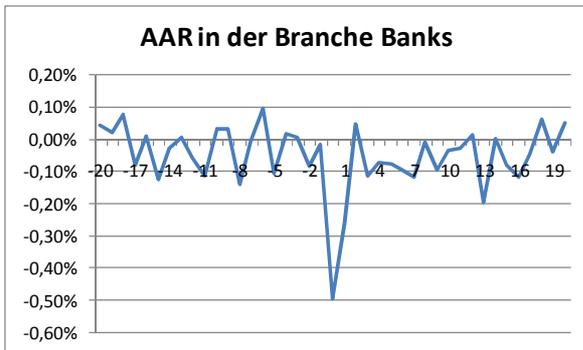
* = Signifikanzniveau von 90 %

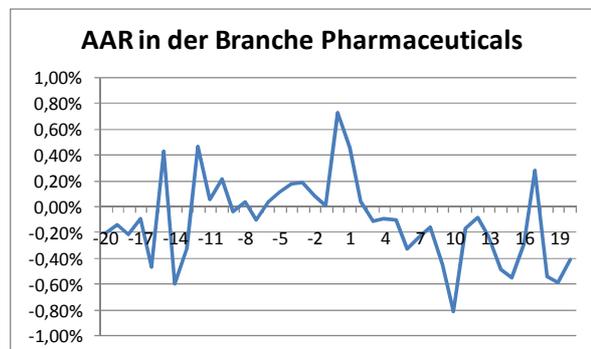
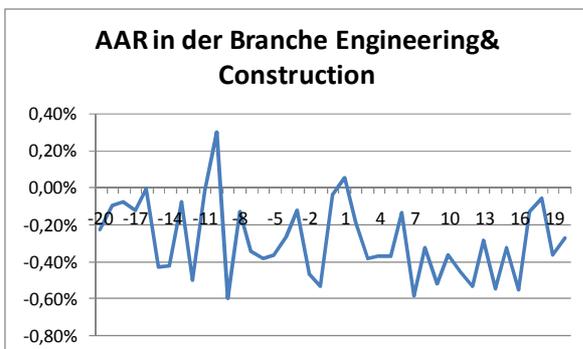
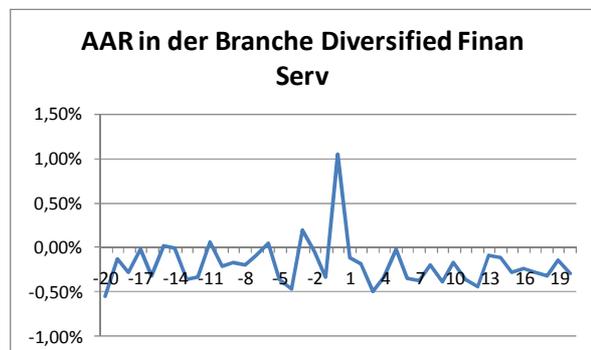
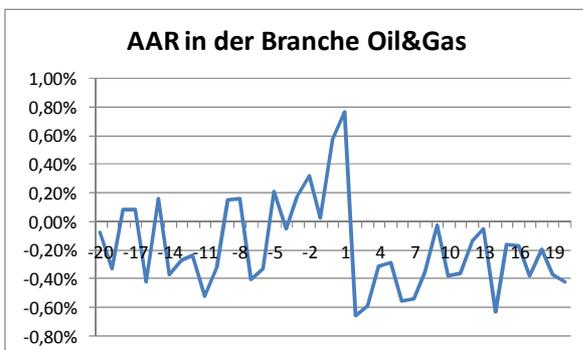
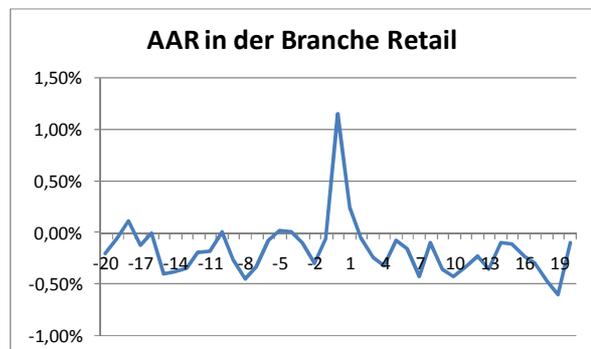
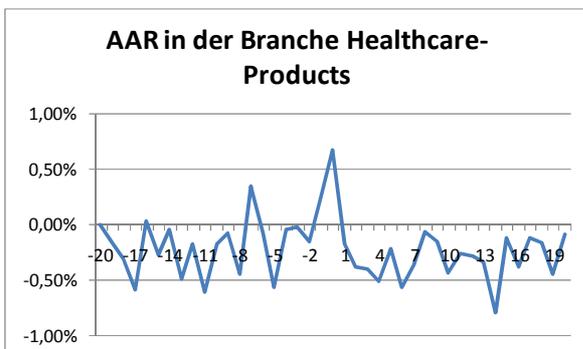
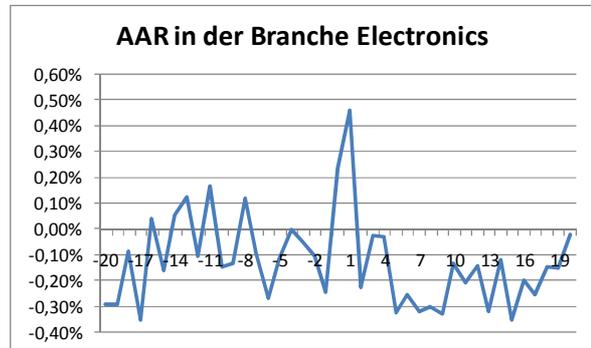
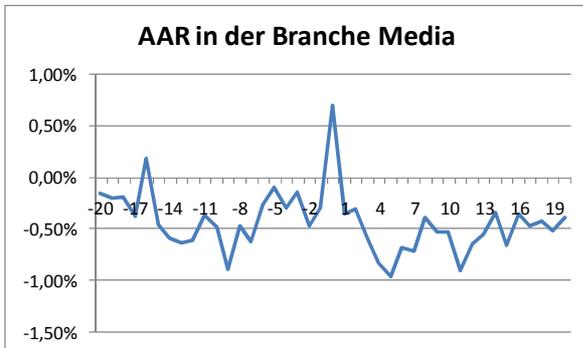
** = Signifikanzniveau von 95 %

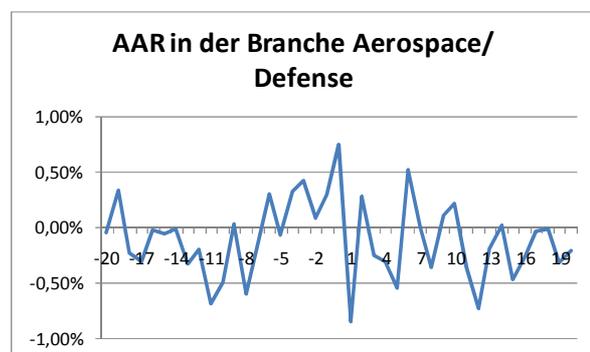
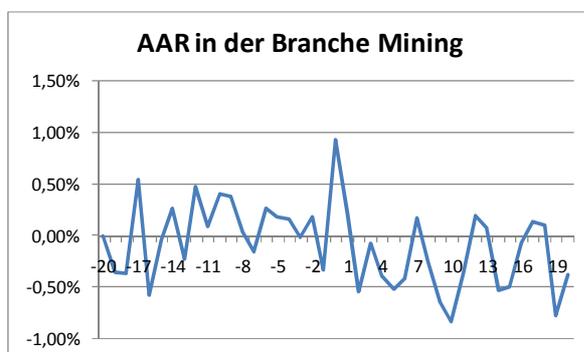
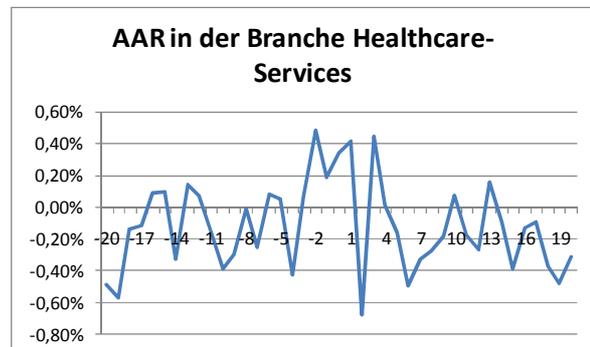
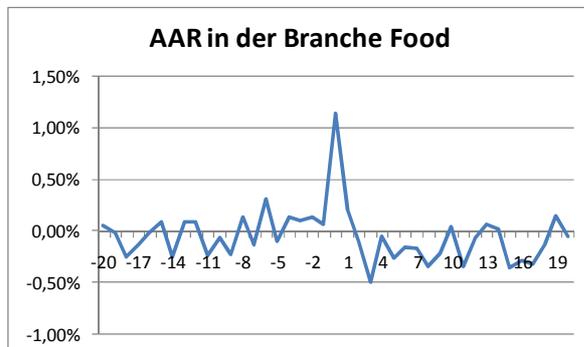
*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR je Branche (Ziel)







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR in den einzelnen Branchen (Ziel)

Stichprobengröße: 1.219		Branche: Banks							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,4952%	-5,0414 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0020	0,0340	40,85%	59,15%
-1/0	-0,5127%	-4,9318 ***	0,0000	0,6058	-0,2622	-0,0011	0,0324	43,68%	56,32%
0/1	-0,7569%	-5,7958 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0016	0,0307	42,33%	57,67%
-1/1	-0,7743%	-5,8046 ***	0,0000	0,6058	-0,2622	-0,0012	0,0307	43,72%	56,28%
-2/2	-0,8131%	-5,5646 ***	0,0000	0,6058	-0,2622	-0,0009	0,0283	44,15%	55,85%
-5/5	-1,1624%	-6,4210 ***	0,0000	0,6058	-0,3455	-0,0008	0,0256	44,90%	55,10%
-10/10	-1,5039%	-5,5326 ***	0,0000	1,1046	-0,3455	-0,0007	0,0248	45,05%	54,95%
-15/15	-2,1100%	-6,1405 ***	0,0000	1,1046	-0,3455	-0,0007	0,0237	45,25%	54,75%
-20/20	-2,1328%	-4,9435 ***	0,0000	1,1046	-0,3455	-0,0007	0,0230	45,51%	54,49%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 3.210		Branche: Commercial Services							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7949%	6,5617 ***	0,0000	2,8589	-0,8128	-0,0002	0,1331	49,19%	50,81%
-1/0	0,7390%	6,4876 ***	0,0000	2,8589	-0,8734	-0,0004	0,1095	48,12%	51,88%
0/1	0,9096%	7,9826 ***	0,0000	2,8589	-0,8128	-0,0002	0,1054	49,24%	50,76%
-1/1	0,8536%	8,0359 ***	0,0000	2,8589	-0,8734	-0,0004	0,0974	48,50%	51,50%
-2/2	0,3169%	5,9468 ***	0,0000	2,8589	-0,8734	-0,0007	0,0838	46,85%	53,15%
-5/5	-0,5253%	3,9291 ***	0,0001	2,8589	-0,8734	-0,0009	0,0721	45,60%	54,40%
-10/10	-2,8298%	0,9727	0,3307	2,8589	-0,8734	-0,0010	0,0630	44,82%	55,18%
-15/15	-5,0497%	-1,3207	0,1866	2,8673	-0,8734	-0,0011	0,0600	44,49%	55,51%
-20/20	-7,4669%	-2,4444 **	0,0145	2,8673	-0,8734	-0,0011	0,0576	44,37%	55,63%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 2.374		Branche: Software							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8635%	4,6475 ***	0,0000	3,2747	-0,4478	0,0003	0,1499	50,93%	49,07%
-1/0	0,8943%	4,2576 ***	0,0000	3,2747	-0,4540	-0,0007	0,1148	47,85%	52,15%
0/1	0,7065%	4,6683 ***	0,0000	3,2747	-0,5335	-0,0002	0,1212	49,47%	50,53%
-1/1	0,7374%	4,5875 ***	0,0000	3,2747	-0,5335	-0,0006	0,1052	47,91%	52,09%
-2/2	0,6112%	3,5856 ***	0,0003	3,2747	-0,5335	-0,0011	0,0958	46,43%	53,57%
-5/5	-0,6457%	2,2279 **	0,0259	3,2747	-0,6468	-0,0012	0,0758	45,83%	54,17%
-10/10	-2,3610%	1,1147	0,2650	3,2747	-0,6757	-0,0013	0,0685	45,22%	54,78%
-15/15	-4,7332%	-1,0160	0,3096	3,2747	-0,6774	-0,0013	0,0643	44,98%	55,02%
-20/20	-6,9407%	-1,8594 *	0,0630	3,2747	-0,6774	-0,0013	0,0621	44,97%	55,03%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.328		Branche: Telecommunications							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1507%	3,1800 ***	0,0015	3,3174	-0,5777	0,0001	0,1674	50,23%	49,77%
-1/0	1,1291%	3,6549 ***	0,0003	3,3174	-0,5777	-0,0005	0,1311	48,34%	51,66%
0/1	0,8247%	3,1253 ***	0,0018	3,3174	-0,6152	-0,0004	0,1326	48,72%	51,28%
-1/1	0,8031%	3,6005 ***	0,0003	3,3174	-0,6152	-0,0007	0,1175	47,97%	52,03%
-2/2	0,4849%	2,4430 **	0,0146	3,3174	-0,6152	-0,0010	0,1051	46,13%	53,87%
-5/5	-0,6615%	1,6688 *	0,0952	3,3174	-0,6762	-0,0011	0,0950	45,06%	54,94%
-10/10	-4,5072%	-0,4912	0,6233	3,3174	-0,6762	-0,0015	0,0855	44,07%	55,93%
-15/15	-7,3676%	-0,1338	0,8936	3,3174	-0,6971	-0,0014	0,0822	44,32%	55,68%
-20/20	-10,8155%	-0,3440	0,7308	3,3174	-0,7047	-0,0015	0,0792	44,11%	55,89%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		1.719		Branche:		Internet			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,4012%	4,6377 ***	0,0000	4,4685	-0,5389	0,0002	0,2105	50,26%	49,74%
-1/0	1,1782%	3,8045 ***	0,0001	4,4685	-0,5389	-0,0019	0,1658	45,64%	54,36%
0/1	1,5053%	4,2996 ***	0,0000	4,4685	-0,5389	-0,0010	0,1760	47,73%	52,27%
-1/1	1,2823%	3,7608 ***	0,0002	4,4685	-0,5389	-0,0019	0,1554	45,49%	54,51%
-2/2	0,5202%	2,9369 ***	0,0033	4,4685	-0,5841	-0,0021	0,1305	44,40%	55,60%
-5/5	-2,5435%	1,2330	0,2176	4,4685	-0,7562	-0,0025	0,1084	43,27%	56,73%
-10/10	-7,7809%	-1,5434	0,1227	4,4685	-0,7562	-0,0027	0,0973	42,70%	57,30%
-15/15	-13,1159%	-2,8186 ***	0,0048	4,4685	-0,7874	-0,0027	0,0927	42,51%	57,49%
-20/20	-17,5546%	-3,4396 ***	0,0006	4,4685	-0,7874	-0,0027	0,0905	42,50%	57,50%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		1.004		Branche:		Computers			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0322%	1,1662	0,2435	1,4752	-0,7632	-0,0001	0,0927	49,60%	50,40%
-1/0	0,1161%	0,8637	0,3877	1,4752	-0,7632	-0,0008	0,0797	46,56%	53,44%
0/1	0,5790%	2,0138 **	0,0440	2,4961	-0,7632	-0,0004	0,1225	48,85%	51,15%
-1/1	0,6630%	1,7798 *	0,0751	2,4961	-0,7632	-0,0008	0,1067	47,08%	52,92%
-2/2	0,3013%	1,4554	0,1456	2,4961	-0,7632	-0,0010	0,0952	46,18%	53,82%
-5/5	-1,1652%	0,7717	0,4403	2,4961	-0,7632	-0,0011	0,0766	45,81%	54,19%
-10/10	-3,8245%	-0,4893	0,6246	2,4961	-0,7632	-0,0012	0,0665	45,25%	54,75%
-15/15	-6,3813%	-1,2512	0,2109	2,4961	-0,7632	-0,0012	0,0630	45,03%	54,97%
-20/20	-8,8142%	-2,0791 **	0,0376	2,4961	-0,7632	-0,0013	0,0609	44,79%	55,21%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		995		Branche:		Insurance			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2534%	1,9381 *	0,0526	1,5186	-0,1127	-0,0003	0,0545	48,34%	51,66%
-1/0	0,3506%	3,2021 ***	0,0014	1,5186	-0,2211	-0,0004	0,0422	47,89%	52,11%
0/1	0,2623%	2,0394 **	0,0414	1,5186	-0,2174	-0,0003	0,0419	48,99%	51,01%
-1/1	0,3594%	3,1771 ***	0,0015	1,5186	-0,2211	-0,0003	0,0370	48,48%	51,52%
-2/2	0,1856%	2,6154 ***	0,0089	1,5186	-0,2586	-0,0004	0,0321	47,86%	52,14%
-5/5	-0,2581%	1,3037	0,1923	1,5186	-0,4384	-0,0006	0,0295	46,92%	53,08%
-10/10	-1,2132%	-0,0339	0,9730	1,5186	-0,6900	-0,0007	0,0280	46,40%	53,60%
-15/15	-1,7419%	-0,1185	0,9057	1,5186	-0,6900	-0,0007	0,0271	46,57%	53,43%
-20/20	-2,7943%	-1,2607	0,2074	1,5186	-0,6900	-0,0007	0,0265	46,44%	53,56%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		716		Branche:		Miscellaneous Manufactur			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5905%	2,2267 **	0,0260	0,9538	-0,4992	0,0002	0,0849	50,84%	49,16%
-1/0	0,4629%	2,1437 **	0,0321	2,6601	-0,4992	-0,0005	0,0965	48,04%	51,96%
0/1	0,5031%	2,3383 **	0,0194	1,1557	-0,5298	-0,0003	0,0868	49,23%	50,77%
-1/1	0,3755%	2,3836 **	0,0171	2,6601	-0,5298	-0,0005	0,0939	47,91%	52,09%
-2/2	0,7891%	2,5024 **	0,0123	2,6601	-0,5298	-0,0005	0,0851	47,99%	52,01%
-5/5	-0,1816%	1,2762	0,2019	2,6601	-0,5298	-0,0006	0,0669	47,14%	52,86%
-10/10	-0,7783%	1,1057	0,2688	2,6601	-0,5417	-0,0007	0,0582	46,93%	53,07%
-15/15	-2,6033%	-0,0068	0,9946	2,6601	-0,5417	-0,0007	0,0545	46,39%	53,61%
-20/20	-4,9597%	-0,9345	0,3501	2,6601	-0,9780	-0,0008	0,0518	46,14%	53,86%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 579		Branche: Media							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6959%	2,4373 **	0,0148	3,6005	-0,4474	-0,0012	0,2308	46,29%	53,71%
-1/0	0,4036%	1,9199 *	0,0549	3,6005	-0,4474	-0,0014	0,1748	44,99%	55,01%
0/1	0,3379%	2,1495 **	0,0316	3,6005	-0,4474	-0,0012	0,1739	45,77%	54,23%
-1/1	0,0455%	1,7715 *	0,0765	3,6005	-0,4474	-0,0013	0,1508	45,08%	54,92%
-2/2	-0,7267%	1,9276 *	0,0539	3,6005	-0,6358	-0,0012	0,1286	44,94%	55,06%
-5/5	-3,6443%	0,7732	0,4394	3,6005	-0,6838	-0,0011	0,1035	44,56%	55,44%
-10/10	-9,2135%	-0,0601	0,9521	3,6005	-0,6838	-0,0011	0,0882	44,12%	55,88%
-15/15	-14,9472%	-0,5381	0,5905	3,6005	-0,7137	-0,0012	0,0821	43,73%	56,27%
-20/20	-17,8263%	-0,3810	0,7032	3,6005	-0,7137	-0,0012	0,0796	43,65%	56,35%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 787		Branche: Electronics							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2347%	0,9516	0,3413	0,7270	-0,5163	0,0003	0,0672	50,83%	49,17%
-1/0	-0,0076%	0,3206	0,7485	0,7270	-0,5163	-0,0004	0,0573	48,41%	51,59%
0/1	0,6946%	2,5710 **	0,0101	1,8360	-0,5163	-0,0001	0,0799	49,81%	50,19%
-1/1	0,4523%	1,9396 *	0,0524	1,8360	-0,5163	-0,0005	0,0703	48,54%	51,46%
-2/2	0,1230%	1,6010	0,1094	1,8360	-0,5163	-0,0009	0,0596	46,66%	53,34%
-5/5	-0,4227%	2,0256 **	0,0428	1,8360	-0,6137	-0,0008	0,0513	46,97%	53,03%
-10/10	-2,2775%	0,4003	0,6889	1,8360	-0,6137	-0,0010	0,0468	46,18%	53,82%
-15/15	-3,3387%	0,3187	0,7499	1,8360	-0,6195	-0,0011	0,0478	45,79%	54,21%
-20/20	-5,0903%	-0,3903	0,6963	1,8360	-0,6195	-0,0011	0,0473	45,70%	54,30%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 825		Branche: Healthcare-Products							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6696%	2,2098 **	0,0271	2,8003	-0,5083	-0,0004	0,1674	48,73%	51,27%
-1/0	0,8899%	2,1333 **	0,0329	2,8003	-0,5083	-0,0004	0,1265	48,67%	51,33%
0/1	0,4931%	1,8022 *	0,0715	2,8003	-0,5083	-0,0004	0,1254	48,79%	51,21%
-1/1	0,7134%	1,8560 *	0,0634	2,8003	-0,5083	-0,0004	0,1086	48,73%	51,27%
-2/2	0,1848%	1,5884	0,1122	2,8003	-0,5083	-0,0008	0,0901	46,93%	53,07%
-5/5	-1,6049%	-0,3803	0,7037	2,8003	-0,5938	-0,0010	0,0711	46,19%	53,81%
-10/10	-3,6316%	-0,9717	0,3312	2,8003	-0,5938	-0,0012	0,0660	45,47%	54,53%
-15/15	-7,0385%	-1,8671 *	0,0619	2,8003	-0,9634	-0,0013	0,0606	45,11%	54,89%
-20/20	-9,2863%	-2,4750 **	0,0133	2,8003	-0,9634	-0,0013	0,0596	44,90%	55,10%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 832		Branche: Retail							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,1509%	4,1307 ***	0,0000	1,7277	-0,5865	0,0004	0,1315	51,56%	48,44%
-1/0	1,0866%	4,3926 ***	0,0000	1,7277	-0,5865	-0,0003	0,1097	48,38%	51,62%
0/1	1,3984%	5,6578 ***	0,0000	1,7277	-0,5865	0,0001	0,1128	50,54%	49,46%
-1/1	1,3341%	5,9361 ***	0,0000	1,7277	-0,5865	-0,0003	0,1036	48,76%	51,24%
-2/2	0,9824%	4,7715 ***	0,0000	1,7277	-0,5865	-0,0006	0,0911	46,63%	53,37%
-5/5	0,2816%	3,9424 ***	0,0001	1,7277	-0,6145	-0,0007	0,0706	46,38%	53,62%
-10/10	-2,2531%	2,1623 **	0,0306	2,9150	-0,6145	-0,0009	0,0638	45,16%	54,84%
-15/15	-4,8535%	1,0595	0,2894	2,9150	-0,6183	-0,0009	0,0594	45,05%	54,95%
-20/20	-6,7738%	0,7982	0,4247	2,9150	-0,6183	-0,0009	0,0565	44,97%	55,03%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 690		Branche: Oil&Gas							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5725%	-0,3886	0,6976	3,7929	-0,2828	-0,0033	0,1813	42,90%	57,10%
-1/0	0,5984%	0,1176	0,9064	3,7929	-0,6955	-0,0017	0,1367	45,07%	54,93%
0/1	1,3385%	0,5709	0,5680	3,7929	-0,3292	-0,0024	0,1649	43,41%	56,59%
-1/1	1,3644%	0,9207	0,3572	3,7929	-0,6955	-0,0017	0,1401	44,69%	55,31%
-2/2	1,0254%	0,8506	0,3950	3,7929	-0,6955	-0,0017	0,1163	43,94%	56,06%
-5/5	0,1713%	1,1256	0,2603	3,7929	-0,6955	-0,0018	0,0936	43,50%	56,50%
-10/10	-2,4349%	0,9081	0,3638	3,7929	-0,6955	-0,0019	0,0811	43,13%	56,87%
-15/15	-5,0160%	0,5883	0,5563	3,7929	-0,6955	-0,0018	0,0756	43,26%	56,74%
-20/20	-7,1967%	0,8045	0,4211	3,7929	-0,6955	-0,0018	0,0713	43,20%	56,80%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 986		Branche: Diversified Finan Serv							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0427%	3,1739 ***	0,0015	3,2994	-0,4827	-0,0003	0,1842	48,78%	51,22%
-1/0	0,6982%	3,3482 ***	0,0008	3,2994	-0,8106	-0,0006	0,1400	47,77%	52,23%
0/1	0,9223%	3,2675 ***	0,0011	3,2994	-0,5985	-0,0007	0,1397	47,26%	52,74%
-1/1	0,5778%	3,4241 ***	0,0006	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,1214	47,09%	52,91%
-2/2	0,3327%	2,4568 **	0,0140	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,1022	45,52%	54,48%
-5/5	-1,1874%	1,6543 *	0,0981	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,0856	44,86%	55,14%
-10/10	-3,3437%	0,8398	0,4010	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,0721	44,92%	55,08%
-15/15	-5,3093%	0,4063	0,6845	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,0693	44,73%	55,27%
-20/20	-7,9265%	-0,1815	0,8560	3,2994	-0,9320	-0,0009	0,0660	44,70%	55,30%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 566		Branche: Engineering&Construction							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0424%	1,4429	0,1490	0,6266	-0,5004	-0,0004	0,0644	49,12%	50,88%
-1/0	-0,5778%	0,5642	0,5726	0,6266	-0,5206	-0,0011	0,0571	46,38%	53,62%
0/1	0,0080%	2,7323 ***	0,0063	0,6266	-0,5004	-0,0002	0,0573	49,65%	50,35%
-1/1	-0,5274%	1,9452 *	0,0518	0,6266	-0,5206	-0,0007	0,0546	47,64%	52,36%
-2/2	-1,1869%	0,5850	0,5585	0,6266	-0,5206	-0,0011	0,0508	45,97%	54,03%
-5/5	-3,0725%	-1,2066	0,2276	0,9957	-0,5206	-0,0014	0,0458	44,46%	55,54%
-10/10	-6,1632%	-2,6159 ***	0,0089	2,1990	-0,6656	-0,0014	0,0510	44,00%	56,00%
-15/15	-9,7774%	-3,8368 ***	0,0001	2,1990	-0,6656	-0,0014	0,0510	43,90%	56,10%
-20/20	-11,6869%	-3,2862 ***	0,0010	2,1990	-0,6656	-0,0014	0,0494	43,73%	56,27%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 560		Branche: Pharmaceuticals							
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7324%	1,5098	0,1311	3,9887	-0,5077	0,0001	0,2906	50,18%	49,82%
-1/0	0,7455%	1,8701 *	0,0615	3,9887	-0,5077	-0,0004	0,2097	48,75%	51,25%
0/1	1,1910%	2,3279 **	0,0199	3,9887	-0,5077	0,0001	0,2288	50,36%	49,64%
-1/1	1,2041%	2,6172 ***	0,0089	3,9887	-0,5077	-0,0002	0,1899	49,35%	50,65%
-2/2	1,3297%	3,1224 ***	0,0018	3,9887	-0,5077	-0,0004	0,1544	48,71%	51,29%
-5/5	1,4987%	4,0284 ***	0,0001	3,9887	-0,5077	-0,0007	0,1159	47,03%	52,97%
-10/10	-0,3407%	3,4289 ***	0,0006	3,9887	-0,6851	-0,0010	0,0950	46,16%	53,84%
-15/15	-1,8333%	3,2722 ***	0,0011	3,9887	-0,7697	-0,0010	0,0858	45,79%	54,21%
-20/20	-4,5020%	2,6343 ***	0,0084	3,9887	-0,7697	-0,0012	0,0801	45,37%	54,63%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		510		Branche:		Food				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	1,1408%	3,5571 ***	0,0004	2,3344	-0,3442	0,0015	0,1367	54,71%	45,29%	
-1/0	1,2011%	3,8051 ***	0,0001	2,3344	-0,3566	0,0002	0,1048	50,69%	49,31%	
0/1	1,3480%	4,6497 ***	0,0000	2,3344	-0,3865	0,0006	0,1159	52,45%	47,55%	
-1/1	1,4083%	4,8730 ***	0,0000	2,3344	-0,3865	0,0001	0,1002	50,52%	49,48%	
-2/2	1,4444%	4,3582 ***	0,0000	2,3344	-0,3865	-0,0003	0,0875	48,90%	51,10%	
-5/5	0,7558%	2,5246 **	0,0116	2,3344	-0,4584	-0,0006	0,0676	46,15%	53,85%	
-10/10	-0,1030%	1,7522 *	0,0797	2,3344	-0,5931	-0,0008	0,0612	44,99%	55,01%	
-15/15	-1,0609%	0,6935	0,4880	2,3344	-0,6098	-0,0008	0,0589	44,54%	55,46%	
-20/20	-2,1160%	0,5684	0,5698	2,3344	-0,6098	-0,0008	0,0562	44,68%	55,32%	

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		551		Branche:		Healthcare-Services				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	0,3406%	1,0935	0,2742	1,4954	-0,7373	0,0003	0,0955	50,82%	49,18%	
-1/0	0,5320%	1,1687	0,2425	1,4954	-0,7373	-0,0006	0,0813	47,64%	52,36%	
0/1	0,7596%	2,4716 **	0,0135	1,4954	-0,7373	0,0002	0,0780	50,54%	49,46%	
-1/1	0,9510%	2,4816 **	0,0131	1,4954	-0,7373	-0,0004	0,0736	48,52%	51,48%	
-2/2	0,7562%	2,2303 **	0,0257	1,4954	-0,7373	-0,0008	0,0666	47,08%	52,92%	
-5/5	0,7388%	2,1290 **	0,0333	2,1472	-0,7373	-0,0009	0,0630	46,64%	53,36%	
-10/10	-1,3418%	0,6665	0,5051	2,1472	-0,7373	-0,0011	0,0549	45,56%	54,44%	
-15/15	-2,2873%	0,2858	0,7750	2,1472	-0,7373	-0,0012	0,0505	45,18%	54,82%	
-20/20	-4,9222%	-1,4864	0,1372	2,1472	-0,7373	-0,0013	0,0492	44,73%	55,27%	

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße:		459		Branche:		Mining				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	0,9331%	1,7011 *	0,0889	1,0971	-0,3953	-0,0017	0,1236	45,97%	54,03%	
-1/0	0,5974%	1,6233	0,1045	1,0971	-0,3982	-0,0019	0,0985	43,46%	56,54%	
0/1	1,1387%	1,7283 *	0,0839	1,3248	-0,3953	-0,0018	0,1130	44,23%	55,77%	
-1/1	0,8030%	1,7116 *	0,0870	1,3248	-0,3982	-0,0019	0,0994	43,14%	56,86%	
-2/2	0,4455%	1,4267	0,1537	1,3308	-0,3982	-0,0018	0,0895	42,61%	57,39%	
-5/5	-0,2212%	1,6397	0,1011	1,3308	-0,4633	-0,0020	0,0770	41,87%	58,13%	
-10/10	-1,2758%	1,8325 *	0,0669	2,0001	-0,4633	-0,0020	0,0768	41,86%	58,14%	
-15/15	-1,8340%	3,0103 ***	0,0026	2,0001	-0,4633	-0,0018	0,0723	42,20%	57,80%	
-20/20	-3,5792%	2,9434 ***	0,0032	2,0001	-0,6680	-0,0019	0,0713	42,02%	57,98%	

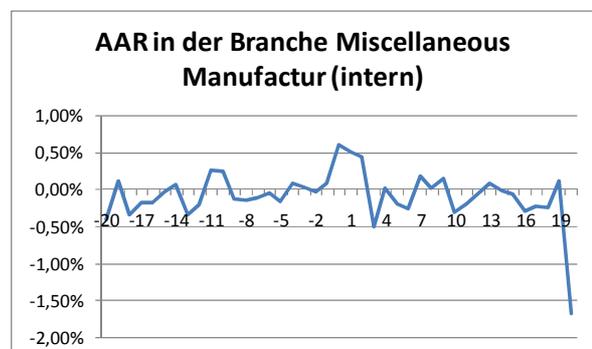
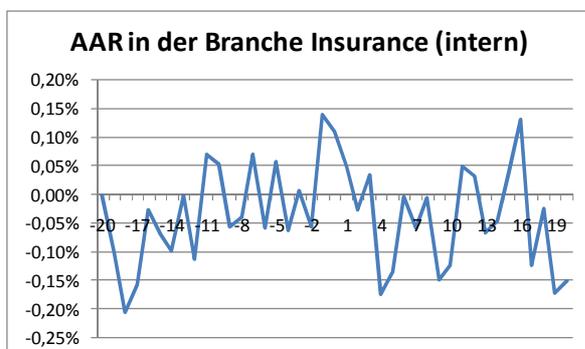
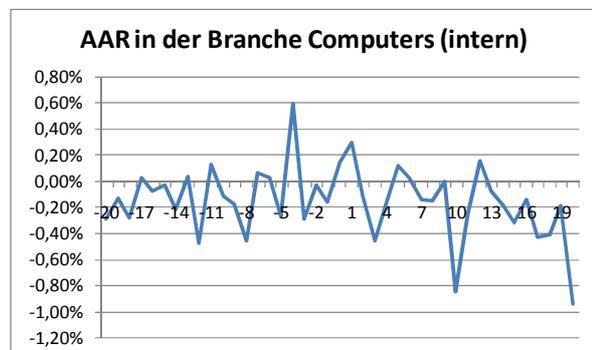
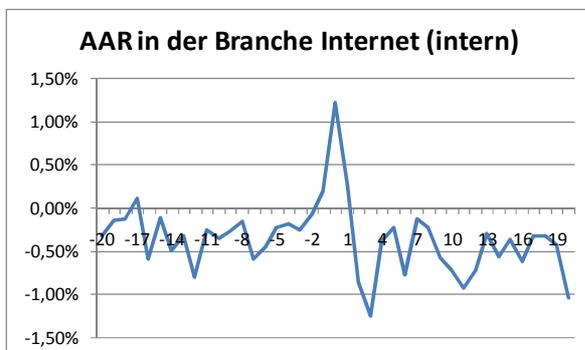
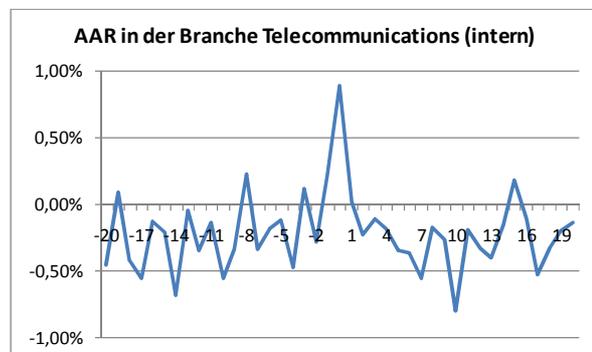
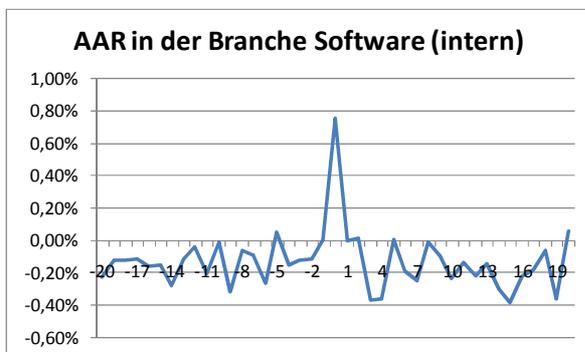
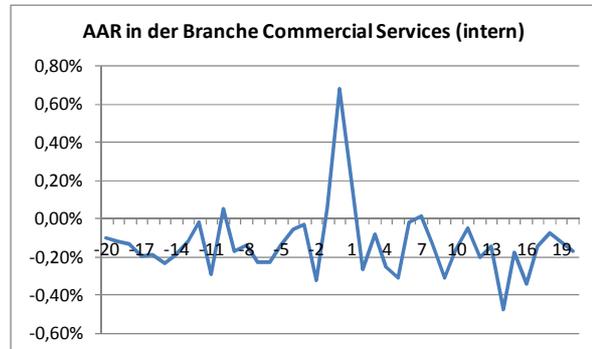
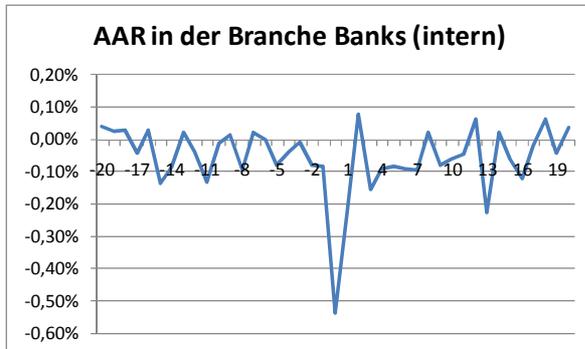
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

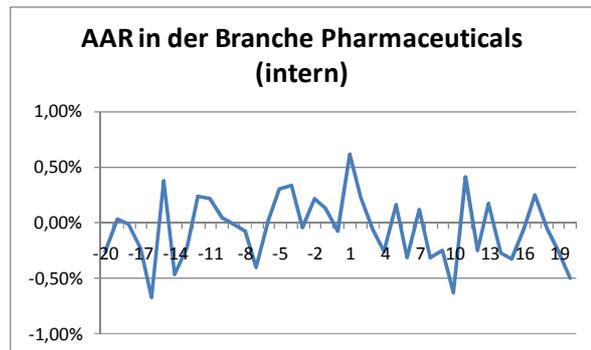
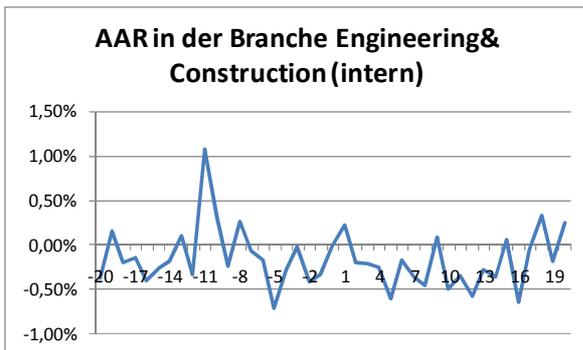
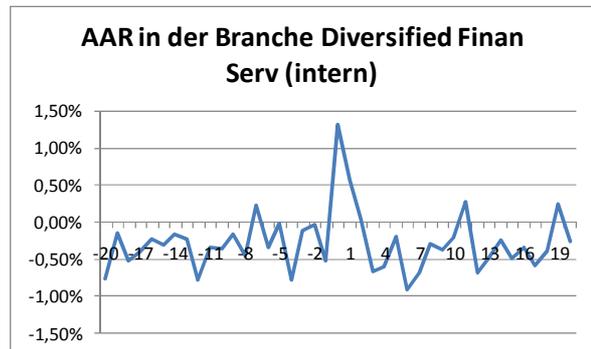
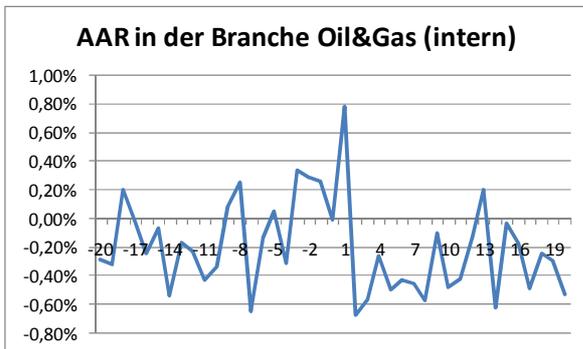
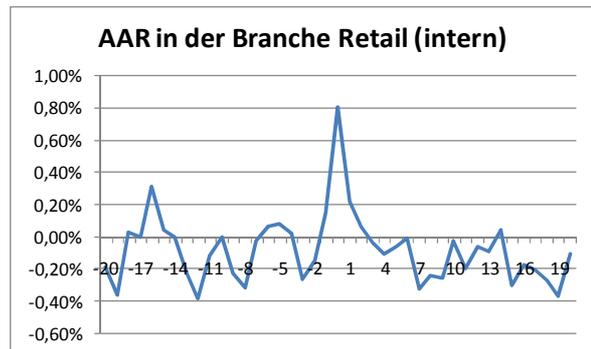
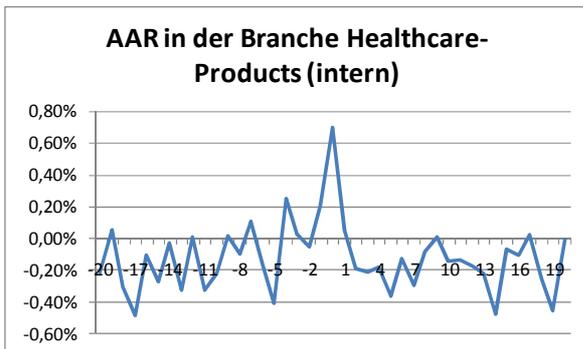
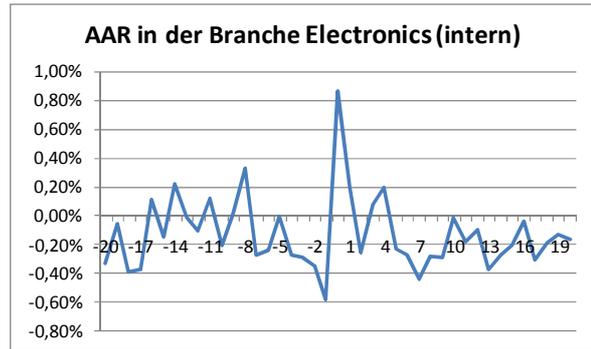
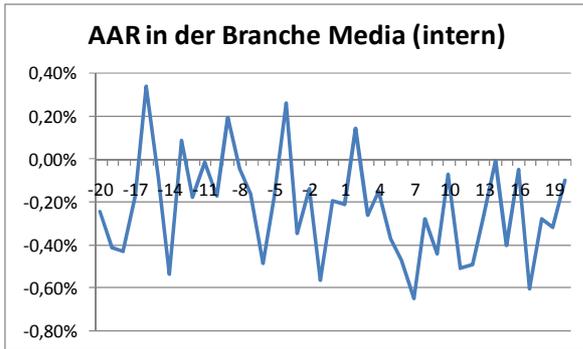
Stichprobengröße:		273		Branche:		Aerospace/Defense				
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte	
0/0	0,7443%	0,8524	0,3940	0,9966	-0,4080	0,0000	0,1001	50,18%	49,82%	
-1/0	1,0370%	1,3482	0,1776	0,9966	-0,4080	-0,0003	0,0827	49,08%	50,92%	
0/1	-0,1055%	0,6322	0,5273	1,0090	-0,4080	0,0000	0,0917	50,00%	50,00%	
-1/1	0,1872%	1,1098	0,2671	1,0090	-0,4080	-0,0002	0,0826	49,33%	50,67%	
-2/2	0,5520%	1,4962	0,1346	1,0090	-0,4080	-0,0004	0,0724	48,64%	51,36%	
-5/5	0,1166%	1,3027	0,1927	1,9864	-0,5351	-0,0005	0,0782	48,19%	51,81%	
-10/10	-0,3553%	0,9111	0,3622	1,9993	-0,7670	-0,0009	0,0744	46,83%	53,17%	
-15/15	-3,3705%	0,5232	0,6009	1,9993	-0,7670	-0,0010	0,0677	46,51%	53,49%	
-20/20	-4,4898%	0,7426	0,4577	1,9993	-0,7670	-0,0010	0,0639	46,45%	53,55%	

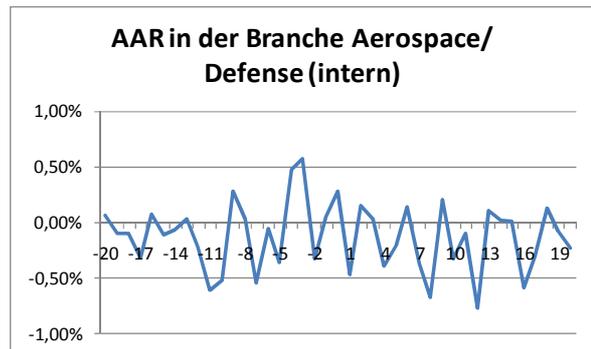
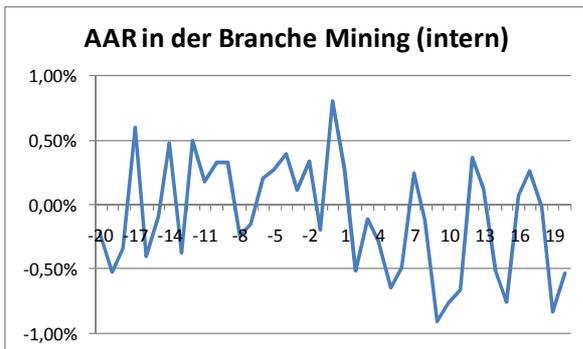
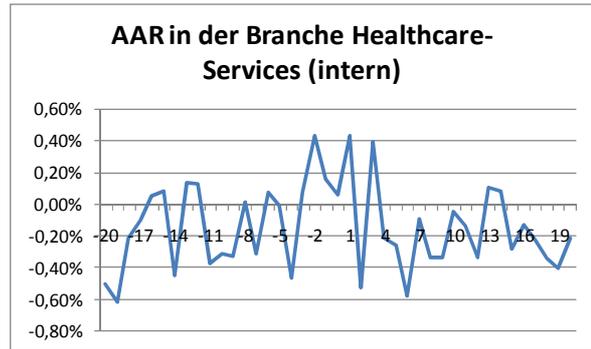
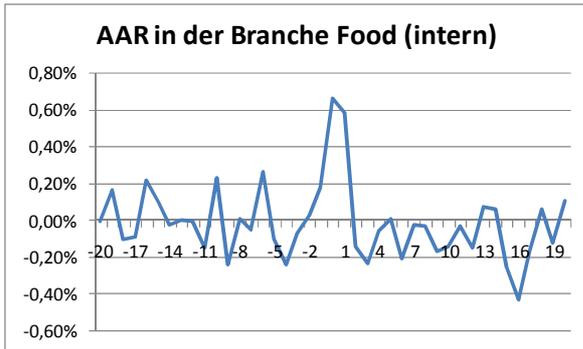
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR bei fokussierenden M&A







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei fokussierenden M&A

Stichprobengröße: 1.135		Branche: Banks				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,5344%	-5,0023 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0023	0,0343	40,35%	59,65%
-1/0	-0,6176%	-4,9260 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0012	0,0285	43,66%	56,34%
0/1	-0,7499%	-5,6049 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0016	0,0303	42,38%	57,62%
-1/1	-0,8331%	-5,6512 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0011	0,0276	43,91%	56,09%
-2/2	-0,8327%	-5,3773 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0009	0,0258	44,30%	55,70%
-5/5	-1,2755%	-6,5233 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0008	0,0230	44,98%	55,02%
-10/10	-1,6375%	-5,6888 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0007	0,0216	45,15%	54,85%
-15/15	-2,2363%	-6,1830 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0007	0,0209	45,36%	54,64%
-20/20	-2,2164%	-5,0365 ***	0,0000	0,3409	-0,2622	-0,0006	0,0205	45,60%	54,40%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.313		Branche: Commercial Services				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6772%	4,5471 ***	0,0000	2,8589	-0,3905	0,0007	0,1251	51,64%	48,36%
-1/0	0,7383%	4,6959 ***	0,0000	2,8589	-0,3905	0,0000	0,0928	49,81%	50,19%
0/1	0,8632%	5,5226 ***	0,0000	2,8589	-0,4135	0,0001	0,0974	50,46%	49,54%
-1/1	0,9242%	5,7122 ***	0,0000	2,8589	-0,4135	-0,0001	0,0828	49,63%	50,37%
-2/2	0,3440%	4,4698 ***	0,0000	2,8589	-0,5384	-0,0006	0,0697	47,31%	52,69%
-5/5	-0,5240%	3,0177 ***	0,0025	2,8589	-0,6064	-0,0009	0,0638	45,66%	54,34%
-10/10	-1,8366%	2,1150 **	0,0344	2,8589	-0,6064	-0,0009	0,0552	45,14%	54,86%
-15/15	-3,7142%	0,4203	0,6743	2,8589	-0,7489	-0,0010	0,0517	44,62%	55,38%
-20/20	-5,2795%	0,4368	0,6623	2,8589	-0,7489	-0,0010	0,0506	44,62%	55,38%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.057		Branche: Software				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7573%	3,6796 ***	0,0002	1,4743	-0,3572	0,0008	0,0893	51,84%	48,16%
-1/0	0,7644%	3,3665 ***	0,0008	1,4743	-0,3731	-0,0003	0,0719	48,77%	51,23%
0/1	0,7587%	3,4001 ***	0,0007	2,0369	-0,3904	0,0001	0,0915	50,43%	49,57%
-1/1	0,7658%	3,3327 ***	0,0009	2,0369	-0,3904	-0,0003	0,0798	48,85%	51,15%
-2/2	0,6756%	2,9902 ***	0,0028	2,0369	-0,4226	-0,0008	0,0720	47,44%	52,56%
-5/5	-0,2557%	2,3106 **	0,0209	2,0369	-0,4226	-0,0011	0,0606	45,99%	54,01%
-10/10	-1,7727%	0,8362	0,4031	2,0369	-0,5320	-0,0013	0,0590	45,04%	54,96%
-15/15	-3,7262%	-0,4180	0,6760	2,0369	-0,5320	-0,0013	0,0559	44,77%	55,23%
-20/20	-5,2120%	-0,9004	0,3679	2,0369	-0,5320	-0,0013	0,0538	44,74%	55,26%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 838		Branche: Telecommunications				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8875%	1,8104 *	0,0702	3,3174	-0,2961	0,0007	0,1593	51,07%	48,93%
-1/0	1,1055%	2,5710 **	0,0101	3,3174	-0,4130	-0,0001	0,1206	49,76%	50,24%
0/1	0,9040%	2,4517 **	0,0142	3,3174	-0,4340	0,0001	0,1215	50,18%	49,82%
-1/1	1,1220%	3,0881 ***	0,0020	3,3174	-0,4340	-0,0001	0,1052	49,60%	50,40%
-2/2	0,6147%	2,0157 **	0,0438	3,3174	-0,5094	-0,0007	0,0906	47,09%	52,91%
-5/5	-0,5053%	0,7167	0,4736	3,3174	-0,5204	-0,0009	0,0825	45,37%	54,63%
-10/10	-3,8638%	-1,2289	0,2191	3,3174	-0,5204	-0,0011	0,0706	44,43%	55,57%
-15/15	-6,2109%	-0,8312	0,4059	3,3174	-0,6971	-0,0011	0,0670	44,83%	55,17%
-20/20	-9,0017%	-1,2649	0,2059	3,3174	-0,7047	-0,0012	0,0654	44,56%	55,44%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 654			Branche: Internet			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,2194%	3,0550 ***	0,0023	1,3632	-0,2794	-0,0002	0,1278	49,39%	50,61%
-1/0	1,4122%	2,8033 ***	0,0051	1,4926	-0,2794	-0,0024	0,1106	45,11%	54,89%
0/1	1,4820%	2,9183 ***	0,0035	1,3632	-0,3644	-0,0010	0,1077	47,71%	52,29%
-1/1	1,6749%	2,9328 ***	0,0034	1,4926	-0,3644	-0,0022	0,1021	45,41%	54,59%
-2/2	0,7565%	1,8284 *	0,0675	1,4926	-0,4817	-0,0028	0,0903	43,79%	56,21%
-5/5	-1,7477%	1,0605	0,2889	1,4926	-0,6734	-0,0034	0,0808	42,58%	57,42%
-10/10	-5,9471%	-0,1208	0,9039	2,2866	-0,6734	-0,0035	0,0798	42,17%	57,83%
-15/15	-10,7529%	-1,1439	0,2527	2,2866	-0,6734	-0,0036	0,0777	41,89%	58,11%
-20/20	-14,5253%	-1,3457	0,1784	2,2866	-0,6734	-0,0034	0,0785	42,21%	57,79%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 462			Branche: Computers			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1355%	0,2705	0,7868	1,2937	-0,2183	-0,0004	0,0780	48,48%	51,52%
-1/0	-0,0247%	-0,0900	0,9283	1,2937	-0,2240	-0,0011	0,0625	46,10%	53,90%
0/1	0,4335%	0,7068	0,4797	2,4961	-0,3084	-0,0006	0,1086	48,16%	51,84%
-1/1	0,2733%	0,4360	0,6629	2,4961	-0,3084	-0,0009	0,0919	46,68%	53,32%
-2/2	0,1344%	0,4957	0,6201	2,4961	-0,3706	-0,0012	0,0799	45,50%	54,50%
-5/5	-0,3382%	0,6089	0,5426	2,4961	-0,3706	-0,0009	0,0652	46,14%	53,86%
-10/10	-2,0941%	0,3285	0,7425	2,4961	-0,6537	-0,0010	0,0569	45,62%	54,38%
-15/15	-3,3214%	0,4467	0,6551	2,4961	-0,6537	-0,0010	0,0549	45,45%	54,55%
-20/20	-6,1879%	-0,6693	0,5033	2,4961	-0,6537	-0,0011	0,0536	45,22%	54,78%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 688			Branche: Insurance			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,1095%	1,2522	0,2105	0,1509	-0,0893	-0,0003	0,0229	48,11%	51,89%
-1/0	0,2480%	2,7416 ***	0,0061	0,1509	-0,2211	-0,0002	0,0235	48,76%	51,24%
0/1	0,1573%	1,6500 *	0,0989	0,1509	-0,1623	-0,0001	0,0226	49,20%	50,80%
-1/1	0,2957%	2,8773 ***	0,0040	0,1509	-0,2211	-0,0001	0,0231	49,27%	50,73%
-2/2	0,2129%	2,5206 **	0,0117	0,1509	-0,2254	-0,0003	0,0224	48,43%	51,57%
-5/5	-0,0602%	1,5112	0,1307	0,3920	-0,2254	-0,0006	0,0221	47,09%	52,91%
-10/10	-0,4313%	0,8489	0,3959	0,3920	-0,3482	-0,0007	0,0223	46,53%	53,47%
-15/15	-0,6386%	0,6869	0,4921	0,3920	-0,3482	-0,0007	0,0223	46,85%	53,15%
-20/20	-1,4650%	-0,4340	0,6643	0,3920	-0,3482	-0,0007	0,0223	46,76%	53,24%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 297			Branche: Miscellaneous Manufact.			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5957%	1,1035	0,2698	0,9538	-0,1259	-0,0003	0,0805	49,49%	50,51%
-1/0	0,6751%	1,3694	0,1709	0,9538	-0,2888	-0,0005	0,0617	48,82%	51,18%
0/1	1,0930%	1,1923	0,2331	1,1557	-0,2556	-0,0004	0,0875	48,65%	51,35%
-1/1	1,1723%	1,4279	0,1533	1,1557	-0,2888	-0,0005	0,0741	48,48%	51,52%
-2/2	1,5693%	2,0510 **	0,0403	1,1557	-0,2888	-0,0003	0,0660	48,69%	51,31%
-5/5	0,8149%	0,3328	0,7393	1,1557	-0,4006	-0,0006	0,0519	47,26%	52,74%
-10/10	0,3560%	-0,5974	0,5502	1,1557	-0,4006	-0,0006	0,0443	46,58%	53,42%
-15/15	-0,2140%	-0,5106	0,6096	1,2656	-0,4006	-0,0006	0,0435	46,43%	53,57%
-20/20	-3,6133%	-2,0765 **	0,0378	1,2656	-0,9780	-0,0007	0,0428	46,36%	53,64%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 331			Branche: Media			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,1899%	0,6069	0,5439	0,3913	-0,3391	-0,0010	0,0507	45,92%	54,08%
-1/0	-0,7551%	-0,4994	0,6175	0,3913	-0,3391	-0,0014	0,0422	43,66%	56,34%
0/1	-0,4000%	0,1322	0,8948	0,4958	-0,3391	-0,0010	0,0498	45,77%	54,23%
-1/1	-0,9652%	-0,7051	0,4807	0,4958	-0,3391	-0,0013	0,0446	44,31%	55,69%
-2/2	-0,9540%	-0,2518	0,8012	0,9435	-0,3391	-0,0011	0,0505	44,59%	55,41%
-5/5	-1,9919%	-0,6654	0,5058	0,9584	-0,5409	-0,0007	0,0474	46,31%	53,69%
-10/10	-4,5533%	-0,5250	0,5996	0,9584	-0,5409	-0,0008	0,0462	45,63%	54,37%
-15/15	-6,9487%	-0,0039	0,9969	0,9584	-0,5409	-0,0008	0,0440	45,60%	54,40%
-20/20	-9,1938%	-0,6441	0,5195	0,9584	-0,5409	-0,0008	0,0443	45,40%	54,60%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 372			Branche: Electronics			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8593%	2,1133 **	0,0346	0,7270	-0,2273	0,0013	0,0713	52,96%	47,04%
-1/0	0,2749%	1,2474	0,2123	0,7270	-0,4916	-0,0008	0,0626	47,72%	52,28%
0/1	1,0482%	2,7308 ***	0,0063	0,7270	-0,2286	0,0006	0,0619	51,48%	48,52%
-1/1	0,4639%	2,0348 **	0,0419	0,7270	-0,4916	-0,0005	0,0588	48,48%	51,52%
-2/2	-0,1457%	1,3271	0,1845	0,7270	-0,4916	-0,0010	0,0520	45,75%	54,25%
-5/5	-0,6874%	1,1478	0,2511	0,7523	-0,6137	-0,0009	0,0482	46,43%	53,57%
-10/10	-2,3850%	0,9746	0,3298	0,7523	-0,6137	-0,0010	0,0469	46,20%	53,80%
-15/15	-3,4809%	1,1696	0,2422	1,3079	-0,6137	-0,0012	0,0466	45,91%	54,09%
-20/20	-5,3695%	0,7817	0,4344	1,3079	-0,6137	-0,0012	0,0454	45,76%	54,24%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 502			Branche: Healthcare-Products			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6947%	1,8880 *	0,0590	2,8003	-0,5083	0,0010	0,1476	51,59%	48,41%
-1/0	0,8978%	2,3628 **	0,0181	2,8003	-0,5083	0,0005	0,1093	51,39%	48,61%
0/1	0,7405%	1,4025	0,1608	2,8003	-0,5083	0,0006	0,1136	51,00%	49,00%
-1/1	0,9435%	1,8893 *	0,0588	2,8003	-0,5083	0,0005	0,0964	51,06%	48,94%
-2/2	0,6967%	1,7212 *	0,0852	2,8003	-0,5083	-0,0005	0,0792	48,57%	51,43%
-5/5	-0,2176%	0,5456	0,5854	2,8003	-0,5083	-0,0006	0,0622	47,66%	52,34%
-10/10	-1,2570%	-0,1984	0,8428	2,8003	-0,5083	-0,0010	0,0521	46,53%	53,47%
-15/15	-3,2941%	-0,9330	0,3508	2,8003	-0,5083	-0,0011	0,0472	46,13%	53,87%
-20/20	-5,1858%	-1,8366 *	0,0663	2,8003	-0,5083	-0,0012	0,0449	45,73%	54,27%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 458			Branche: Retail			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8074%	2,4598 **	0,0139	1,1979	-0,3359	0,0007	0,0997	52,84%	47,16%
-1/0	0,9522%	2,7430 ***	0,0061	1,5792	-0,3742	-0,0004	0,0930	48,25%	51,75%
0/1	1,0252%	3,5843 ***	0,0003	1,1979	-0,5840	0,0001	0,0815	51,09%	48,91%
-1/1	1,1701%	3,8438 ***	0,0001	1,5792	-0,5840	-0,0004	0,0829	48,62%	51,38%
-2/2	1,0872%	2,9892 ***	0,0028	1,5792	-0,5840	-0,0008	0,0810	46,20%	53,80%
-5/5	0,7034%	3,3365 ***	0,0008	1,5792	-0,6145	-0,0007	0,0604	46,63%	53,37%
-10/10	-0,6655%	1,7488 *	0,0803	2,9150	-0,6145	-0,0010	0,0584	44,81%	55,19%
-15/15	-1,9663%	1,5411	0,1233	2,9150	-0,6145	-0,0009	0,0519	45,11%	54,89%
-20/20	-3,3131%	0,9666	0,3337	2,9150	-0,6159	-0,0009	0,0498	45,10%	54,90%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 547			Branche: Oil&Gas			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0082%	-1,2905	0,1969	1,4314	-0,2828	-0,0053	0,1130	40,22%	59,78%
-1/0	0,2565%	-0,4759	0,6341	1,4314	-0,3237	-0,0020	0,0912	44,06%	55,94%
0/1	0,7753%	-0,4273	0,6691	2,3147	-0,3292	-0,0033	0,1218	41,86%	58,14%
-1/1	1,0401%	0,1691	0,8657	2,3147	-0,3292	-0,0021	0,1057	43,88%	56,12%
-2/2	0,6565%	0,1932	0,8468	2,3147	-0,3292	-0,0020	0,0904	43,51%	56,49%
-5/5	-0,5883%	0,2653	0,7908	2,3147	-0,6173	-0,0020	0,0743	43,01%	56,99%
-10/10	-3,3904%	-0,1214	0,9033	2,3147	-0,6173	-0,0020	0,0680	42,60%	57,40%
-15/15	-5,8136%	-0,2961	0,7672	2,3147	-0,6505	-0,0019	0,0664	42,67%	57,33%
-20/20	-8,2118%	-0,3871	0,6987	2,3147	-0,6505	-0,0020	0,0637	42,52%	57,48%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 342			Branche: Diversified Finan Serv			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,3137%	2,8590 ***	0,0043	3,2994	-0,4827	0,0003	0,1943	51,17%	48,83%
-1/0	0,7990%	3,1451 ***	0,0017	3,2994	-0,8106	-0,0002	0,1481	49,12%	50,88%
0/1	1,8838%	3,4433 ***	0,0006	3,2994	-0,5351	0,0001	0,1495	50,29%	49,71%
-1/1	1,3691%	3,6841 ***	0,0002	3,2994	-0,8106	-0,0002	0,1301	49,22%	50,78%
-2/2	1,3863%	3,5331 ***	0,0004	3,2994	-0,8106	-0,0007	0,1109	46,32%	53,68%
-5/5	-0,9705%	2,8946 ***	0,0038	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,0858	44,39%	55,61%
-10/10	-4,5194%	2,0239 **	0,0430	3,2994	-0,8106	-0,0009	0,0734	44,24%	55,76%
-15/15	-7,9364%	1,1890	0,2345	3,2994	-0,8106	-0,0010	0,0670	43,60%	56,40%
-20/20	-11,3097%	1,1667	0,2433	3,2994	-0,8106	-0,0010	0,0640	43,45%	56,55%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 257			Branche: Engineering&Constructio			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0076%	0,9964	0,3191	0,4535	-0,2761	0,0001	0,0526	50,58%	49,42%
-1/0	-0,3500%	-0,4526	0,6508	0,4535	-0,2761	-0,0013	0,0453	45,14%	54,86%
0/1	0,2087%	2,2336 **	0,0255	0,5540	-0,2761	0,0007	0,0514	52,53%	47,47%
-1/1	-0,1336%	0,9489	0,3427	0,5540	-0,2761	-0,0005	0,0471	48,25%	51,75%
-2/2	-0,7536%	0,2584	0,7961	0,5540	-0,3041	-0,0006	0,0438	47,47%	52,53%
-5/5	-2,8616%	-1,8030 *	0,0714	0,9957	-0,3041	-0,0015	0,0423	44,07%	55,93%
-10/10	-4,2009%	-2,0507 **	0,0403	1,0237	-0,4293	-0,0015	0,0430	43,91%	56,09%
-15/15	-5,3569%	-2,6552 ***	0,0079	1,0237	-0,4293	-0,0015	0,0451	43,79%	56,21%
-20/20	-6,6887%	-2,3473 **	0,0189	1,0237	-0,4778	-0,0015	0,0439	43,65%	56,35%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 351			Branche: Pharmaceuticals			branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0770%	-0,3987	0,6901	1,1513	-0,4550	-0,0001	0,1102	49,57%	50,43%
-1/0	0,0508%	0,1908	0,8487	1,1513	-0,4550	-0,0002	0,0874	48,72%	51,28%
0/1	0,5347%	1,0164	0,3094	1,1513	-0,4550	0,0002	0,0919	51,00%	49,00%
-1/1	0,6624%	1,3883	0,1650	1,1513	-0,4550	0,0000	0,0817	49,95%	50,05%
-2/2	1,0922%	1,8867 *	0,0592	1,1513	-0,4550	-0,0002	0,0722	49,40%	50,60%
-5/5	1,4951%	2,5660 **	0,0103	1,4134	-0,4607	-0,0006	0,0687	47,29%	52,71%
-10/10	-0,3275%	2,5242 **	0,0116	1,4134	-0,6851	-0,0007	0,0610	46,79%	53,21%
-15/15	-0,4827%	2,7247 ***	0,0064	1,7302	-0,6851	-0,0009	0,0606	46,24%	53,76%
-20/20	-2,2545%	2,0698 **	0,0385	1,7302	-0,6851	-0,0009	0,0579	46,01%	53,99%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 402		Branche: Food				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6612%	2,4118 **	0,0159	2,3344	-0,2714	0,0016	0,1297	55,22%	44,78%
-1/0	0,8369%	2,8979 ***	0,0038	2,3344	-0,2714	0,0004	0,0937	51,87%	48,13%
0/1	1,2428%	3,9917 ***	0,0001	2,3344	-0,2714	0,0009	0,0966	53,36%	46,64%
-1/1	1,4185%	4,4006 ***	0,0000	2,3344	-0,2714	0,0004	0,0805	51,74%	48,26%
-2/2	1,3008%	3,4589 ***	0,0005	2,3344	-0,2765	0,0000	0,0647	49,85%	50,15%
-5/5	0,6026%	1,5409	0,1233	2,3344	-0,3071	-0,0005	0,0477	46,81%	53,19%
-10/10	0,2268%	1,2239	0,2210	2,3344	-0,5931	-0,0007	0,0453	45,90%	54,10%
-15/15	-0,1625%	0,4610	0,6448	2,3344	-0,5931	-0,0007	0,0403	45,57%	54,43%
-20/20	-0,5468%	0,2809	0,7788	2,3344	-0,5931	-0,0007	0,0385	45,66%	54,34%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 357		Branche: Healthcare-Services				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,0547%	0,9774	0,3284	0,6521	-0,7373	0,0001	0,0719	50,14%	49,86%
-1/0	0,2102%	0,7793	0,4358	0,7634	-0,7373	-0,0008	0,0625	47,20%	52,80%
0/1	0,4822%	1,9502 *	0,0512	0,6521	-0,7373	-0,0004	0,0618	48,88%	51,12%
-1/1	0,6378%	1,7474 *	0,0806	0,7634	-0,7373	-0,0008	0,0586	47,34%	52,66%
-2/2	0,5372%	1,7134 *	0,0866	0,7634	-0,7373	-0,0010	0,0545	46,16%	53,84%
-5/5	0,0457%	1,1011	0,2709	2,1472	-0,7373	-0,0011	0,0587	45,81%	54,19%
-10/10	-2,2211%	0,1448	0,8849	2,1472	-0,7373	-0,0012	0,0527	44,88%	55,12%
-15/15	-3,2890%	-0,2431	0,8080	2,1472	-0,7373	-0,0013	0,0484	44,75%	55,25%
-20/20	-5,9913%	-1,7738 *	0,0761	2,1472	-0,7373	-0,0013	0,0470	44,57%	55,43%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 347		Branche: Mining				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8017%	1,0808	0,2798	1,0971	-0,3953	-0,0029	0,1260	43,23%	56,77%
-1/0	0,6078%	1,2017	0,2295	1,0971	-0,3982	-0,0024	0,1005	43,08%	56,92%
0/1	1,0732%	1,0110	0,3120	1,3248	-0,3953	-0,0030	0,1202	41,50%	58,50%
-1/1	0,8794%	1,1686	0,2426	1,3248	-0,3982	-0,0026	0,1052	41,98%	58,02%
-2/2	0,7039%	1,1336	0,2570	1,3308	-0,3982	-0,0024	0,0954	42,07%	57,93%
-5/5	0,4335%	1,8169 *	0,0692	1,3308	-0,4633	-0,0024	0,0821	41,55%	58,45%
-10/10	-1,1312%	1,6572 *	0,0975	2,0001	-0,4633	-0,0023	0,0802	41,35%	58,65%
-15/15	-1,8952%	2,3140 **	0,0207	2,0001	-0,4633	-0,0021	0,0757	41,65%	58,35%
-20/20	-3,8160%	2,1832 **	0,0290	2,0001	-0,6680	-0,0022	0,0747	41,58%	58,42%

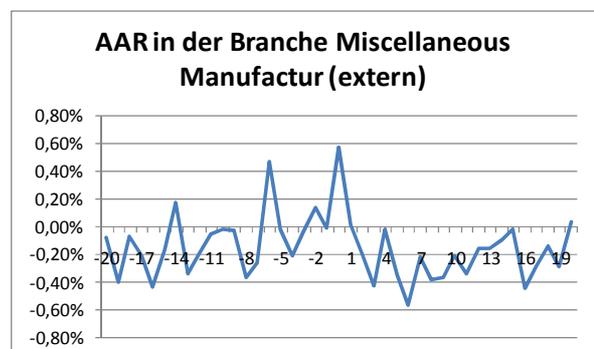
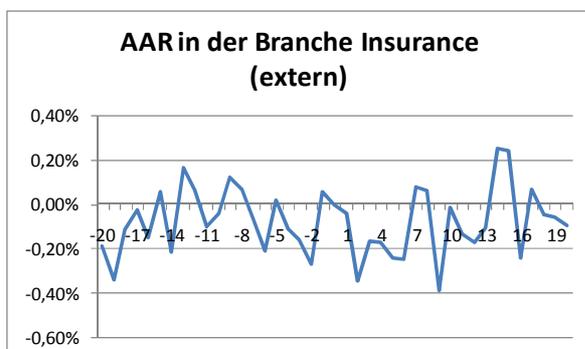
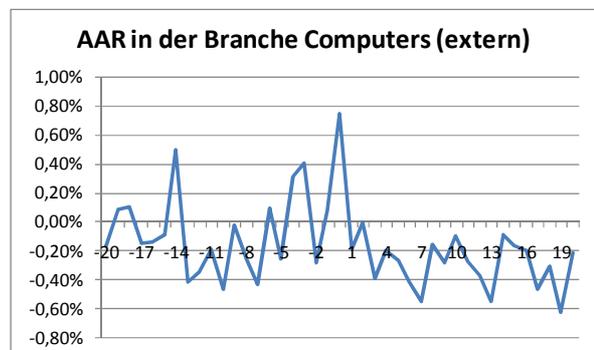
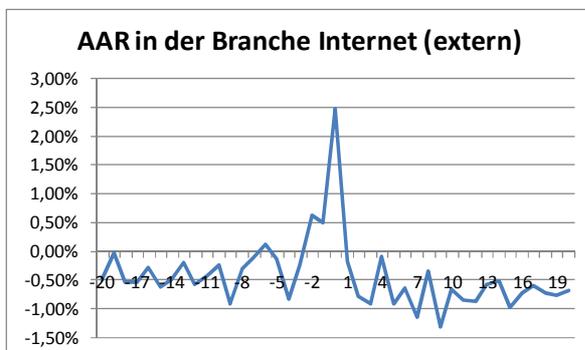
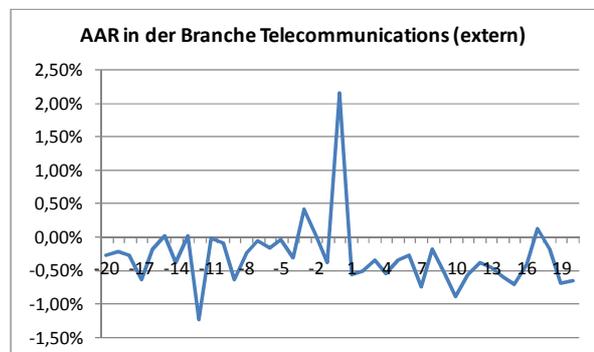
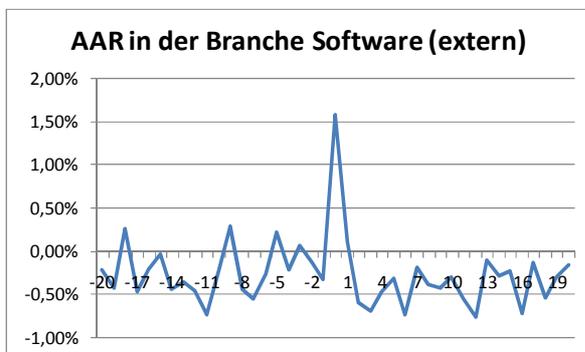
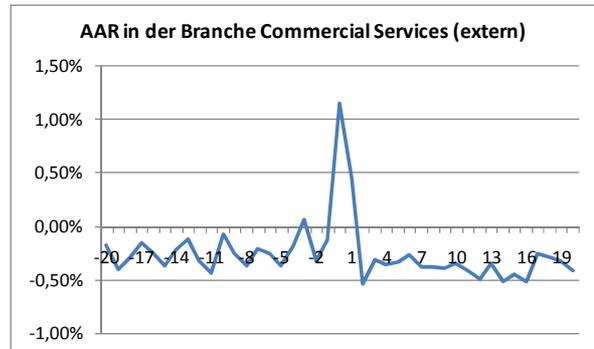
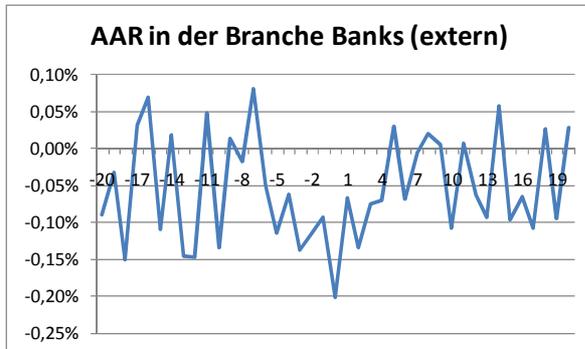
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

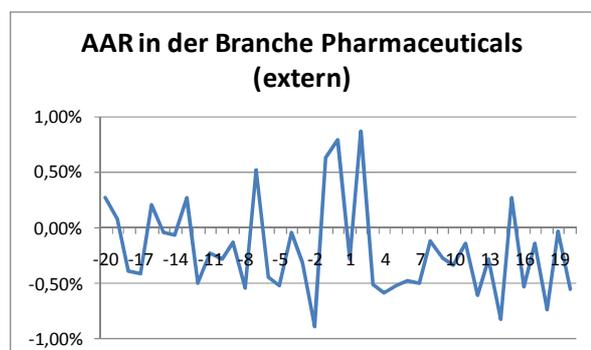
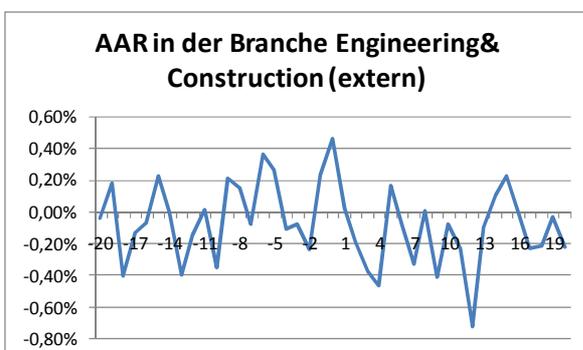
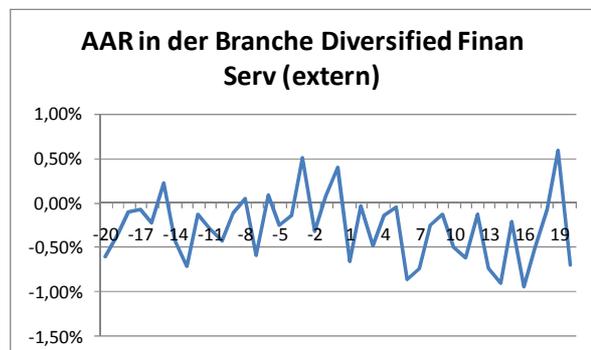
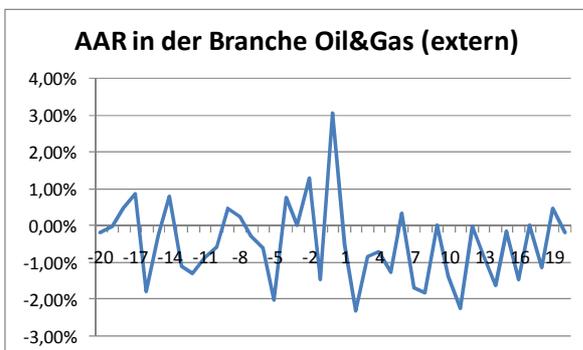
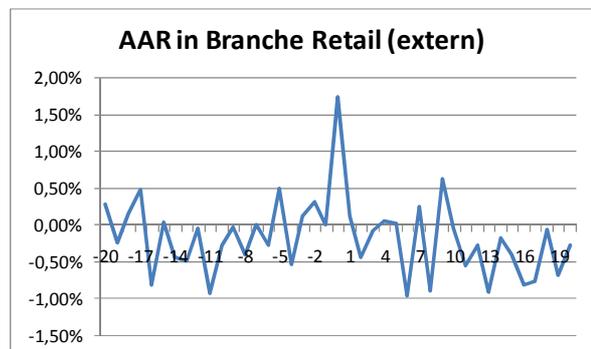
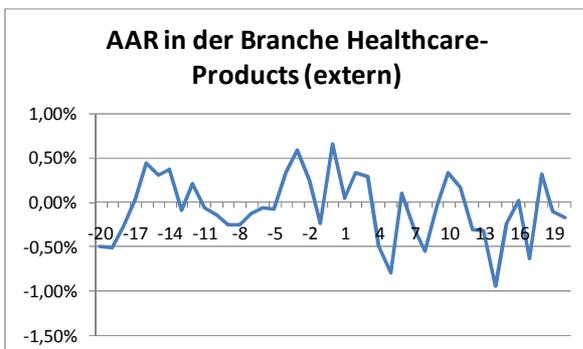
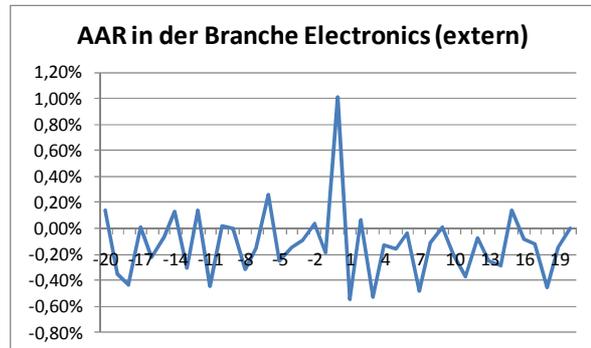
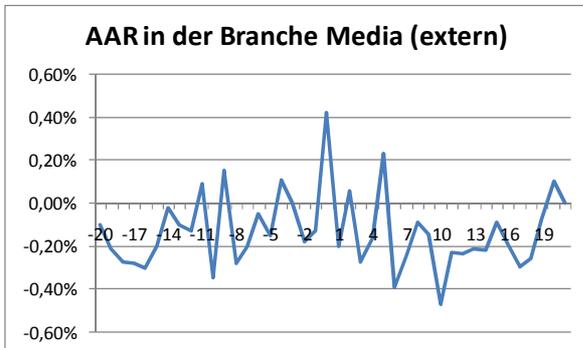
Stichprobengröße: 188		Branche: Aerospace/Defense				branchenintern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,2818%	0,0850	0,9323	0,3501	-0,1360	0,0001	0,0479	50,53%	49,47%
-1/0	0,3275%	0,1243	0,9010	0,5673	-0,3018	-0,0005	0,0505	48,14%	51,86%
0/1	-0,1855%	0,2321	0,8164	0,3501	-0,3320	0,0010	0,0437	52,39%	47,61%
-1/1	-0,1399%	0,2572	0,7971	0,5673	-0,3320	0,0001	0,0470	50,18%	49,82%
-2/2	-0,3176%	0,3781	0,7053	0,5673	-0,3472	-0,0003	0,0423	48,72%	51,28%
-5/5	-0,1835%	0,4584	0,6467	1,9864	-0,5243	-0,0005	0,0612	48,40%	51,60%
-10/10	-2,0027%	-0,5332	0,5939	1,9864	-0,5243	-0,0009	0,0497	46,86%	53,14%
-15/15	-3,6788%	-0,9533	0,3404	1,9864	-0,5243	-0,0008	0,0475	46,91%	53,09%
-20/20	-5,0964%	-1,3900	0,1645	1,9864	-0,5243	-0,0010	0,0467	46,57%	53,43%

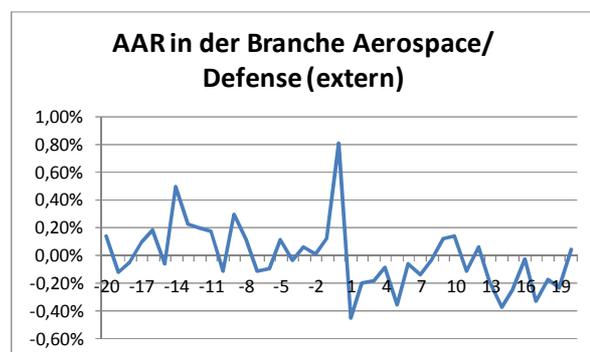
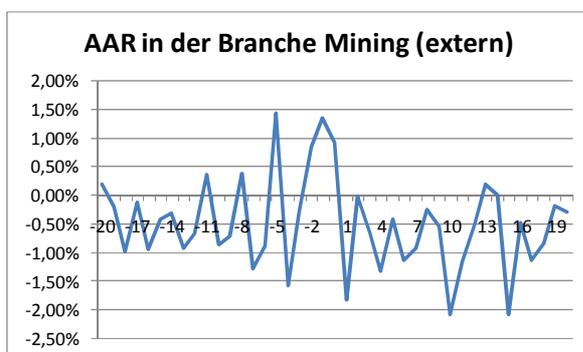
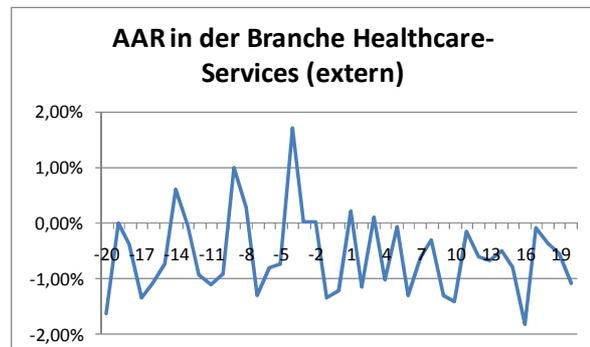
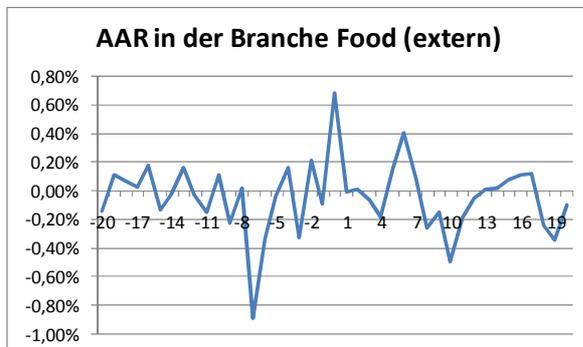
* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Abbildung AAR bei diversifizierenden M&A







Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

CAAR bei diversifizierenden M&A

Stichprobengröße: 1.267			Branche: Banks			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,2002%	-2,5056 **	0,0122	0,2051	-0,2303	-0,0013	0,0275	44,44%	55,56%
-1/0	-0,2927%	-3,1421 ***	0,0017	0,2072	-0,2303	-0,0010	0,0240	45,66%	54,34%
0/1	-0,2660%	-2,7035 ***	0,0069	0,2666	-0,2303	-0,0010	0,0258	45,46%	54,54%
-1/1	-0,3584%	-3,2784 ***	0,0010	0,2666	-0,2303	-0,0009	0,0241	45,94%	54,06%
-2/2	-0,6056%	-4,3855 ***	0,0000	0,2666	-0,2303	-0,0009	0,0229	45,30%	54,70%
-5/5	-1,0311%	-5,6923 ***	0,0000	0,2997	-0,2319	-0,0009	0,0219	45,49%	54,51%
-10/10	-1,2897%	-4,6399 ***	0,0000	0,3824	-0,3457	-0,0007	0,0216	46,30%	53,70%
-15/15	-1,8067%	-4,7556 ***	0,0000	0,4058	-0,3457	-0,0006	0,0213	46,39%	53,61%
-20/20	-2,1854%	-5,0713 ***	0,0000	0,4058	-0,3457	-0,0006	0,0213	46,38%	53,62%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 1.003			Branche: Commercial Services			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,7680%	4,5416 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	0,0000	0,2432	49,95%	50,05%
-1/0	1,4061%	4,8277 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0008	0,1819	46,51%	53,49%
0/1	2,5551%	5,7089 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0002	0,2129	49,30%	50,70%
-1/1	2,1932%	5,9817 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0007	0,1803	47,22%	52,78%
-2/2	0,9873%	4,9125 ***	0,0000	4,4685	-0,7632	-0,0012	0,1519	45,02%	54,98%
-5/5	-1,2234%	3,3470 ***	0,0008	4,4685	-0,7632	-0,0015	0,1262	43,42%	56,58%
-10/10	-6,1174%	1,8820 *	0,0598	4,4685	-0,7632	-0,0016	0,1048	42,84%	57,16%
-15/15	-11,9976%	0,5167	0,6054	4,4685	-0,7632	-0,0017	0,0976	42,45%	57,55%
-20/20	-16,8849%	-0,1445	0,8851	4,4685	-0,9320	-0,0016	0,0919	42,43%	57,57%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 783			Branche: Software			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,5757%	3,3089 ***	0,0009	2,9922	-0,3641	0,0015	0,1732	53,90%	46,10%
-1/0	1,2532%	2,6768 ***	0,0074	2,9922	-0,4127	-0,0005	0,1325	48,40%	51,60%
0/1	1,6879%	3,5570 ***	0,0004	2,9922	-0,3870	0,0004	0,1487	51,09%	48,91%
-1/1	1,3655%	3,0883 ***	0,0020	2,9922	-0,4127	-0,0006	0,1281	48,36%	51,64%
-2/2	0,6353%	1,9443 *	0,0519	2,9922	-0,4975	-0,0011	0,1063	46,23%	53,77%
-5/5	-0,7394%	1,3291	0,1838	2,9922	-0,4975	-0,0013	0,0903	44,75%	55,25%
-10/10	-3,9633%	0,3021	0,7625	2,9922	-0,6629	-0,0015	0,0801	44,39%	55,61%
-15/15	-7,8856%	-1,3740	0,1694	2,9922	-0,6629	-0,0016	0,0755	43,84%	56,16%
-20/20	-10,8025%	-2,1433 **	0,0321	2,9922	-0,6629	-0,0017	0,0732	43,64%	56,36%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 688			Branche: Telecommunications			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,1472%	4,0163 ***	0,0001	3,0014	-0,2756	0,0011	0,2408	52,47%	47,53%
-1/0	1,7564%	3,8179 ***	0,0001	3,0014	-0,5974	-0,0006	0,1788	48,47%	51,53%
0/1	1,5792%	3,9392 ***	0,0001	3,0014	-0,5947	0,0000	0,1844	50,07%	49,93%
-1/1	1,1885%	3,9405 ***	0,0001	3,0014	-0,5974	-0,0007	0,1566	48,21%	51,79%
-2/2	0,6929%	3,4323 ***	0,0006	3,0014	-0,6267	-0,0011	0,1334	46,80%	53,20%
-5/5	-0,4836%	2,7160 ***	0,0066	3,0014	-0,6267	-0,0014	0,1092	45,75%	54,25%
-10/10	-4,3074%	1,5475	0,1217	3,0014	-0,8038	-0,0017	0,0941	44,77%	55,23%
-15/15	-8,6210%	0,8691	0,3848	3,0014	-0,8038	-0,0018	0,0875	44,62%	55,38%
-20/20	-12,0332%	0,3604	0,7185	3,0014	-0,8038	-0,0017	0,0833	44,65%	55,35%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 693		Branche: Internet				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	2,4761%	4,5437 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	0,0011	0,2773	52,09%	47,91%
-1/0	2,9841%	4,8311 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0009	0,2217	47,62%	52,38%
0/1	2,3002%	4,0590 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0007	0,2270	48,12%	51,88%
-1/1	2,8082%	4,5461 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0015	0,2033	46,46%	53,54%
-2/2	2,6403%	4,6345 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0021	0,1765	44,59%	55,41%
-5/5	-0,4625%	4,4372 ***	0,0000	3,7295	-0,6904	-0,0027	0,1359	43,49%	56,51%
-10/10	-5,9736%	2,4215 **	0,0155	3,7295	-0,7873	-0,0033	0,1213	42,03%	57,97%
-15/15	-12,0591%	0,6169	0,5373	3,7295	-0,7873	-0,0033	0,1111	41,64%	58,36%
-20/20	-17,4057%	-0,0785	0,9374	3,7295	-0,7873	-0,0034	0,1064	41,37%	58,63%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 868		Branche: Computers				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7475%	2,3554 **	0,0185	3,2723	-0,3305	0,0000	0,1407	49,77%	50,23%
-1/0	0,8228%	2,5432 **	0,0110	3,2723	-0,3305	-0,0008	0,1093	47,58%	52,42%
0/1	0,5553%	2,6829 ***	0,0073	3,2723	-0,4663	-0,0003	0,1081	48,79%	51,21%
-1/1	0,6306%	2,8767 ***	0,0040	3,2723	-0,4663	-0,0007	0,0956	47,66%	52,34%
-2/2	0,3417%	1,7299 *	0,0836	3,2723	-0,5419	-0,0012	0,0891	46,04%	53,96%
-5/5	-0,0625%	2,7029 ***	0,0069	3,2723	-0,6468	-0,0010	0,0787	46,31%	53,69%
-10/10	-2,6661%	1,0069	0,3140	3,2723	-0,6468	-0,0012	0,0688	45,48%	54,52%
-15/15	-4,6773%	0,3356	0,7372	3,2723	-0,6640	-0,0013	0,0657	45,38%	54,62%
-20/20	-6,7703%	-0,5344	0,5931	3,2723	-0,6675	-0,0013	0,0638	45,13%	54,87%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 398		Branche: Insurance				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-0,0009%	-0,0897	0,9285	0,2060	-0,1438	-0,0009	0,0299	46,48%	53,52%
-1/0	0,0567%	-0,4014	0,6881	0,2060	-0,1438	-0,0008	0,0270	46,36%	53,64%
0/1	-0,0384%	0,1700	0,8650	0,2060	-0,2736	-0,0008	0,0284	46,73%	53,27%
-1/1	0,0192%	-0,1283	0,8979	0,2060	-0,2736	-0,0008	0,0270	46,57%	53,43%
-2/2	-0,5905%	-1,8746 *	0,0609	0,3931	-0,6114	-0,0008	0,0303	46,08%	53,92%
-5/5	-1,4124%	-2,8933 ***	0,0038	0,6125	-0,6114	-0,0007	0,0305	46,62%	53,38%
-10/10	-2,0305%	-3,1413 ***	0,0017	1,0808	-0,6114	-0,0007	0,0320	46,71%	53,29%
-15/15	-1,9576%	-2,4268 **	0,0152	1,2966	-0,6114	-0,0007	0,0365	46,90%	53,10%
-20/20	-3,1176%	-3,3191 ***	0,0009	1,2966	-0,6114	-0,0007	0,0338	46,66%	53,34%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 764		Branche: Miscellaneous Manufact.				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,5671%	3,1903 ***	0,0014	0,9622	-0,4478	0,0002	0,0758	50,79%	49,21%
-1/0	0,5537%	2,0243 **	0,0429	1,3832	-0,4478	-0,0004	0,0815	48,43%	51,57%
0/1	0,5750%	2,8291 ***	0,0047	1,0090	-0,5985	0,0000	0,0693	50,00%	50,00%
-1/1	0,5615%	2,0477 **	0,0406	1,3832	-0,5985	-0,0004	0,0755	48,69%	51,31%
-2/2	0,5044%	1,5850	0,1130	1,3832	-0,5985	-0,0005	0,0695	47,85%	52,15%
-5/5	-0,5605%	0,9332	0,3507	1,9965	-0,5985	-0,0006	0,0657	47,13%	52,87%
-10/10	-2,5274%	-0,7062	0,4801	1,9965	-0,5985	-0,0006	0,0611	46,91%	53,09%
-15/15	-3,9068%	-1,2574	0,2086	1,9965	-0,5985	-0,0007	0,0579	46,43%	53,57%
-20/20	-6,2340%	-2,0357 **	0,0418	1,9965	-0,6083	-0,0008	0,0555	46,23%	53,77%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 598		Branche: Media				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4219%	2,3972 **	0,0165	1,6663	-0,5689	0,0002	0,0885	50,50%	49,50%
-1/0	0,2958%	1,8162 *	0,0693	1,6663	-0,5689	-0,0002	0,0683	48,83%	51,17%
0/1	0,2215%	1,8904 *	0,0587	1,6663	-0,5689	-0,0005	0,0689	47,66%	52,34%
-1/1	0,0954%	1,4733	0,1407	1,6663	-0,5689	-0,0004	0,0605	47,49%	52,51%
-2/2	-0,0254%	1,4688	0,1419	1,6663	-0,5689	-0,0005	0,0512	47,46%	52,54%
-5/5	-0,2738%	-0,3559	0,7219	1,6663	-0,5689	-0,0007	0,0501	46,72%	53,28%
-10/10	-2,3264%	-2,0501 **	0,0404	1,6663	-0,5843	-0,0008	0,0470	46,06%	53,94%
-15/15	-3,6651%	-2,1562 **	0,0311	1,6663	-0,5843	-0,0008	0,0460	45,98%	54,02%
-20/20	-5,5521%	-3,3745 ***	0,0007	1,7133	-0,5843	-0,0009	0,0451	45,76%	54,24%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 499		Branche: Electronics				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,0144%	3,5494 ***	0,0004	2,9825	-0,2128	0,0005	0,1904	51,10%	48,90%
-1/0	0,8303%	2,8016 ***	0,0051	2,9825	-0,8734	-0,0004	0,1504	48,00%	52,00%
0/1	0,4634%	2,9493 ***	0,0032	2,9825	-0,5335	-0,0005	0,1432	48,40%	51,60%
-1/1	0,2793%	2,5921 ***	0,0095	2,9825	-0,8734	-0,0007	0,1290	47,23%	52,77%
-2/2	0,3769%	2,2035 **	0,0276	2,9825	-0,8734	-0,0007	0,1089	47,01%	52,99%
-5/5	-0,9478%	1,9955 **	0,0460	2,9825	-0,8734	-0,0009	0,0815	45,86%	54,14%
-10/10	-1,9703%	1,9141 *	0,0556	2,9825	-0,8734	-0,0009	0,0679	45,93%	54,07%
-15/15	-3,3945%	1,8287 *	0,0674	2,9825	-0,8734	-0,0010	0,0623	45,93%	54,07%
-20/20	-5,0880%	1,3202	0,1868	2,9825	-0,8734	-0,0010	0,0588	45,64%	54,36%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 264		Branche: Healthcare-Products				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6516%	1,2885	0,1976	1,8398	-0,1677	0,0009	0,1226	51,89%	48,11%
-1/0	0,4081%	0,9109	0,3623	1,8398	-0,6818	-0,0005	0,0967	47,54%	52,46%
0/1	0,6964%	1,5943	0,1109	1,8398	-0,3177	-0,0001	0,0953	49,43%	50,57%
-1/1	0,4530%	1,3599	0,1739	1,8398	-0,6818	-0,0008	0,0852	47,35%	52,65%
-2/2	1,0231%	1,6514 *	0,0987	1,8398	-0,6818	-0,0004	0,0770	48,11%	51,89%
-5/5	0,8491%	1,8396 *	0,0658	2,6290	-0,6818	-0,0007	0,0792	46,90%	53,10%
-10/10	-0,4621%	1,2596	0,2078	2,6290	-0,6818	-0,0008	0,0665	46,41%	53,59%
-15/15	-1,4095%	0,7422	0,4580	2,6290	-0,6818	-0,0009	0,0618	45,91%	54,09%
-20/20	-2,8389%	0,7434	0,4572	2,6290	-0,6818	-0,0010	0,0583	45,43%	54,57%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 296		Branche: Retail				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,7435%	4,6667 ***	0,0000	1,5186	-0,4992	0,0029	0,1429	56,76%	43,24%
-1/0	1,7551%	4,3090 ***	0,0000	1,5186	-0,4992	0,0006	0,1176	52,36%	47,64%
0/1	1,8695%	4,6623 ***	0,0000	1,5186	-0,4992	0,0000	0,1192	49,49%	50,51%
-1/1	1,8811%	4,4241 ***	0,0000	1,5186	-0,4992	-0,0003	0,1088	48,99%	51,01%
-2/2	1,7642%	4,1418 ***	0,0000	1,5186	-0,5163	-0,0006	0,0980	46,55%	53,45%
-5/5	1,8519%	4,1720 ***	0,0000	1,5186	-0,5436	-0,0009	0,0875	45,12%	54,88%
-10/10	-0,1464%	2,8933 ***	0,0038	1,9766	-0,6919	-0,0012	0,0844	43,42%	56,58%
-15/15	-4,3255%	1,5970	0,1103	1,9766	-0,6919	-0,0014	0,0772	42,55%	57,45%
-20/20	-7,0582%	0,6479	0,5170	1,9766	-0,6919	-0,0014	0,0747	42,35%	57,65%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 166		Branche: Oil&Gas				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	3,0617%	1,7017 *	0,0888	1,4529	-0,5004	-0,0005	0,2201	47,59%	52,41%
-1/0	1,5935%	1,0624	0,2881	1,4529	-0,5430	-0,0021	0,1800	42,77%	57,23%
0/1	2,5583%	2,0748 **	0,0380	1,4529	-0,5004	-0,0011	0,1792	46,39%	53,61%
-1/1	1,0902%	1,5779	0,1146	1,4529	-0,5430	-0,0018	0,1631	43,57%	56,43%
-2/2	0,0599%	2,1044 **	0,0353	1,4529	-0,5648	-0,0017	0,1427	43,49%	56,51%
-5/5	-4,0558%	1,4017	0,1610	1,4529	-0,5928	-0,0019	0,1206	42,17%	57,83%
-10/10	-9,4474%	1,0276	0,3041	1,4529	-0,5928	-0,0022	0,1124	41,34%	58,66%
-15/15	-17,0794%	0,6103	0,5416	1,4533	-0,6135	-0,0024	0,1084	40,28%	59,72%
-20/20	-20,0896%	2,3986 **	0,0165	1,4613	-0,6987	-0,0024	0,1120	40,35%	59,65%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 357		Branche: Diversified Finan Serv				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,3989%	1,5679	0,1169	0,4343	-0,5389	-0,0007	0,0668	46,78%	53,22%
-1/0	0,4798%	2,2623 **	0,0237	0,9840	-0,5389	-0,0008	0,0765	45,80%	54,20%
0/1	-0,2595%	1,2812	0,2001	0,4343	-0,5389	-0,0012	0,0602	44,82%	55,18%
-1/1	-0,1786%	1,9674 **	0,0491	0,9840	-0,5389	-0,0010	0,0695	44,82%	55,18%
-2/2	-0,5327%	1,9841 **	0,0472	0,9869	-0,5389	-0,0011	0,0701	44,54%	55,46%
-5/5	-1,0753%	1,9490 *	0,0513	1,5024	-0,5389	-0,0008	0,0732	45,17%	54,83%
-10/10	-4,5378%	-0,4372	0,6619	1,6783	-0,6477	-0,0012	0,0717	43,35%	56,65%
-15/15	-8,4483%	-1,7598 *	0,0784	1,6783	-0,8199	-0,0013	0,0677	42,80%	57,20%
-20/20	-11,4065%	-2,6661 ***	0,0077	1,6783	-0,8199	-0,0013	0,0675	42,91%	57,09%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 386		Branche: Engineering&Constructio				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,4633%	3,0711 ***	0,0021	2,0027	-0,2827	0,0004	0,1114	51,55%	48,45%
-1/0	0,7012%	2,9906 ***	0,0028	2,0027	-0,2827	-0,0004	0,0850	48,45%	51,55%
0/1	0,4837%	2,5521 **	0,0107	2,0027	-0,2827	0,0001	0,0850	50,65%	49,35%
-1/1	0,7215%	2,6627 ***	0,0078	2,0027	-0,2827	-0,0004	0,0741	48,88%	51,12%
-2/2	0,2937%	0,9248	0,3551	2,0027	-0,2827	-0,0010	0,0648	45,60%	54,40%
-5/5	-0,2912%	0,1666	0,8677	2,0027	-0,2827	-0,0011	0,0510	44,84%	55,16%
-10/10	-0,8795%	-0,5077	0,6117	2,0027	-0,2827	-0,0011	0,0439	44,46%	55,54%
-15/15	-1,8845%	-1,0101	0,3124	2,0027	-0,3795	-0,0011	0,0412	44,65%	55,35%
-20/20	-3,0632%	-1,0025	0,3161	2,0027	-0,3827	-0,0011	0,0395	44,62%	55,38%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 291		Branche: Pharmaceuticals				branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7892%	0,7416	0,4584	1,9456	-0,4286	-0,0017	0,1740	42,61%	57,39%
-1/0	1,4151%	0,9848	0,3247	2,6601	-0,4286	-0,0013	0,1705	43,64%	56,36%
0/1	0,5081%	0,7105	0,4774	1,9456	-0,4583	-0,0014	0,1328	44,85%	55,15%
-1/1	1,1340%	0,9898	0,3223	2,6601	-0,4583	-0,0013	0,1451	44,79%	55,21%
-2/2	1,1050%	0,8320	0,4054	2,6601	-0,5874	-0,0014	0,1232	43,99%	56,01%
-5/5	-1,4041%	-0,9627	0,3357	2,6601	-0,5874	-0,0017	0,0914	42,61%	57,39%
-10/10	-4,0032%	-0,0401	0,9680	2,6601	-0,5874	-0,0014	0,0758	43,86%	56,14%
-15/15	-6,1879%	-0,4520	0,6513	2,6601	-0,5874	-0,0015	0,0710	43,82%	56,18%
-20/20	-8,4504%	-0,2032	0,8390	2,6601	-0,5874	-0,0014	0,0665	43,90%	56,10%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 180			Branche: Food			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,6814%	1,1371	0,2555	1,7771	-0,1407	-0,0011	0,1377	43,33%	56,67%
-1/0	0,5920%	1,1186	0,2633	1,7771	-0,1508	-0,0011	0,0989	40,83%	59,17%
0/1	0,6729%	1,3193	0,1871	1,7771	-0,1855	-0,0009	0,1007	43,33%	56,67%
-1/1	0,5835%	1,2947	0,1954	1,7771	-0,1855	-0,0010	0,0834	41,67%	58,33%
-2/2	0,7985%	1,4268	0,1536	1,7771	-0,1855	-0,0009	0,0711	43,78%	56,22%
-5/5	0,4903%	1,7772 *	0,0755	1,7771	-0,2098	-0,0008	0,0519	44,80%	55,20%
-10/10	-1,2618%	1,1325	0,2574	1,7771	-0,4424	-0,0008	0,0423	44,29%	55,71%
-15/15	-1,5738%	1,3017	0,1930	1,7771	-0,4424	-0,0008	0,0381	44,39%	55,61%
-20/20	-1,8126%	1,4209	0,1553	1,7771	-0,4476	-0,0008	0,0364	44,32%	55,68%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 203			Branche: Healthcare-Services			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,2212%	0,6245	0,5323	0,8723	-0,8128	-0,0019	0,1199	44,33%	55,67%
-1/0	-2,5616%	-0,2942	0,7686	0,8723	-0,8128	-0,0026	0,1169	41,63%	58,37%
0/1	-1,0064%	0,6882	0,4913	1,3907	-0,8128	-0,0023	0,1261	43,60%	56,40%
-1/1	-2,3467%	0,0611	0,9513	1,3907	-0,8128	-0,0026	0,1222	42,04%	57,96%
-2/2	-3,4912%	-0,0965	0,9231	1,3907	-0,8128	-0,0021	0,1179	43,25%	56,75%
-5/5	-3,4778%	1,2289	0,2191	1,3907	-0,8128	-0,0018	0,1042	44,11%	55,89%
-10/10	-10,1924%	0,3469	0,7287	2,3702	-0,8128	-0,0022	0,0997	43,21%	56,79%
-15/15	-15,1641%	-0,7143	0,4750	2,3702	-0,8128	-0,0024	0,0994	42,52%	57,48%
-20/20	-23,5289%	-1,5692	0,1166	2,3702	-0,8128	-0,0026	0,0956	42,42%	57,58%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 175			Branche: Mining			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,9204%	1,3015	0,1931	1,1439	-0,3370	-0,0029	0,1641	40,00%	60,00%
-1/0	2,2715%	2,3889 **	0,0169	1,1439	-0,3370	-0,0019	0,1348	42,86%	57,14%
0/1	-0,9014%	1,1306	0,2582	2,1638	-0,6152	-0,0032	0,1755	37,43%	62,57%
-1/1	0,4497%	1,9312 *	0,0535	2,1638	-0,6152	-0,0024	0,1540	40,19%	59,81%
-2/2	1,2721%	3,0060 ***	0,0026	2,1638	-0,6152	-0,0021	0,1479	41,26%	58,74%
-5/5	-1,5412%	1,7128 *	0,0867	2,1638	-0,6305	-0,0022	0,1244	41,04%	58,96%
-10/10	-9,8336%	-0,4838	0,6285	2,1638	-0,6832	-0,0027	0,1062	38,78%	61,22%
-15/15	-15,3850%	-0,8799	0,3789	2,1638	-0,6832	-0,0028	0,1021	38,56%	61,44%
-20/20	-20,4497%	-0,2660	0,7902	2,1638	-0,6832	-0,0028	0,0992	38,56%	61,44%

* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Stichprobengröße: 322			Branche: Aerospace/Defense			branchenextern			
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,8014%	1,5826	0,1135	1,6356	-0,1560	0,0007	0,1084	52,17%	47,83%
-1/0	0,9237%	1,7147 *	0,0864	1,6356	-0,1832	0,0000	0,0872	50,00%	50,00%
0/1	0,3492%	0,9295	0,3526	1,6356	-0,4008	-0,0008	0,0821	48,29%	51,71%
-1/1	0,4715%	1,1224	0,2617	1,6356	-0,4008	-0,0007	0,0751	48,14%	51,86%
-2/2	0,2757%	0,6034	0,5462	1,6356	-0,4008	-0,0006	0,0622	48,14%	51,86%
-5/5	-0,2164%	-0,5514	0,5814	1,6356	-0,4265	-0,0010	0,0562	46,36%	53,64%
-10/10	-0,1289%	-0,1809	0,8565	1,6356	-0,4265	-0,0008	0,0523	46,85%	53,15%
-15/15	0,0189%	0,9008	0,3677	1,6356	-0,4265	-0,0008	0,0528	46,97%	53,03%
-20/20	-0,4768%	0,7676	0,4427	1,6356	-0,5141	-0,0008	0,0504	46,84%	53,16%

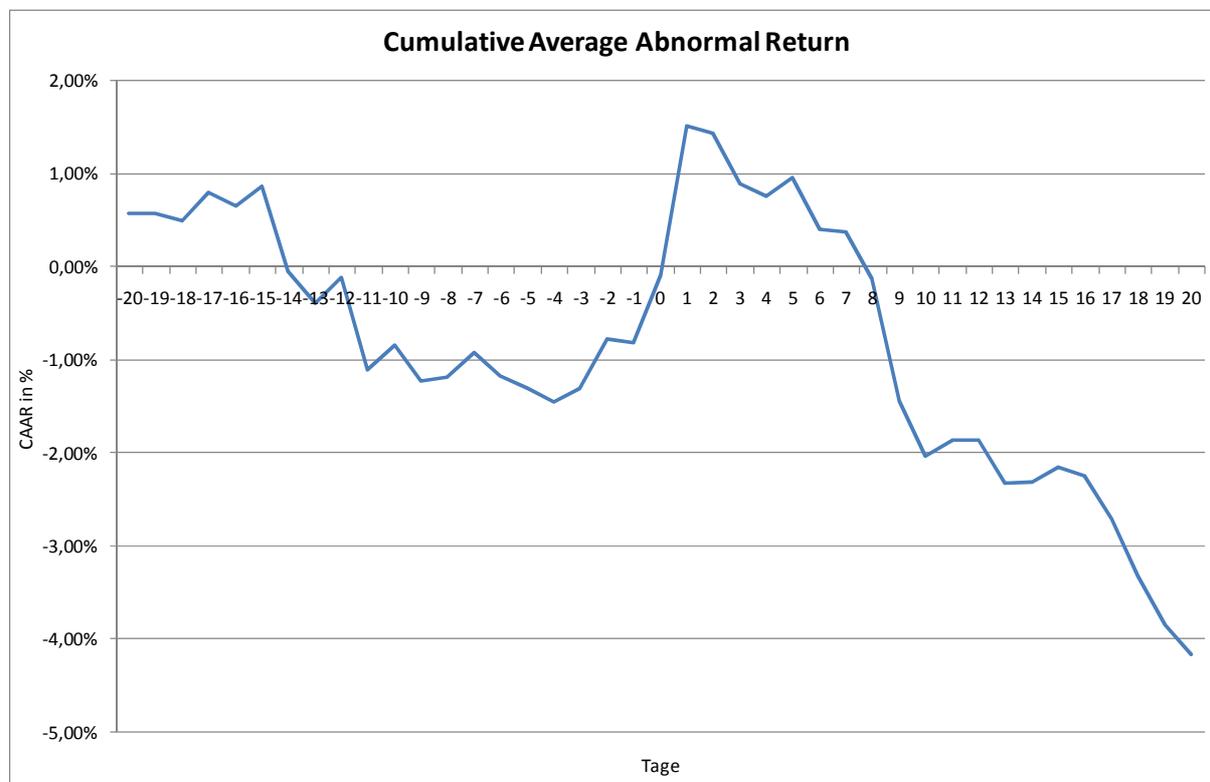
* = Signifikanzniveau von 90 %

** = Signifikanzniveau von 95 %

*** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Monatsbeschränkung, Crosscontinental M&A Kontinent Australien

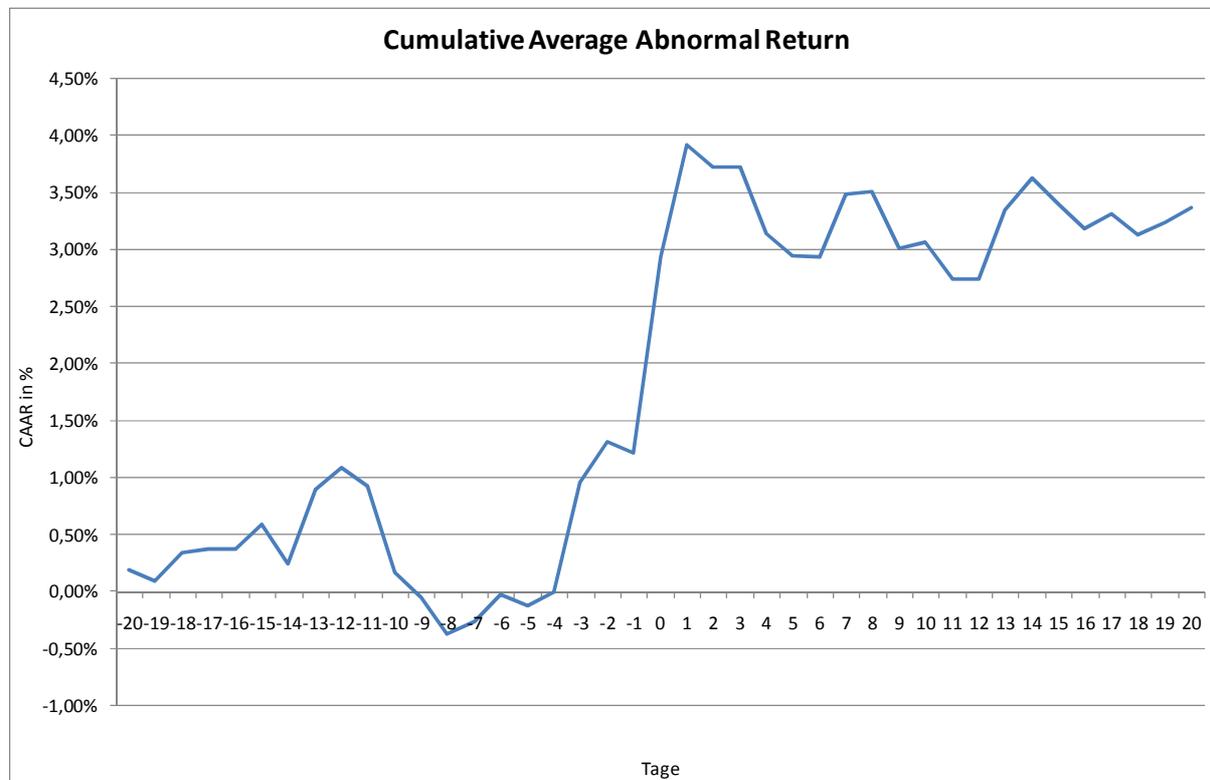


Stichprobengröße: 84									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	0,7287%	1,6284	0,1034	0,5450	-0,0950	0,0012	0,0705	51,19%	48,81%
-1/0	0,6956%	1,3585	0,1743	0,5450	-0,0950	-0,0004	0,0520	48,81%	51,19%
0/1	2,3256%	2,7165 ***	0,0066	0,8558	-0,2034	0,0000	0,0983	50,00%	50,00%
-1/1	2,2926%	2,4930 **	0,0127	0,8558	-0,2034	-0,0004	0,0814	48,81%	51,19%
-2/2	2,7363%	2,5616 **	0,0104	0,8558	-0,2034	-0,0004	0,0676	48,10%	51,90%
-5/5	2,1248%	2,0970 **	0,0360	0,8558	-0,2751	-0,0004	0,0586	47,73%	52,27%
-10/10	-0,9237%	0,8339	0,4043	0,8558	-0,3649	-0,0007	0,0497	45,29%	54,71%
-15/15	-2,8026%	-0,0614	0,9511	0,8558	-0,3649	-0,0009	0,0456	44,78%	55,22%
-20/20	-4,1596%	-0,5236	0,6006	0,8558	-0,3649	-0,0009	0,0433	44,86%	55,14%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Monatsbeschränkung, National M&A Land Australien

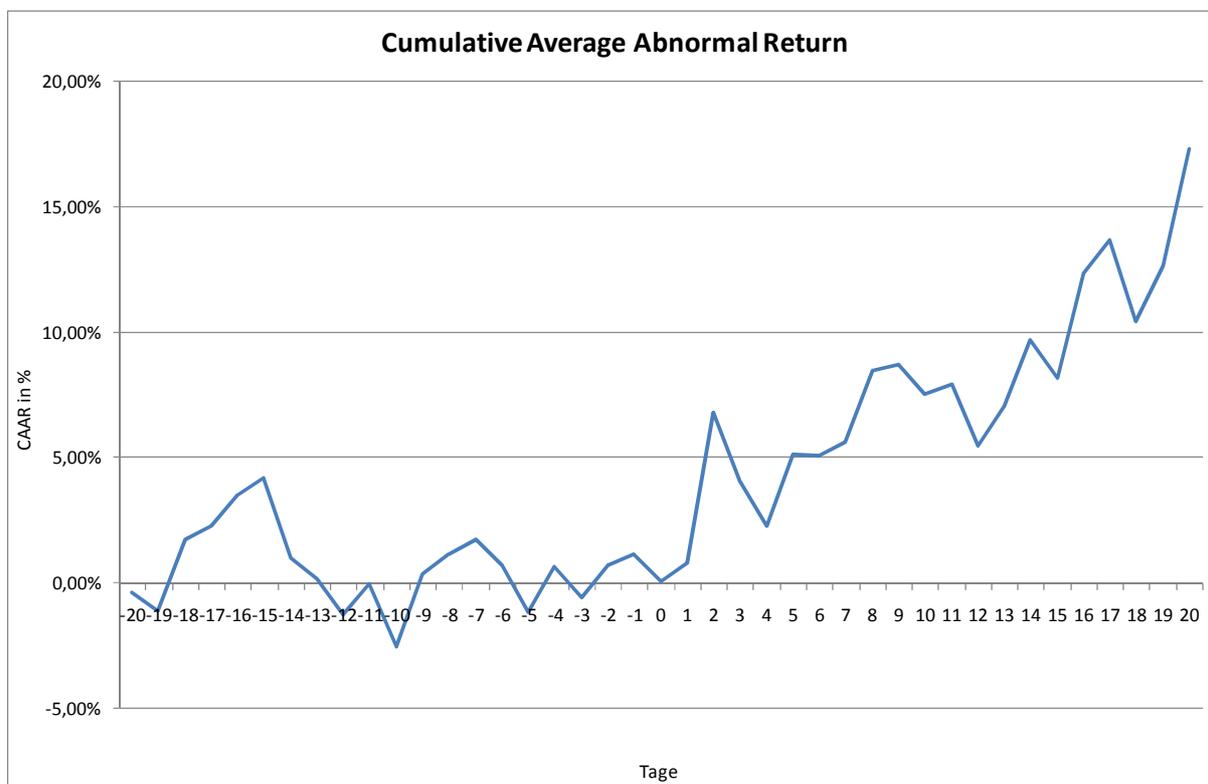


Stichprobengröße: 211									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	1,7133%	3,0167 ***	0,0026	0,8231	-0,1348	-0,0002	0,1045	49,76%	50,24%
-1/0	1,6240%	3,1480 ***	0,0016	0,8231	-0,2035	-0,0006	0,0784	45,97%	54,03%
0/1	2,6943%	4,3949 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	0,0002	0,0916	50,71%	49,29%
-1/1	2,6050%	4,4779 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	-0,0003	0,0777	47,87%	52,13%
-2/2	2,7648%	4,3156 ***	0,0000	0,8231	-0,2400	-0,0006	0,0661	44,36%	55,64%
-5/5	2,9639%	3,9759 ***	0,0001	0,8231	-0,2400	-0,0007	0,0549	43,82%	56,18%
-10/10	2,1405%	3,2603 ***	0,0011	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0491	42,86%	57,14%
-15/15	3,0199%	3,8332 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0469	43,51%	56,49%
-20/20	3,3722%	3,9994 ***	0,0001	0,8231	-0,4210	-0,0008	0,0451	43,10%	56,90%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Monatsbeschränkung, Land AU, Div. M&A, Branche Telecommunications



Stichprobengröße: 5									
Ereignisfenster	CAAR	z-Wert	p-Wert	Maximum	Minimum	Median	Standardabweichung	positive Werte	negative Werte
0/0	-1,0917%	0,2582	0,7963	0,0348	-0,0713	-0,0024	0,0384	20,00%	80,00%
-1/0	-0,6445%	0,5158	0,6060	0,0348	-0,0713	-0,0020	0,0283	30,00%	70,00%
0/1	-0,3565%	0,9815	0,3263	0,0467	-0,0713	-0,0017	0,0312	30,00%	70,00%
-1/1	0,0907%	1,3025	0,1928	0,0467	-0,0713	-0,0016	0,0263	33,33%	66,67%
-2/2	7,3675%	2,6092 ***	0,0091	0,3058	-0,0713	-0,0009	0,0656	40,00%	60,00%
-5/5	4,3995%	1,2786	0,2010	0,3058	-0,1165	-0,0012	0,0594	32,73%	67,27%
-10/10	7,5733%	0,6839	0,4940	0,3058	-0,1165	-0,0012	0,0480	35,24%	64,76%
-15/15	4,6557%	0,2814	0,7784	0,3058	-0,1355	-0,0011	0,0446	38,06%	61,94%
-20/20	17,3196%	0,4543	0,6496	0,3058	-0,1355	-0,0011	0,0490	39,51%	60,49%

* = Signifikanzniveau von 90 % ** = Signifikanzniveau von 95 % *** = Signifikanzniveau von 99 %

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LP.

Literaturverzeichnis

- ACHENBACH, S. H. (2003):** Synergieevaluation bei Unternehmenszusammenschlüssen: Kompetenzen und Wissen als Quelle von Synergie, in: Achenbach, S. et al.: Strategische und internationale Perspektiven des Managements, Lohmar, S. 4-37
- ACHLEITNER, A.-K. (2001):** Handbuch Investment Banking, 2. Aufl., Wiesbaden
- ACHLEITNER, A.-K. (2002):** Handbuch Investment-Banking, 3. Aufl., Wiesbaden
- ACHLEITNER, A.-K. / WIRTZ, B. W. / WECKER, R. M. (2004):** M&A-Management, in: WISU 04/2004, S. 476-486
- AHNEFELD, M. / KEISERS, M. / SCHIERECK, D. (2006):** Wertgenerierung durch M&A-Transaktionen in der internationalen Wasserwirtschaft, in: Die Unternehmung, Nr. 59 (2006), S. 427-442
- AHORONY, J. / SWARY, I. (1980):** Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, in: Journal of Finance, Vol. 35, No. 1, pp. 1-12
- ALBRECHT, S. (1994):** Erfolgreiche Zusammenschlußstrategien. Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen, Wiesbaden
- ALLISON, P. D. (2002):** Missing Data, Thousand Oaks
- ANDERSON, O. / POPP, W. / SCHAFFRANEK, M. / STEINMETZ, D. / STEGER, H. (1997):** Schätzen und Testen, 2. Aufl. Berlin
- ANDRADE, G. / MITCHELL, M. / STAFFORD, E. (2001):** New Evidence and Perspectives on Mergers, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, pp. 103-120
- ANG, J. / KOHERS, N. (2001):** The Takeover Market for privately held Companies: The US Experience, in: Cambridge Journal of Finance, Vol. 25, No. 6, pp. 723-748
- ANSOFF, H. I. / FOLCHERT, H. (1966):** Management-Strategie, München

-
- ANSOFF, H. I. / BRANDENBURG, R. G. / PORTNER, F. E. / RADOSEVICH, R. (1971):** Acquisition Behavior of U.S. Manufacturing Firms, 1946-1965, Nashville
- APPENBRINK, R. E. W. (1993):** Empirische Kapitalmarktuntersuchung zu Unternehmensakquisitionen in Deutschland, Wien
- ARLINGHAUS, O. / BALZ, U. (2003):** Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions, München
- ASHKENAS, R. N. / DE MONACO, L. J. / FRANCIS, S. C. (1998):** Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions, in: Harvard Business Review, Vol. 76, No. 1, pp. 165-178
- ASQUITH, P. (1983):** Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 51-83
- ASQUITH, P. / MULLINS, D. M. (1983):** The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth, in: Journal of Business, Vol. 56, No. 1, pp. 77-96
- ATTESLANDER, P. / KOPP, M. (1999):** Befragung, in: Roth, E. / Holling, H. (Hrsg.): Sozialwissenschaftliche Methoden, 5. Aufl., München, S. 146-174
- AUER, L. VON (1999):** Ökonometrie. Eine Einführung, Berlin
- BÄSTLEIN, H. M. (1997):** Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote. Eine ökonomische Betrachtung von Ursachen und Auswirkungen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Situation, Frankfurt / Main
- BALL, R. / BROWN, P. (1968):** An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, in: Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. 2, pp. 159-178
- BALZ, U. / ARLINGHAUS, O. (2003):** Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions: Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration, München
- BALLWIESER, W. (2004):** Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart

-
- BALZER, A. / HIRN, W. / WILHELM, W. (2000):** Gefährliche Spirale, in: Managermagazin Heft 03/2000, S. 77-91
- BAMBERGER, B. (1994):** Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland, Lohmar
- BARBER, B. M. / LYON, J. D. (1997):** Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics, in: Journal of Financial Economics, Vol. 43, No. 3, pp. 341-372
- BARCLAY, M. J. / WARNER, J. B. (1993):** Stealth Trading and Volatility: Which Trades move Prices?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 34, No. 3, pp. 281-305
- BARTLETT, C. / GHOSHAL, S. (1989):** Managing Across Borders, Boston
- BARTZ, T. (2008):** Warum die M&A-Party zu Ende geht, in: Financial Times Deutschland, Nr. 02/2008, 03.01.2008, S. 17, Frankfurt / Main
- BEITEL, D. (2004):** Investmentbanken in M&A-Transaktionen: Mandatsvergabe und Erfolgsbeitrag aus Sicht deutscher Käuferunternehmen, Wiesbaden
- BEITEL, P. (2002):** Akquisitionen und Zusammenschlüsse europäischer Banken, Wiesbaden
- BEITEL, P. / SCHIERECK, D. / WAHRENBURG, M. (2004):** Explaining M&A Success in European Banks, in: European Financial Management, Vol. 10, No. 1, pp. 109-139
- BENNINGA, S. / CZACZKES, B. (2000):** Financial modeling, 2. ed., MIT Press
- BERENS, W. / STRAUCH, J. (2002):** Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl., Stuttgart
- BERNER, T. / HEPPELMANN, S. / RUß, O. (2001):** Wertorientierte Aspekte von M&A-Transaktionen, in: Jansen, S. / Picot, G. / Schiereck, D. (Hrsg.): Internationales Fusionsmanagement, Stuttgart 2001, S. 163-180

-
- BESTER, H. (2004):** Theorie der Industrieökonomik, 3. Aufl., Berlin
- BEYER, H.-T. / BESTMANN, U. (1989):** Finanzlexikon, 2. Aufl., München
- BIBERACHER, J. (2003):** Synergiemanagement und Synergiecontrolling: Grundlagen, Methoden und Instrumente, Augsburg
- BIMBERG, M. C. (2009):** Unternehmensübernahmen und Erwerbsangebote in Deutschland. Eine empirische Analyse, Wiesbaden
- BINDER, P. M. (2006):** Mergers & Acquisitions in der Praxis, Zürich
- BLÄTTCHEN, W. / WEGEN, G. (2003):** Übernahme börsennotierter Unternehmen, Stuttgart
- BLEEKE, J. (1993):** Collaborating to compete. Using strategic alliances and acquisitions in the global marketplace, New York
- BLEEKE, J. / ERNST, D. (1994):** Rivalen als Partner. Strategische Allianzen und Akquisitionen im globalen Markt, Frankfurt / Main
- BLEYMÜLLER, J. / GEHLERT, G. / GÜLICHER, H. (2002):** Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 12. Aufl., München
- BLUME, ME. E. (1993):** Soft Dollars and the Brokerage Industry, in: Financial Analysts Journal, Vol. 49, No. 2, pp. 36-44
- BÖHLKE, R. / WALLEYO, S. (2007):** Handeln wider besseres Wissen: Warum viele Transaktionen scheitern ohne es zu müssen, in: Rausch, K. (Hrsg.): Organisation gestalten, Struktur mit Kultur versöhnen, Lengerich, S. 254-279
- BOEHMER, E. / MUSUMECI, J. / POULSEN, A. B. (1991):** Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance, in: Journal of Financial Economics, Vol. 30, No. 2, pp. 253-272
- BÖHMER, E. / LÖFFLER, Y. (1999):** Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen

- Kapitalmarktes, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 51, Nr. 4, S. 299-324
- BÖHRINGER, A. / BUKOWSKY, I. / EBERS, M. / MAURER, I. (2006):** Herausforderungen grenzüberschreitender M&A, in Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 131-156
- BOSTON CONSULTING GROUP (2007):** The Brave New World of M&A, Boston, http://209.83.147.85/publications/files/Brave_New_World_MA_Aug_2007.pdf (22.06.2010)
- BRADLEY, M. / DESAI, A. / KIM, E. H. (1988):** Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 21, No. 1, pp. 3-40
- BRAILSFORD, T. (1997):** Research design issues in the estimation of Beta. Sydney
- BREALEY, R. A. / MYERS, S. C. (2000):** Principles of Corporate Finance, 6. ed., Boston
- BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1980):** Measuring Security Price Performance, in: Journal of Financial Economics, Vol. 8, No. 3, pp. 205-258
- BROWN, S. J. / WARNER, J. B. (1985):** Using Daily Stock Return. The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, No. 1, pp. 3-31
- BRUNER, R. F. (2002):** Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, in: Journal of Applied Finance, Vol. 12, No. 1, pp. 48-68
- BRUNER, R. F. (2004):** Applied mergers and acquisitions, New Jersey
- BUBIK, M. (2005):** Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse: Eine theoretische und exemplarische Analyse, Frankfurt / Main
- BÜHNER, R. (1985):** Strategie und Organisation. Analyse und Planung der Unternehmensdiversifikation, Wiesbaden

-
- BÜHNER, R. (1990A):** Unternehmenszusammenschlüsse. Ergebnisse empirischer Analysen, Stuttgart
- BÜHNER, R. (1990B):** Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart
- BÜHNER, R. / DIGMAYER, J. (2003):** Aktienmarktreaktionen auf die Ankündigung von Spin-offs und Sell-offs, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 55, Nr. 7, S. 657-677
- BÜHNER, R. / MÜNSTERER, B. (2006):** Akquisitionsplanung, in: Handelsblatt Wirtschaftslexikon: Das Wissen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, S. 85-92, Stuttgart
- BÜSCHGEN, H. (2001):** Das kleine Börsenlexikon, 22. Aufl., Düsseldorf
- BUTZ, C. A. (2002):** Unternehmensakquisitionen und Finanzsynergien. Ein Entscheidungsmodell, Wiesbaden
- BUZZELL, R. D. / GALE, B. T. / SULTAN, R. G. M. (1975):** Market Share: A Key to Profitability. in: Harvard Business Review, Vol. 53, No. 1, pp. 97-106
- BUZZELL, R. D. / GALE, B. T. (1987):** The PIMS Principles: Linking Strategy to Performance, New York
- CABLE, J. R. / PALFREY, J. P. R. / RUNGE, J. W. (1980):** Federal Republic of Germany, 1964-1974, in: Mueller, D. C. (ed.): The Determinants and Effects of Mergers. An International Comparison, Cambridge, pp. 99-132.
- CAMPBELL, J. Y. / LO, A. W. / MACKINLAY, A C. (1997):** The Econometrics of Financial Markets, Princeton
- CAMPBELL, R. / GHOSH, C. / SIRMANS, C.F. (2001):** The Information Content of Method of Payment in Mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs), in: Real Estate Economics, Vol. 29, No. 3, pp. 361-387

-
- CAPRON, L. / SHEN, J.-C. (2007):** Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection and Acquirer Returns, in: Strategic Management Journal, Vol. 28, No. 9, pp. 891-911
- CARLETON, J. R. / LINEBERRY, C. S. (2004):** Achieving Post-Merger Success: A Stakeholder's Guide to Cultural Due Dilligence, Assessment and Integration, San Francisco
- CARTWRIGHT, S. / COOPER, C. L. (1996):** Managing Merger, Acquisitions and strategic Alliances: Integrating People and Cultures, 2. ed., Oxford
- CHANDLER, A. D. (1990):** The Enduring Logic of Industrial Success, in: Harvard Business Review, Vol. 68, No. 2, pp. 130-140
- CHANG, S. (1998):** Takeovers of privately held Targets, Methods of Payment and Bidders Return, in: Journal of Finance, Vol. 53, No. 2, S. 773-784
- CLARK, E. / KASSIMATIS, K. (2006):** Constructing and Testing the 'World Market Portfolio' for Dollar Based Investors, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=901767 (28.10.2010)
- CLEVER, H. (1993A):** Post-Merger-Management, Stuttgart
- CLEVER, H. (1993B):** Fusionen erfolgreich gestalten. Prozess eines erfolgreichen Post-Merger-Management, in: Frank, G.-M. / Stein, I. (Hrsg.): Management von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart
- COENENBERG, A. G. / SAUTTER, M. T. (1992):** Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, in: Busse von Colbe, W. / Coenenberg, A. G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung: Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart
- COENENBERG, A. G. / HENES, F. (1995):** Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44b Börsengesetz, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 47, Nr. 1, S. 969-995

-
- COENENBERG, A. G. / SCHULTZE, W. (2007):** Akquisition und Unternehmensbewertung, in: Busse von Colbe, W. et al. (Hrsg.): Betriebswirtschaft für Führungskräfte, 3. Aufl., Stuttgart 2007, S. 339-370
- COPELAND, T. E. / KOLLER, T. / MURRIN, J. (2002):** Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 3. Aufl., Frankfurt
- COPELAND, T. E. / WESTON, J. F. / SHASTRI, K. (2008):** Finanzierungstheorie und Unternehmenspolitik. Konzepte der kapitalmarktorientierten Unternehmensfinanzierung, 4. Aufl., München
- CORNETT, M. M. / HOVAKIMIAN, G. / PALIA, D. / TEHRANIAN, H. (2003):** The Impact of the Manager-Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 27, No. 1, pp 103-131
- CORRADO, C. J. (1989):** A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 23, No. 2, pp. 385-395
- COURTH, L. / MARSCHMANN, B. / KAEMPER, M. / MOSCHO, A. (2008):** Spannungsfeld zwischen Geschwindigkeit und Best-in-Class-Ansätzen - PMI am Beispiel der Bayer-Schering-Übernahmen, in: M&A Review, Heft 01/2008, S. 8-14
- COOKE, T. E. (1986):** Mergers and Acquisitions, New York
- DAMODARAN, A. (2002):** Investment valuation, 2. ed. New York
- DATTA, D. K. / PUJA, G. (1995):** Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms, in: Management International Review, Vol. 35, No. 4, pp. 337-359
- DAVIDSON, K. M. (1985):** Megamergers. Corporate America's billion-dollar Takeovers, Cambridge

-
- DELONG, G. (2001):** Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers, in: Journal of Financial Economics, Vol. 59, No. 2, pp. 221-252
- DODD, P. / RUBACK, R. (1977):** Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 3, pp. 352-373
- DODD, P. (1980):** Merger Proposal, Management Discretion and Stockholder Wealth, in: Journal of Financial Economics, Vol. 8, No. 2, pp. 105-137
- DORFLEITNER, G. (2001):** Stetige gegen diskrete Renditen: Finanzmathematische Überlegungen zur richtigen Verwendung beider Begriffe in Theorie und Praxis, Arbeitspapiere zur Mathematischen Wirtschaftsforschung, Institut für Statistik und Mathematische Wirtschaftstheorie der Universität Augsburg, Heft 174/1999, 3. Aufl., Augsburg
- DOUKAS, J. A. / HOLMEN, M. / TRAVLOS, N. G. (2002):** Diversificatio, Ownership and Control of Swedish Corporations, in: European Financial Management, Vol. 8, No. 3, pp. 281-314
- DREBLER, A. (2006):** Patente in technologieorientierten Mergers & Acquisitions. Nutzen, Prozessmodell, Entwicklung und Interpretation semantischer Patentlandkarten, Wiesbaden
- DRUKARCZYK, J. (2001):** Unternehmensbewertung, 3. Aufl., München
- EBERT, M. (1998):** Evaluation von Synergien bei Unternehmenszusammenschlüssen, Hamburg
- ECKARDT, J. (1999):** Kurz- und langfristige Kurseffekte beim Erwerb von Beteiligungen deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, Lohmar
- ECKER, M. (2008):** Die sechste M&A-Welle im Vergleich zu vorangegangenen Fusionswellen, in: M&A Review, Heft, S. 509-512

-
- ECKER, M. (2010):** Die sechste M&A-Welle - was blieb davon übrig nach der Finanzkrise?, in M&A Review, Heft 01/2010, S. 19-24
- EL-ARIDI, M. (2007):** Mergers & Acquisitions: Ganzheitliches organisatorisch-kulturelles Integrationsmanagement zwischen strategischen Anspruch und Implementierungsrealität, Hamburg
- ELTON, E. J. / GRUBER, M. J. (1995):** Modern Portfolio Theory and Investment Analyses, 5. ed., New York
- ERNST & YOUNG (2006):** German Private Equity Activity June 2006, [http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Germany/Studie_PrivateEquity_07_2006/\\$file/PrivateEquity_07_2006.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Germany/Studie_PrivateEquity_07_2006/$file/PrivateEquity_07_2006.pdf), (15.09.2009)
- ERNST & YOUNG (2008):** Private Equity 2008, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Praesentation_PE-Studie_07_2008/\\$FILE/Praesentation_PE_Studie_07_08.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Praesentation_PE-Studie_07_2008/$FILE/Praesentation_PE_Studie_07_08.pdf), (15.09.2009)
- ESBENSEN, K. H. / GUYOT, D. (2001):** Multivariate Data Analysis - in Practice. An Introduction to Multivariate Data Analysis an Experimental Design, 5 ed., Oslo
- ESCHEN, E. (2002):** Der Erfolg von Mergers & Acquisitions: Unternehmenszusammenschlüsse aus der Sicht des ressourcenbasierten Ansatzes, Wiesbaden
- FABER, D. (2010):** Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen der Europäischen Zentralbank auf Aktien-, Anleihen- und Währungsmärkte. Eine empirische Untersuchung ausgewählter europäischer Märkte, München
- FAMA, E. F. (1970):** Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417
- FAMA, E. F. (1991):** Efficient Capital Markets II, in: Journal of Finance, Vol. 46, No. 5, pp. 1575-1617

-
- FAMA, E. F. / FISHER, L. / JENSEN, M. C. / ROLL, R. (1969):** The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: *International Economic Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 1-21
- FAMA, E. F. / FRENCH, K. R. (1993):** Common risk factors on the returns on stocks and bonds, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, pp. 3-56
- FAMA, E. F. / FRENCH, K. R. (1995):** Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, in: *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, pp. 131-155
- FAMA, E. F. / FRENCH, K. R. (1998):** The International Evidence, in: *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1975-1999
- FARREL, J. / SHAPIRO, C. (1990):** Horizontal Merger: An Equilibrium Analysis, in: *American Economic Review*, Vol. 80, No. 1, pp. 107-126
- FERRIS, S. P. / SEN, N. / LIM, C. Y. / YEO, G. H. H. (2002):** Corporate Focus versus Diversification: The Role of Growth Opportunities and Cashflow, in: *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 12, No. 3, pp. 231-252
- FIRTH, M. (1997):** Takeovers in New Zealand: Motives, Stockholder Returns and Executive Share Ownership, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5 No. 4, pp. 419-440
- FLANAGAN, D. J. / O'SHAUGHNESSY, K. C. (2003):** Core-related Acquisitions, multiple Bidders and Tender Offer Premiums, in: *Journal of Business Research*, Vol. 56, No. 8, pp. 573-585
- FLICK, M. (2007):** Die Garantie beim Unternehmenskauf, Siegen
- FRANCK, E. / MEISTER, U. (2006):** Vertikale und horizontale Zusammenschlüsse: Ökonomische Grundlagen der Entscheidung über die Unternehmensgrenzen, Wirtz, B. W. (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*, Wiesbaden, S. 79-107

-
- FRANK, B. (2010):** Erholungssignale im M&A-Markt: Nach dem Krisenjahr 2009 wächst die Zuversicht: Private Equity kommt nur langsam aus der Defensive, in: Corporate Finance & Private Equity Guide 2010, S. 30-33
- FRANK, G. / STEIN, I. (1993):** Management von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart
- FRANKE, G. / HOPP, C. (2006):** M&A-Transaktionen: Fluch oder Segen der Realoptionstheorie, Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 34-56
- FRANKS, J. R. / HARRIS, R. S. (1989):** Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers, in: Journal of Financial Economics, Vol. 23, No. 2, pp. 225-249
- FRANTZMANN, H.-J. (1989):** Saisonalitäten und Bewertung am deutschen Aktien- und Rentenmarkt, Frankfurt a. M.
- FREI, N. / SCHLIENKAMP, C. (1998):** Der Performancevergleich von Aktien und Renten. Die Überlegenheit der Aktie beim privaten Vermögensaufbau, in: Frei, N. / Schlienkamp, C. (Hrsg.) (1998): Aktie im Aufwind: Von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden, S.19-33
- FREILING, J. (2006):** Ressourcenmotivierte Mergers & Acquisitions: Kompetenzbasierte Erklärungen von Unternehmenszusammenschlüssen, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 11-34
- FREUND, W. (1992):** Die Integration übernommener Unternehmen. Fragen, Probleme und Folgen, in Busse von Colbe, W. / Coenenberg, A. G. (Hrsg.): Unternehmensakquisitionen und Unternehmensbewertung. Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart
- FRITZ, K. O. (2006):** Gibt es eine Notwendigkeit für feindliche Übernahmen in Deutschland?, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 109-130
- FRITZ, W. (1992):** Marktorientierte Unternehmensführung und Unternehmenserfolg. Grundlagen und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, Stuttgart

-
- FULLER, K. / NETTER, J. / STEGEMOLLER, M. (2002):** What do Returns to acquiring Firm tell us? Evidence from Firms that make many Acquisitions, in: Journal of Finance, Vol. 57, No. 4, pp. 1763-1793
- GALE, S (1972):** Stochastic Stationarity and the Analysis of Geographic Mobility, in: Adams, W. P. / Helleiner, F. M. (Hrsg.): International Geography, Toronto, pp. 901-904
- GAUGHAN, P. A. (1999):** Mergers, acquisitions and corporate restructurings, 2. ed., New York
- GERDES, J. / SCHEWE, G. (2004):** Post Merger Integration: Unternehmenserfolg durch Integration Excellence, Berlin
- GERKE, W. / GARZ, H. / OERKE, M. (1995):** Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 47, S. 805-820
- GERPOTT, T. J. (1993):** Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart
- GERPOTT, T. J. (1995):** Mitarbeiterorientierte Informationspolitik bei der Integration von Akquisitionen, in: Lonsert, M. et al. (Hrsg.): Handbuch Pharma-Management, Wiesbaden, S. 875-898
- GLAUM, M. (1996):** Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Wiesbaden
- GLAUM, M. / LINDEMANN, J. / FRIEDRICH, N. (2006):** Erfolg von Mergers & Acquisitions: Ergebnisse empirischer Forschung, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 287-314
- GOERGEN, M. / RENNEBOOG, L. (2004):** Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids, in: European Financial Management, Vol. 10, No. 1, pp. 9-45

-
- GORTON, G. / KAHL, M. / ROSEN, R. J. (2005):** Eat or be eaten: a Theory of Mergers and Merger Waves, Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania
- GÖRTZ, B. (2006):** Due Diligence als Schlüssel zum Erfolg von Mergers & Acquisitions, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 521-532
- GRANDJEAN, B. (1992):** Unternehmenszusammenschlüsse und die Verteilung der abnormalen Aktienrenditen zwischen den Aktionären der übernehmenden und übernommenen Gesellschaften: Eine empirische Untersuchung, Frankfurt / Main
- GRIMPE, C., / SCHEUFEN, M. (2009):** Welchen Wert haben Übernahmegerüchte?, in: Mergers and acquisitions, Heft 05/2009, S. 211–216
- GROSSMAN, S. J. / STIGLITZ, J. E. (1980):** On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: The American Economic Review, Vol. 70, No. 3, pp. 393-408
- GRUBE, R. / TÖPFER, A. (2002):** Post Merger Integration: Erfolgsfaktoren für das Zusammenwirken von Unternehmen, Stuttgart
- GRÜNERT, T. (2007):** Mergers & Acquisitions in Unternehmenskrisen. Krisenbewältigung durch Synergierrealisation, Wiesbaden
- GRÜTER, H. (1991):** Unternehmensakquisitionen. Bausteine eines Integrationsmanagements in Unternehmensakquisitionen, Bern
- GÜNTHER, T. (1997):** Unternehmenswertorientiertes Controlling, München
- GUGLER, K. / MUELLER, D. C. / YURTOGLU, B.B. / ZULEHNER, C. (2001):** The Effects of Mergers: An International Comparison, Discussion Paper FS IV 01-21, University of Vienna, <http://skylla.wz-berlin.de/pdf/2001/iv01-21.pdf> (14.02.2011)

-
- GULTEKIN, M. N. / GULTEKIN, B. N. (1983):** Stock Market Seasonality: International Evidence, in: Journal of Financial Economics, Vol. 12, No. 12, pp. 469-481
- GUT-VILLA, C. (1997):** Human Ressource Management bei Mergers & Acquisitions, Bern
- HALEBLIAN, J. / FINKELSTEIN, S. (1999):** The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 44, No. 1, pp. 29-56
- HALPERN, P. (1983):** Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies applied to Acquisitions, in: Journal of Finance, Vol. 38, No. 2. pp. 297-317
- HAMON, T. / HAGEDORN, M. (2008):** Post Merger Integration: Quo Vadis HR? Wechselwirkungen zwischen HR Management und erfolgreicher Post Merger Integration, in: M&A Review, Heft 12/2008, S. 570-577
- HAMZA, T. (2009):** Determinants of short-term value creation for the bidder: evidence from France, in: Journal of Management and Governance, http://www.anciens-igsousse.org/actes/vendredi/27-03-2009_16H00-17H30/Session1/taher_HamzaVf.pdf (14.02.2011)
- HARMEIER, J. (2007):** Modul 9: SWOT-Analyse, in: WEKA MEDIA GmbH & Co. KG (Hrsg.): Schulungspaket QM-Methoden, Kissing
- HARRISON, J. / GODFREY, P. C. (1997):** Doe event studies predict acquisition success?, in: Working paper, Boston
- HASPESLAGH, P. C. / JEMISON, D. B. (1992):** Akquisitionsmanagement: Wertschöpfung durch strategische Neuausrichtung des Unternehmens, Frankfurt / Main
- HAUGEN, R. A. / JORION, P. (1996):** The January-Effect: Still there after all these Years, in: Financial Analysts Journal, Vol. 52, No. 1, pp. 27-31

-
- HAUSER, C. (2009):** Chancen und Risiken einer Unternehmensakquisition durch eine Zwischengesellschaft als Finanzierungsmodell. Dargestellt am Beispiel NewCo, Hamburg
- HAYWARD, M. L. A. / HAMBRICK, D. C. (1997):** Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 42, No. 1, pp. 103-127
- HEALY, P. / PALEPU K. / RUBACK, R. (1992):** Does corporate performance improve after mergers?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 31, No. 10, pp. 135-175
- HEINEN, E. (1966):** Das Zielsystem der Unternehmung. Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen, Wiesbaden
- HELLWIG, M. F. (1980):** On the Aggregation of Information in Competitive Marktes, in: Journal of Economic Theory, Vol. 22, No. 3, pp. 477-498
- HELLWIG, M. F. (1982):** Zur Informationseffizienz des Kapitalmarkts, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Jg. 102, Nr. 1, S. 1-27
- HERZIG, N. / HÖTZEL, O. (1992):** Steuerorientierte Gestaltungsinstrumente beim Unternehmenskauf, in: Busse von Colbe, W. / Coenenberg, A. G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung. Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart
- HIGHTOWER, R. (2009):** M&A without a map. For daredevils only!, in: The journal of corporate accounting & finance, Vol. 20, No. 5, pp. 59–62
- HINNE, C. (2008):** Mergers & Acquisitions Management: Bedeutung und Erfolgsbeitrag unternehmensinterner M&A-Dienstleister, Wiesbaden
- HIRSHLEIFER, D. / BHAGAT, S. / DOND, M. / NOAH, R. (2005):** Do Tender Offers create Value? New Methods and Evidence, in: Journal of Financial Economics, Vol. 76, No. 1, pp. 3-60

-
- HOFFMANN, F. (1989):** So wird Diversifikation zum Erfolg, in: Harvard Manager, Vol. 11, No. 4, pp. 52-58
- HOHNHAUS, W. (2004):** Erfolg der M&A-Beratung bei Unternehmenstransaktionen. Strukturelle Voraussetzungen und funktionale Beiträge aus Kundensicht, Wiesbaden
- HOLZMANN, O. J. / COPELAND, R. M. / HAYYA, J. (1975):** Income Measures of Conglomerate Performance, in: Quarterly Review of Economics and Business, Vol. 15, No. 3, pp. 67-78.
- HOPKINS, H.D. (1987):** Acquisition strategy and the market position of acquiring firms, in: Strategic Management Journal, Vol. 8, No. 6, pp. 535-547
- HORNBERG, K. W. (2006):** Hedgefonds: Gute Renditen durch Risikokontrolle und Verlustvermeidung, Wiesbaden
- HOYNINGEN-HUENE, J. VON (2004):** Integration nach Unternehmensakquisitionen, Wiesbaden
- HUANG, Y.-S. / WALKLING, J. (1987):** Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements, in: Journal of Financial Economics, Vol. 19, No. 2, pp. 329-360
- HÜNERBERG, R. (1994):** Internationales Marketing, Landsberg am Lech
- HUNGENBERG, H. (2006):** Strategisches Management in Unternehmen. Ziele, Prozesse, Verfahren, 4. Aufl., Wiesbaden
- INGHAM, H. / KRAN, I. / LOVESTAM, A. (1992):** Mergers and profitability: A managerial success story?, in: Journal of Management Studies, Vol. 29, No. 2, pp. 195-208

-
- JANEBE-HIRTL, E. (2005):** Management Buy Out. Der Wirtschaftsmotor, Wien
- JANSEN, S. A. (2001):** Mergers & acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, 4. Aufl., Wiesbaden
- JANSEN, S. A. (2004):** Management von Unternehmenszusammenschlüssen: Theorien, Thesen, Tests und Tools, Stuttgart
- JANSEN, S. A. (2008):** Mergers & acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung. 5. Aufl., Wiesbaden
- JANSEN, S. A. / BRUGGER, C. (2008):** Trends, Thesen und empirische Tests zum Integrationsmanagement bei Unternehmenszusammenschlüssen, in: in: Picot, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 4. Auflage, Stuttgart, S. 565-598
- JANSEN, S. A. / MÜLLER-STEWENS, G. (2000):** Geschichte, Trends und Erfolgsfaktoren von Zusammenschlüssen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 04.10.2000, S. 49, Frankfurt / Main
- JENSEN, M. C. / RUBACK, R. S. (1983):** The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11, No. 1-4, pp. 5-50
- JUNG, H. (1993):** Erfolgsfaktoren von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart
- JUST, L. (2006):** Private Equity: Die Auswirkungen von Private Equity auf Wachstum und Beschäftigung, Saarbrücken
- KAPLAN, S. N. / WEISBACH, M. S. (1992):** The Success of Acquisitions – Evidence from Divestitures, in: Journal of Finance, Vol. 47, No. 10, pp. 107

-
- KASERER, C. / ACHLEITNER, A. / VON EINEM, C. / SCHIERDECK, D. (2007):** Private Equity in Deutschland, Norderstedt
- KAUFMANN, T. (1990):** Kauf und Verkauf von Unternehmungen. Eine Analyse qualitativer Erfolgsfaktoren, Bamberg
- KAUL, M. (2001):** Kurspolitik von Aktienhändlern: Ein Finanzmarktmodell mit unvollständiger Information, Wiesbaden
- KAUP, K. C. (2008):** Transaktionserfolg von Mergers & Acquisitions in der Logistik. Die Konsolidierung aus Sicht des Kapitalmarktes, Wiesbaden
- KEARNEY, A. T. (1999):** Corporate Marriage. Blight or Bliss?, Chicago
- KEIM, D. B. / MADHAVEN, A. (1998):** The Cost of Institutional Equity Trades, in: Financial Analyst Journal, Vol. 54, No. 4, pp. 50-69
- KERLER, P. (2000):** Mergers & Acquisitions und Shareholder Value, Bern
- KEUPER, F. / GLAHN, C. / HÄFNER, M. (2006):** Der M&A-Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase, Wiesbaden
- KIEL-DIXON, U. (2002):** Akquisitionsstrategien und Post-Merger-Integration, in: Glaum, M. et al. D. (Hrsg.): Wachstumsstrategien internationaler Unternehmungen, Stuttgart, S. 301–325
- KIRCHNER, M. (1991):** Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern, Wiesbaden
- KITCHING, J. (1973):** Acquisitions in Europe: Causes of Success and Failures, Genf
- KLEEBOEG, J. M. / REHKUGLER, H. (2002):** Handbuch Portfoliomanagement. Strukturierte Ansätze für ein modernes Portfoliomanagement, Bad Soden/Ts
- KLEINERT, J. / KLODT, H. (2000):** Megafusionen. Trends, Ursache und Implikationen, Tübingen

-
- KLEINERT, J. / KLODT, H. (2002):** Fusionswellen und ihre Ursachen, in: Franz, W. et al. (Hrsg.): Fusionen, Tübingen
- KLEMM, M. (1990):** Die Nutzung synergetischer Potenziale als Ziel strategischen Managements unter besonderer Berücksichtigung von Konzernen, Köln
- KLOPFER, K. (2008):** Akquisitionsbedingte Wertänderung von Akquisitionssubjekten: Ein Synergie- und Übernahmeprämiebasiertes Modell, Wiesbaden
- KOBJOLL, K. / WAGEN, D. (1996):** Motivaction, 2. Aufl., Zürich
- KOHERS, N. (2004):** Acquisitions of private Targets: The unique Shareholder Wealth Implications, in: Applied Financial Economics, Vol. 14, No. 16, pp. 1151-1165
- KOLESKY, K. (2006):** Management kultureller Integrationsprozesse bei grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlüssen: Eine Analyse westeuropäischer Akquisitionen in Osteuropa, Kassel
- KRECH, J. (2004):** Die GAP-Analyse als Controlling-Instrument, in: Das Wirtschaftsstudium, 2004, S.305-308
- KRIEGER, A. (2006):** Brauchen wir Private Equity und Hedgefonds?, in: Ifo Schnelldienst, Jg. 59, Nr. 21, S. 20-23
- KROGH, G. VON / WYSS, C. E. (2006):** Knowledge Sharing in Acquisitions and Strategic Alliances, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 1011-1037
- KUCHER, A. B. (2006):** Die Akquisition von Krisenunternehmen aus der Sicht von Finanzinvestoren, Rostock
- KUMMER, C. (2005):** Internationale Fusions- und Akquisitionsaktivität; Historische Entwicklung: Verbreitung und strategische Intentionen, Wiesbaden
- KUNISCH, S. (2009):** Der deutsche M&A-Markt 2008. Im Zeichen der Finanzkrise, in: M&A Review, Heft 02/2009, S. 47–55

-
- KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2009):** Deutscher M&A-Markt im Sog des globalen Abwärtstrends: Die M&A-Aktivitäten im ersten Halbjahr 2009, in: M&A Review, Heft 08-09/2009, S. 367-375
- KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010A):** Deutscher M&A-Markt im „Tal der Tränen“: Rückblick auf das M&A-Geschehen im Jahr 2009, in: M&A Review, Heft 02/2010, S. 53-62
- KUNISCH, S. / WAHLER, C. (2010B):** Laues Lüftchen oder Vorläufer einer steifen Brise? Deutsche M&A-Aktivitäten im ersten Halbjahr 2010, in: M&A Review, Heft 08, 09/2010, S. 393-401
- LANG, L. H. P. / STULZ, R. M / WALKLING, R. A. (1989):** Managerial Performance: Tobin's Q, and the Gains from successful Tender Offers, in: Journal of Financial Economics, Vol. 24, No. 1, pp. 137-154
- LANG, L. H. P. / STULZ, R. M / WALKLING, R. A. (1991):** A Test of the Free Cash Flow Hypothesis, in: Journal of Financial Economics, Vol. 29, No. 2, pp. 315-335
- LANGENSTEIN, K. (2007):** Post Merger Integration Management, Köln
- LECHNER, H. (2007):** Negative Synergien bei Unternehmenszusammenschlüssen: Systematisierung und Operationalisierung, München
- LENHARD, R. (2009):** Erfolgsfaktoren von Mergers & Acquisitions in der europäischen Telekommunikationsindustrie, Wiesbaden
- LINDER, H. / TIETZ, V. (2008):** Das große Börsenlexikon: Kompaktwissen von A bis Z, das jeder wissen muss, München
- LINDSTÄDT, H. (2006):** Ziele, Motive und Kriterien für Zusammenschlüsse: Wertorientierung aus strategischer Perspektive, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 55-78

-
- LINTER, J. (1965):** The Valuation of Risk Assests and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, No. 1, pp. 13-37
- LOEFERT, C. (2007):** Unternehmensreputation und M&A-Transaktionen. Bewertung strategischer Entscheidungen in der US-amerikanischen Finanz- und Telekomindustrie, Wiesbaden
- LÖHR, K. (2005):** Erfolgsfaktoren bei der Unternehmensübernahme in der Pharma- und Biotechnologiebranche, Wuppertal, <http://elpub.bib.uni-wuppertal.de/servlets/DerivateServlet/Derivate-795/db0501.pdf>, (06.08.2010)
- LOISTL, O. (1990):** Zur neueren Entwicklung der Finanzierungstheorie, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 50, Nr. 1, S. 47-84
- LÜNENDONK, T. (Hrsg.) (2010):** Themendossier Mergers & Acquisitions / Post Merger Integration, Kaufbeuren, http://www.luenendonk.de/download/LUE_Themen_dossier_MA_PMI_f280510_web.pdf, (07.07.2010)
- LUCKS, K. / MECKL, R. (2002):** Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz, Berlin
- LUKAC, E. G. (2006):** Will Your Merger Succeed, in: CSC World, Heft 07-09/2006, S. 19-21, http://assets1.csc.com/cscworld/downloads/cscworld_july_sep_2006.pdf (03.11.2010)
- MACHARZINA, K / WOLF, J. (2005):** Unternehmensführung. Das internationale Managementwissen. Konzepte-Methoden-Praxis, 5. Aufl., Wiesbaden
- MACKINLAY, C. A. (1997):** Event Studie in Economics and Finance, in: Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, pp. 13-39
- MANDEL, G. / RABEL, K. (1999):** Unternehmensbewertung: Eine praxisorientierte Einführung, Wien

-
- MAQUIEIRA, C. P. / MEGGINSON, W. L. / NAIL, L. (1998):** Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, No. 1, pp. 3-33
- MARKOWITZ, H. M. (1952):** Portfolio selection, in: *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91
- MARKOWITZ, H. M. (1991):** Portfolio selection: Efficient diversification of investments, 2. ed., Cambridge
- MATSCHKE, M. J. / BRÖSEL, G. (2007):** Unternehmensbewertung: Funktionen, Methoden, Grundsätze, 3. Aufl., Wiesbaden
- MATHUR, I. / RANGAN, N. / CHHACHHI, I. / SUNDARAM, S. (1994):** International Acquisitions in the United States: Evidence from Returns to Foreign Bidders, in: *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, No. 2, pp. 107-118
- MAY, A. (1991):** Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt. Ein Überblick. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Heft 04/1991, S. 313-335
- MEEKS, G. (1977):** Disappointing Marriage. A Study of the Gains From Merger, Cambridge
- MELICHER, R. W. / RUSH, D. F. (1973):** The Performance of Conglomerate Firms. Recent Risk and Return Experience, in: *Journal of Finance*, Vol. 28, No. 2, pp. 381-388
- MELICHER, R. W. / RUSH, D. F. (1974):** Systematic Risk, Financial Data, and Bond Rating Relationships in a Regulated Industry Environment, in: *Journal of Finance*, in: *Journal of Finance*, Vol. 29, No. 2, pp. 537-544.
- MENZ, M. (2007):** Mergers & Acquisitions: Von der Strategie zur Integration, Bern
- MENTZ, M. (2006):** Mergers & Acquisitions in der Automobilzulieferindustrie. Wertschöpfungspotentiale durch internationale Positionierung, Wiesbaden

-
- MENTZ, M. / SCHIERECK, D. (2008):** Cross-border Mergers and the Cross-border Effekt: The Case of the Automotive Supply Industrie, in: Review of Managerial Science, Vol. 2, No. 3, pp. 199-218
- MIDDELMANN, U. (2000):** Organisation von Akquisitionsprojekten, in: Picot, A. et al. (Hrsg.): Management von Akquisitionen. Akquisitionsplanung und Integrationsmanagement, Stuttgart
- MILGROM, P. / STOKEY, N. (1982):** Information, Trade and Common Knowledge, in: Journal of Economic Theory, Vol. 26, No. 1, pp. 17-27
- MITCHELL, M. L. / MULHERIN, H. (1996):** The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, in: Journal of Financial Economics, Vol. 41, No. 2, pp. 193-229
- MITCHELL, M. L. / STAFFORD, E. (2000):** Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance, in: Journal of Business, Vol. 73, No. 3, pp. 287-329.
- MITCHELL, M. L. / PULVINO, T. / STAFFORD, E. (2004):** Price Pressure around Mergers, in: Journal of Finance, Vol. 59, No. 1, pp. 31-63
- MODIGLIANI, F. / MILLER, M. H. (1958):** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297
- MOELLER, S. B. / SCHLINGEMANN, F. P. / STULZ, R. M. (2004):** Firm Size and the Gains from Acquisitions, in: Journal of Financial Economics, Vol. 73, No. 2, pp. 201-228
- MOELLER, S. B. / SCHLINGEMANN, F. P. (2005):** Global Diversifikation and Bidder Gains: A Comparison between cross-border and domestic Acquisitions, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 29, No. 3, pp. 533-564
- MOELLER, S. B. / SCHLINGEMANN, F. P. / STULZ, R. M. (2005):** Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Return in the Recent Merger Wave, in: Journal of Finance, Vol. 60, No. 2, pp. 757-782

-
- MÖLLER, W.-P. (1983):** Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen. Eine empirische Untersuchung, München
- MORCK, R. / SHLEIFER, A. / VISHNY, R. W. (1990):** Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, in: Journal of Finance, Vol. 45, No. 1, pp. 31-48
- MOSSIN, J. (1966):** Equilibrium in a Capital Asset Market, in: Econometrica, Vol. 34, No. 4, pp. 768-783
- MUELLER, D. C. (1969):** A Theory of Conglomerate Merger, in: The Quarterly Journal of Economics Vol. 83, Vol. 4, pp. 643-659
- MUELLER, D. C. (1986):** Profits in the long run, Cambridge
- MÜLLER-STEWENS, G. / SCHÄFER, M. (1999):** Mergers & Acquisitions. Grundlagen, in: Cramer, J. E. et al. (Hrsg.): Knapps enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens, Band 2, 4. Aufl., Frankfurt / Main, S. 1305-1316
- MÜLLER-STEWENS, G. (2000):** Akquisitionen und der Markt für Unternehmenskontrolle, in: Student Business Review Heft 02/2000, S.12-17
- MÜLLER-STEWENS, G. / LECHNER, C. (2005):** Strategisches Management: Wie strategische Initiativen zum Wandel führen, 3. Auflage, Stuttgart
- MÜLLER-STEWENS, G. (2007):** Die sechste M&A-Welle: Charakteristika und Treiber; in: Menz, M. et al. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions: Von der Strategie zur Integration, Stuttgart
- MÜLLER-STEWENS, G. (2009):** Zeit für eine Denkpause, in: Harvard Business Manager, <http://www.harvardbusinessmanager.de/meinungen/blogs/a-615018.html> (20.06.2010)
- MÜLLER-STEWENS, G. (2010):** M&A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz, in: Müller-Stewens, G. et al. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions: Analysen, Trends und Best Practices, Stuttgart, S. 14-44

-
- MULHERIN, H. / BOONE, A. (2000):** Comparing Acquisitions and Divestitures, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 6, No. 2, pp. 117-139
- MUBHOFF, J. (2007):** Erfolgreiche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie, Wiesbaden
- NEUMANN, A. (1994):** Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse: Unter besonderer Berücksichtigung finanzieller Aspekte, Bern
- OEHLRICH, M. (1999):** Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen: Das Beispiel der pharmazeutischen Industrie, Wiesbaden
- OLEOWNIK, S. / BUßMANN, M. (2002):** Akquisitionsstrategien börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: M&A, Heft 05/2002, S. 244-248
- o.V. (2010):** MSCI, <http://www.msclub.com> (01.11.2010).
- PABLO, E. (2009):** Determinants of cross-border M&A's in Latin America, in: Journal of business research, Vol. 62, No. 9, pp. 861–867
- PATELL, J. M. (1976):** Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior. Empirical Tests, in: Journal of Accounting Research, Vol. 14, No. 2, pp. 246-276
- PATELL, J. M. / WOLFSON, M. A. (1979):** Anticipated Information Releases Reflected in Call Option Prices, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 1, No. 2, pp. 117-140

-
- PATELL, J. M. / WOLFSON, M. A. (1982):** Good News, Bad News and the Intraday Timing of Corporate Disclosures, in: Accounting Review, Vol. 57, No. 3, pp. 509-527
- PATELL, J. M. / WOLFSON, M. A. (1984):** The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements, in: Journal of Financial Economics, Vol. 13, No. 2, pp. 223-252
- PAUSENBERGER, E. (1989):** Zur Systematik von Unternehmenszusammenschlüssen, in: Wirtschaftliches Studium, Heft 11/1989, S. 621-628
- PAUSER, S. H. (2007):** M&A in der Bauindustrie. Werteffekte und Erfolgsdeterminanten, Wiesbaden
- PELTIER, T. / RATON, B. (2009):** How to complete a risk assessment in 5 days or less, Boca Raton
- PERIN, S. (1996):** Synergien bei Unternehmensakquisitionen. Empirische Untersuchung von Finanz-, Markt- und Leistungssynergien, Wiesbaden
- PERRIDON, L. / STEINER, M. (2003):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 12. Aufl., München
- PERRIDON, L. / STEINER, M. / RATHGEBER, A. W. (2009):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Aufl., München
- PETERSON, P. P. (1989):** Event Studies. A Review of Issues and Methodology, in: Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 28, No. 3, pp. 36-66
- PICHLER, S. (1993):** Aktienmarktanomalien: Systematik empirischer Befunde, in: Bankarchiv. Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen, Heft 02/1993, S. 117-123
- PICKEN, L. G. (2003):** Unternehmensvereinigungen und Shareholder Value, Frankfurt / Main

-
- PICOT, G. (2002):** Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in: Picot, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 2. Aufl., Stuttgart, S. 3-38
- PICOT, G. (2005A):** Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in: Picot, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 3. Aufl., Stuttgart, S. 3-39
- PICOT, G. (2005B):** Wirtschaftsrechtliche Aspekte der Durchführung von Mergers & Acquisitions, insbesondere der Gestaltung des Transaktionsvertrages, in: Picot, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 3. Aufl., Stuttgart, S. 3-39
- PICOT, G. (2008):** Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in: Picot, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration, 4. Auflage, Stuttgart, S. 2-47
- PODDIG, T. (1996):** Analyse und Prognose von Finanzmärkten, Bad Soden/Ts.
- PORTER, M. E. (1987):** Diversifikation: Konzerne ohne Konzept, in: Harvard Business Manager, Heft 04/1987, S. 30-56
- PORTER, M. E. (1999):** Wettbewerbsstrategie. Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 10. Aufl., Frankfurt / Main
- RAPPAPORT, A. / KLIEN, W. (1999):** Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Stuttgart
- RAUPACH, G. (2007):** Das M&A-Geschäft, in: Hockmann, H. J. / Thießen, J. (Hrsg.): Investment Banking, 2. Aufl., Stuttgart, S. 203-240
- RAUSCHER, J.-I. (2007):** Unternehmensakquisitionen am Neuen Markt. Eine empirische Untersuchung von Kursreaktionen auf Akquisitionsankündigungen, Lohmar

-
- RAVENSCRAFT, D. J. / SCHERER, F. M. (1987):** Mergers, Sell-Offs, & Economic Efficiency, Washington D. C.
- REINBACHER, P. (2009):** SWOT-Analyse: Der Klassiker für Fortgeschrittene, in: Organisationsentwicklung, Heft 03/2009, S.72-76
- REICHENEDER, T. (1992):** Mergers & Acquisitions: Investment Banking, Wien
- REISSNER, S. (1990):** Einflußgrößen, Synergiepotentiale und Gestaltungsaufgaben marktorientierter Akquisitionsstrategien. Dokumentation einer explorativen Studie, Gießen
- REISSNER, S. (1992):** Synergiemanagement und Akquisitionserfolg, Wiesbaden
- RHODES-KROPF, M. / VISWANATHAN, S. (2004):** Market Valuation and Merger Waves, in: The Journal of Finance, Vol. 59, No. 6, pp. 2685-2718
- RIGALL, J. / RÖPER, B. (2007):** Post Merger Integration zwischen Mythos und Realität, in: M&A Review, Heft 02/2007, S. 57-62
- RISSE, J. / KÄSTLE, F. / GEBLER, O. / ENGELSTÄDTER, R. (2006):** M & A und Corporate Finance von A-Z, München
- ROCK, H. (2009):** Die Bedeutung der Gesellschafterliste für M&A-Transaktionen, in: Mergers and acquisitions, Heft 06/2009, S. 290–293
- ROCKHOLTZ, C. (1999):** Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement. Due-diligence-Konzeption zur Identifikation, Beurteilung und Realisation akquisitionsbedingter Synergiepotentiale, Frankfurt / Main
- RÖDER, K. (1999):** Kurswirkungen auf Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, Lohmar
- RÖPER, B. (2007):** Schneller, größer, weiter. Fusionen und Unternehmenskäufe, in: Blommen, D. / Bothe, B. (Hrsg.): Die Stars im Mittelstand. Führung und Umsetzung entscheiden, Frankfurt / Main, S. 49-58

-
- ROLL, R. (1986):** The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: The journal of business, Vol. 59, No. 2, pp. 197-216
- ROLLBERG, R. / LERM, M. (2006):** Produktions- und finanzwirtschaftlich fundierte Bewertung von Fusions- und Akquisitionsvorhaben, in: Keuper, F. et al. (Hrsg.): Der M&A-Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase, Wiesbaden, S. 242-272
- ROPELLA, W. (1989):** Synergie als strategisches Ziel der Unternehmung, Berlin
- ROSS, S. A. (1976):** The arbitrage theory of capital asset pricing, in: Journal of Economic Theory, Vol. 13, No. 3, pp. 341-360
- ROSS, S. A. (1977):** Return, Risk and Arbitrage, in: Wharton School Rodney L. White Center for Financial Research, <http://ideas.repec.org/p/fth/pennfi/13-73.html> (28.09.2010)
- RUDOLPH, H. (1996):** Erfolg von Unternehmen. Plädoyer für einen kritischen Umgang mit dem Erfolgsbegriff, in: Aus Politik und Zeitgeschehen, Nr. B 23, S. 32-39
- RUSTIGE, M. / GROTE, M. (2009):** Der Einfluss von Diversifikationsstrategien auf den Aktienkurs deutscher Unternehmen, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 61, Nr. 5, S. 470-498.
- RÜTTGERS, D. (1998):** Die Auswahl von Aktienspezialitäten. Lohnt sich das Stock-picking?, in: Frei, N. / Schlienkamp, C. (Hrsg.): Aktie im Aufwind: Von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden, S. 35-45
- SALANT, S. W. / SWITZER, S. / REYNOLDS, R. J. (1983):** Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, No. 2, pp. 185-199

-
- SALTER, A. L. / WEINHOLD, W. A. (1979):** Diversification through Acquisition. Strategies for Creating Economic Value, New York
- SCHÄFER, T. F. (2008):** Stakeholderorientiertes Integrationsmanagement bei Fusionen und Akquisitionen, Wiesbaden
- SHELLER, K. R. (1999):** Performance of Corporate Acquisitions over the Medium Term in Germany, Wiesbaden
- SCHUCH, E. K. (1962):** Das Interview in der Sozialforschung, in: König, R. (Hrsg.): Handbuch der empirischen Sozialforschung, Stuttgart, S. 136-197
- SCHIERECK, D. / THOMAS, T. W. (2006):** Mergers & Acquisitions in der europäischen Energieversorgung: Eine empirische Analyse der Übernahmewelle der 1990er Jahre, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 1333-1355
- SCHIPPER, K. / THOMPSON, R. (1983):** Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11, No. 1, pp. 85-119
- SCHLITGEN, R. (2003):** Einführung in die Statistik. Analyse und Modellierung von Daten, 10. Aufl., München
- SCHMALENBACH, E. (1988):** Dynamische Bilanzen, 13. Aufl., Darmstadt
- SCHMICKL, C. / JÖNS, I. (2004):** Der Einfluss von weichen Faktoren auf den Erfolg von Akquisitionen, in: Bungard, W. (Hrsg.): Mannheimer Beiträge zur Wirtschafts- und Organisationspsychologie, Themenheft 02/2004: Fusionen und Akquisitionen, Mannheim, S. 5 – 12.
- SCHMIDT, H. (1970):** Börsenorganisation zum Schutze der Anleger, Tübingen
- SCHMIDT, H. / PRIGGE, S. (2002):** Übernahmekonzeptionen und Übernahmegesetz, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 62, S. 225-241

-
- SCHMIDT, K. (2003):** Identity und Branding bei Fusionen mit internationaler Dimension, in: Strähle, J. (Hrsg.): Schriftreihe Interkultureller Wirtschaftskommunikation, Bd. 7, Interkulturelle Mergers & Acquisitions - Eine interdisziplinäre Perspektive, o.O., S. 154 – 167
- SCHOEFFLER, S. / BUZZELL, R. D. / HEANY, D. F. (1974):** Impact of Strategic Planing on Profit Performance, in: Harvard Business Review, Vol. 52, No. 2, pp. 137-145
- SCHOLES, M. / WILLIAMS, J. (1977):** Estimating Betas from Nonsynchronous Data, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 3, pp. 309-327
- SCHUBERT, W. / KÜTING, K. (1981):** Unternehmenszusammenschlüsse, München
- SCHULZ, S. / REICK, P. (2009):** Kreditsanierung durch Distressed M&A, in: Die Bank, Heft 10/2009, S. 14-17.
- SCHWARZER, M. (2003):** Kursreaktionen auf Unternehmensmeldungen bei unterschiedlichen Unternehmenssituationen: Eine empirische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt, Hildesheim, <http://web1.bib.uni-hildesheim.de/edocs/2006/514295953/doc/514295953.pdf> (28.10.2010)
- SCHWERT, G. W. (1996):** Markup Pricing in Merger and Aquisition, in: Journal of Financial Economics, Vol. 41, No. 2, pp. 153-192
- SCHWERT, G. W. (2000):** Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, in: Journal of Finance, Vol. 55, No. 6, pp. 2599-2640
- SEIDEL, G. R. (1995):** Kritische Erfolgsfaktoren bei Unternehmensübernahmen. Eine Analyse der US-Bankenbranche, Wiesbaden
- SEIDENSCHWARZ, W. / BIELENBERG, K. (2006):** Prozessorientiertes M&A-Management. Strategien, Prozesse, Erfolgsfaktoren, München
- SEIFERT, U. (2006):** Aktienrückkäufe in Deutschland. Renditeeffekte und tatsächliche Volumina, Wiesbaden

-
- SEPPELFRICKE, P. (2005):** Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, 2. Aufl., Stuttgart
- SERRA, A. P. (2002):** Event Study Tests. A Brief Survey, in: FEP Working Papers Nr. 117, Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto, <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp117.pdf> (04.11.2010)
- SETH, A. / SONG, K. P. / PETTIT, R. R. (2002):** Value Creation and Destruction in cross-border Acquisitions: An empirical Analysis of foreign Acquisitions of U.S. Firms, in: Strategic Management Journal, Vol. 23, No. 10, pp. 921-940
- SETTNIK, U. (2006):** Mergers & Acquisition auf dem deutschen Versicherungsmarkt. Eine empirische Analyse, Wiesbaden
- SHARPE, W. F. (1963):** A simplified model for portfolio analysis, in: Management Science, Vol. 9, No. 2, pp. 277-293
- SHARPE, W. F. (1964):** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442
- SHEN, C-H. / LIN, M.-R. / LAMBERTE, M. B. (2009):** The determinants of cross-border merger and acquisition activity in the financial sector in Asia. Did the Asian financial crisis change them?, in: Ito, T. / Rose, A. K. (Hrsg.) Financial sector development in the Pacific Rim, Chicago, pp. 203-234
- SHLEIFER, A. / VISHNY, R. W. (2003):** Stock market driven acquisitions, in: Journal of Financial Economics, Vol. 70, No. 03, pp. 295-311
- SIEBEN, G. / SIELAFF, M. (HRSG.) (1989):** Unternehmensakquisition. Bericht des Arbeitskreises „Unternehmensakquisition“, Stuttgart
- SIROWER, M. (1997):** The Synergy Trap. How Companies lose the Acquisition Game, New York

-
- SPILL, J. (2007):** Warum jede zweite Transaktion scheitert, in: M&A Review, Heft 01/2007, S. 1-6
- SPREMANN, K. (2002):** Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, München
- SPREMANN, K. (2008):** Portfoliomanagement, 4. Aufl., München
- SPREMANN, K. (2010):** Finance, 4. Aufl., München
- STEGMANN, R. (2002):** Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen: Kritische Faktoren und Handlungsempfehlungen, Wiesbaden
- STEINER, M. / KLEEGERG, J. (1991):** Zum Problem der Indexwahl im Rahmen der wissenschaftlich-empirischen Anwendung des Capital Asset Pricing Model, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 51, S. 171-182
- STEINER, M. / BRUNS, C. (2007):** Wertpapiermanagement. Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 9. Aufl., Stuttgart
- STEINER, P. O. (1977):** Mergers: Motives, Effects, Policies, Ann Arbor: University of Michigan
- STEVENS, J. P. (2002):** Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences, 4 ed., Mahwah
- STICH, R. S. (1974):** Have U.S. mergers been profitable?, in: Management International Review, Vol. 14, No. 2-3, pp. 33–45
- STÖRMER, O. (2002):** Neue Wege in der eEconomy: Joint Ventures von Beratungs- und Kundenunternehmen: Synergie im Supply-Chain-Management-Modell 'Fourth Party Logistics, Hamburg
- STORCK, J. (1993):** Mergers & Acquisitions: Marktentwicklung und bankpolitische Konsequenzen, Wiesbaden
- STROHMER, M. F. (2001):** Integration nach Merger and Acquisition: Erfolgskonzeption für das Post Deal Management, Wiesbaden

-
- SUDARSANAM, S. / HOLL, P. / SALAMI, A. (1996):** Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure, in: Journal of Business and Finance, Vol. 23, No. 5, pp. 673-698
- SUDARSANAM, S. (2003):** Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenge, Essex
- SUDARSANAM, S. (2006):** Hostile or friendly takeover? Does it matter?, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, S. 263-285
- TEALL, J. L. / HASAN, I. (2002):** Quantitative methods for finance and investments, Oxford
- THOMAS, I. (2008):** Grenzüberschreitende Mergers & Acquisitions. Erfolg und Erfolgsfaktoren internationaler Unternehmenszusammenschlüsse in Japan, Marburg
- THOMAS, T. W. (2006):** Unternehmenszusammenschlüsse in der Energieversorgung. Eine empirische Analyse der Übernahmewelle der 1990er Jahre in Nordamerika und Europa, Wiesbaden
- THOMPSON, J. E. (1988):** More Methods that make little Difference in Event Studies, in Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 15, No. 1, pp. 77-86
- TIOLE, J. (1995):** Industrieökonomik, München
- TOBIN, J. (1958):** Liquidity Preference as Behavior towards Risk, in: Review of Economic Studies, Vol. 25, No. 2, pp. 65-86
- TÖPFER, A. (2000):** Mergers & Acquisitions: Anforderungen und Stolpersteine, in: Zeitschrift für Organisation, Heft 01/2000, S. 10-17
- TRAVLOS, N. (1987):** Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm's Stock Returns, in: Journal of Finance, Vol. 42, No. 4, pp. 943-963

-
- TRAVLOS, N. / PAPAIOANNOU, G. (1991):** Corporate Acquisitions: Method of Payment Effects, Capital Structure Effects, and Bidding Firms' Stock Returns, in: Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 30, No. 4, pp. 3-22
- TRÖGER, N. (2003):** Mergers & Acquisitions im deutschen Banksektor, Wiesbaden
- TSCHÖKE, K. / CSANAD, D. (2008):** Der globale M&A-Markt im vierten Quartal 2007, in: M&A Review, Heft 03/2008, S. 135-141
- TSCHÖKE, K. / REINER, U. / WAIZENEGGER, F. (2009):** „The Unthinkable becomes Reality“: M&A in einem Krisenquartal, in: M&A Review, Heft 01/2009, S. 19-24
- TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2009A):** Krise ohne Ende in: M&A Review, Heft 04/2009, S. 178-182
- TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2009B):** M&A-Zyklus. Wann ist die Wende erreicht?, in: M&A Review, Heft 07/2009, S. 341-345
- TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2009c):** M&A-Zyklus. Tiefpunkt erreicht? in: M&A Review, Heft 11/2009, S. 509-512
- TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2010A):** M&A-Zyklus. Warten auf den Aufschwung, in: M&A Review, Heft 02/2010, S. 82-87
- TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2010B):** Internationaler M&A-Markt im ersten Halbjahr 2010 - das Umfeld bleibt schwierig, in: M&A Review, Heft 08,09/2010, S. 421-426
- TSCHÖKE, K. / KLEMEN, B. (2010c):** Internationaler M&A-Markt im Aufschwung, in: M&A Review, Heft 12/2010, S. 597-601
- TUKEY, J. W. (1997):** Exploratory Data Analysis, Boston
- UNTERREITMEIER, A. (2004):** Unternehmenskultur bei Mergers & Acquisitions. Ansätze zu Konzeptualisierung und Operationalisierung, Wiesbaden

-
- UŽÍK, M. / WEISER, M. F. (2006):** Unternehmensübernahmen in den Ländern der "Visegráder Gruppe". Empirische Analyse der Kapitalmarktreaktionen, in: Osteuropa, Jg. 51, Heft 03/04, S. 212–233
- VISCIO A.J / HARBINSON J.R. / ASIN, A. / VITARIO, R. (1999):** Post-Merger Integration: What makes mergers work?, in: Strategy & Business, Vol. No. 4, pp. 26-33
- VOGEL, D. H. / SCHUMANN, W. (2002):** M&A - Ideal und Wirklichkeit, Wiesbaden
- VOLKART R. / SUTER R. (1999):** WACC-Kapitalkostenkonzept bei großen Schweizer Gesellschaften weitgehend umgesetzt, in: Schweizer Treuhänder, Heft 04/1999, S. 291-298
- WALDECKER, P. (1995):** Strategische Alternativen in der Unternehmensentwicklung: Interne Entwicklung und Unternehmensakquisition, Wiesbaden
- WANSLEY, J. / LANE, W. / YANG, H. (1983):** Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment, in: Financial Management, Vol. 12, No. 3, pp. 16-22
- WATTNER, R. (1990):** Unternehmensübernahmen, Zürich
- WEBER, T. (2004):** Das Einmaleins der Hedge Funds: Eine Einführung für Praktiker in hoch entwickelte Investmentstrategien, 2. Aufl., Frankfurt / Main
- WEISNER, A. (2000):** Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht, Hamburg
- WELGE, M. K. / AL-LAHAM, A. (2003):** Strategisches Management: Grundlagen-Prozess-Implementierung, 4. Aufl., Wiesbaden
- WELLEK, S. (1994):** Statistische Methoden zum Nachweis von Äquivalenz, Stuttgart

-
- WESTON, J. F. / MANSINGHKA, S. K. (1971):** Test of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms, in: *Journal of Finance*, Vol. 26, No. 4, pp. 919-936
- WINKELMANN, M. (1981):** Indexwahl und Performance Messung, in: Göppl, H. / Henn, R.: *Geld, Banken und Versicherungen*, Königstein / Ts., S. 475-487
- WINKELMANN, M. (1984):** Aktienbewertung in Deutschland, Königstein / Ts.
- WINTER, S. G. (1993):** Routines, Cash Flows and Unconventional Assets: Corporate Change in the 1980s, in: Blair, M. M. (ed.): *The Deal Decade: What Takeovers and Leveraged Buyouts mean for Corporate Governance*, Washington, pp. 55-79
- WIRTZ, B. W. (HRSG.) (2003):** *Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen*, Wiesbaden
- WIRTZ, B. W. / SCHLICKE, O. (2006):** Struktur und Ablauf des Akquisitionsmanagements, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*, Wiesbaden, S. 317-338
- WÖHE, G. / DÖRING, U. (2008):** *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*. 23. Aufl., München
- WÖHLER, C. / CUMPELIK, C. (2006):** Orchestrierung des M&A-Prozesses in der Praxis, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*, Wiesbaden, S. 451-469
- WOODLOCK, P. / PENG, G. (2009):** How will valuation changes affect M&A deals?, in: *The journal of corporate accounting & finance*, Vol. 20, No. 4, pp. 49–61
- WOODRUFF, C. S. / SENCHACK, A. J. (1988):** Intradaily Price-Volume Adjustments of NYSE Stocks to Unexpected Earnings, in: *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, pp. 467-491
- WULFF, C. (2001):** *Kapitalmarktreaktionen auf Nennwertumstellungen*, Wiesbaden

-
- YOOK, K. (2003):** Larger Return to Cash Acquisitions, in: Journal of Business, Vol. 76, No. 3, pp. 477-496
- YOUNG, D. / SUTCLIFFE, B. (1989):** Value Gaps -Who is the Right?- The Raiders, the Market or the Managers?, in: Long Range Planning, Vol. 23, No. 4, pp. 20-34
- ZIMMERMANN, P. (1997):** Schätzung und Prognose von Betawerten. Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, Bad Soden / Ts.
- ZOLLO, M. / LESHCHINSKII, D. (2000):** Can Firms learn to Acquire? Do Markets Notice?, in: Working Paper Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania, No. 01, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/00/0001.pdf> (15.04.2011)
- ZRILIC, O. / HOSHINO, Y. (2007):** Shareholders' Value Creation and Destruction: The Stock Prices' Effects of Merger Announcement in Japan, in: Discussion Paper, JAAS, University of Tsukuba
- ZWAHLEN, B. (1994):** Motive und Gefahrenpotentiale bei einer Unternehmensakquisition. Eine erfolgreiche Akquisitions- und Integrationsstrategie einer multinationalen Unternehmung am Fallbeispiel "Nestlé-Rowntree", Zürich