

CORPORATE FINANCE

www.cf-fachportal.de



Finanzierung • Kapitalmarkt • Bewertung • Mergers & Acquisitions

Herausgeber: Prof. Dr. Christian Aders • Prof. Dr. Alexander Bassen • Dr. Michael Gschrei • Dr. Elisabeth Hehn • Prof. Dr. Dirk Honold (Schriftleitung) • Norbert Hentschel • Prof. Dr. Christoph Kaserer • Dr. Jens Kengelbach • Dr. Hans-Dieter Klein • Prof. Dr. Jens Leker • Prof. Dr. Reinhard Meckl • Dr. Klaus-Michael Menz • Dr. Ingo Natusch • Prof. Dr. Klaus Röder • Prof. Dr. Dirk Schiereck • Prof. Dr. Bernhard Schwetzler • Dr. Michael Wiesbrock

FINANZIERUNG

- Sebastian Leker*
Erfolgreiches Working Capital Management im Spannungsfeld zwischen Rentabilität und Liquidität 129
- Friedrich Thießen/Henrik Döweling*
Mittelstandsanleihen seit der Subprimekrise 136
- Lukas Holzer*
Warum sollte ein Unternehmen eine Bank gründen? 144

KAPITALMARKT

- Philipp Doering/Daniel Kaltofen*
„Smart Beta“ zwischen Fakt und Fiktion – wie smart sind alternative Indizes wirklich? 148
- Simon Stelly/Christian Möbius*
Exchange Traded Commodities – Eine Analyse der Abbildungsgenauigkeit und möglicher Einflussfaktoren 155

BEWERTUNG

- Behzad Karami*
Theorie und Praxis der Restwertermittlung im Lichte einer Marktwert-Buchwert-Lücke 164
- Jochen Beumer*
Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen 2010 – 2016 172
- Sven Engelhardt/Alexander Bönner*
Entwicklung eines fundamentalen Scoring Modells zur Aktienbewertung 176
- Leonhard Knoll*
Der Betafaktor und die Praxis 182
- Benjamin Hammer/Bernhard Schwetzler/Alexander Lahmann*
Multiples und Beta-Faktoren für deutsche Branchen 185

MERGERS & ACQUISITIONS

- Korbinian Eichner*
Übernahmepremien bei M&A – Eine empirische Analyse zum Einfluss von Käufermotivationen auf Übernahmepremien 190

Dr. Korbinian Eichner, M.A., St. Gallen

Übernahmeprämien bei M&A – Eine empirische Analyse zum Einfluss von Käufermotivationen auf Übernahmeprämien

Dr. Korbinian Eichner, M.A., ist Senior Manager im Bereich Corporate Finance bei der KPMG AG in Zürich und Lehrbeauftragter an der Universität St. Gallen (HSG).

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Übernahmeprämien (ÜP) stellen in der M&A-Praxis häufig einen integrierten Bestandteil von Übernahmeangeboten für börsennotierte Zielunternehmen dar. Der vorliegende Artikel untersucht den Einfluss unterschiedlicher Motivationen erwerbender Unternehmen auf die Höhe von ÜP. Die empirische Analyse basiert auf 1.807 ÜP, welche für europäische Zielunternehmen zwischen 1995 bis 2015 beobachtet wurden. Die empirische Analyse zeigt auf, dass erwartete Synergien, unmittelbarer Zugang zu neuen geographischen Märkten, vorhandene Überschussliquidität des erwerbenden Unternehmens sowie eine ineffiziente Ressourcennutzung des Managements des Zielunternehmens sich positiv auf die Höhe der ÜP auswirken.

I. Einleitung

Als Übernahmeprämie (ÜP) wird der den Marktpreis eines börsennotierten Zielunternehmens übersteigende bezahlte Aufpreis verstanden, um dessen Kontrolle zu erlangen.¹ In der Literatur wurde mehrfach die Meinung geäußert, dass die Bereitschaft eine ÜP im Rahmen von Unternehmenstransaktionen (Mergers & Acquisitions oder M&A) zu bezahlen im Zusammenhang mit den aus Käufersicht erwarteten wirtschaftlichen Nutzenzuflüssen steht, welche aus der Transaktion resultieren.² Während die Motive für die Bereitschaft eine ÜP zu bezahlen in der Finanzwissenschaft bereits umfassend diskutiert wurden, wurden diese im Rahmen von empirischen Auswertungen bisher für den europäischen M&A-Markt nur rudimentär analysiert. Der vorliegende Artikel knüpft an diesem Punkt an und untersucht den Einfluss unterschiedlicher Käufermotivationen auf die Höhe der bezahlten ÜP. Die Kenntnis bzgl. des Einflusses verschiedener Motivationen auf die Höhe von ÜP ist sowohl für Praktiker als auch Wissenschaftler von Interesse. Zum einen können Praktiker die Ergebnisse des Beitrags nutzen, um die Höhe der angebotenen ÜP kritisch zu hinterfragen. Zielunternehmen sollten grundsätzlich

das Ziel verfolgen den Kaufpreis zu maximieren. Nur durch ein ganzheitliches Verständnis der Einflussfaktoren auf ÜP kann dies sichergestellt werden. Zum anderen müssen erwerbende Unternehmen, welche grundsätzlich das Ziel verfolgen Unternehmenstransaktionen erfolgreich abzuschließen, im Rahmen von öffentlichen Übernahmen ÜP anbieten, die marktkonform sind und nicht wesentlich von denen vergleichbarer Transaktionen abweichen. Ist die ÜP zu gering, besteht das Risiko, dass das Übernahmeangebot abgelehnt wird. Die Ergebnisse des Beitrags erlauben erwerbenden Unternehmen ihre angebotenen ÜP mit denen anderer Transaktionen zu vergleichen, welche deckungsgleich im Hinblick auf bestimmte transaktionsspezifische Merkmale sind. Die vorliegenden Analysen erlauben ebenso Wissenschaftlern Einblicke, inwiefern sich die in der Literatur häufig zitierten Motive erwerbender Unternehmen empirisch in beobachtbaren ÜP auf Kapitalmärkten nachweisen lassen.

Die weiteren Abschnitte des Beitrags sind dabei wie folgt gegliedert. Abschnitt II definiert den Begriff der ÜP und zeigt auf, wie diese finanzmathematisch ermittelt wird. Zentrale Motivationen, eine ÜP in M&A zu bezahlen, werden in Abschnitt III dargestellt. Abschnitt IV beschreibt den analysierten Datensatz und fokussiert auf durchschnittliche ÜP basierend auf zentralen Käufermotivationen, welche anhand transaktionsspezifischer Faktoren approximiert werden. Abschnitt V präsentiert die angewendeten Regressionsanalysen und deren Ergebnisse. Daran anschließend werden in Abschnitt VI die Aussagekraft und die Grenzen der vorangegangenen Analysen diskutiert. Der Artikel schließt mit einer Zusammenfassung in Abschnitt VII.

II. Übernahmeprämien in Unternehmenstransaktionen

Im Rahmen von öffentlichen Übernahmen ist häufig zu beobachten, dass das erwerbende Unternehmen einen Aufpreis über dem Marktpreis eines börsennotierten Zielunternehmens, also eine ÜP, bezahlt. Dombert (2006) definiert ÜP in diesem Zusammenhang als: „*Aufschlag auf den (Markt-) Wert der Anteilscheine – zum Beispiel auf die Aktien – eines Unternehmens, den der Käufer den derzeitigen Anteilscheininhabern (im Falle von Aktien den Aktionären) zahlen muss, damit er Eigentum an diesen Anteilsscheinen erwerben und die damit verbundenen Rechte ausüben kann*“³.

ÜP werden grundsätzlich als prozentuale Größe des Marktpreises eines börsennotierten Zielunternehmens ermittelt und reflektieren i.d.R. einen Mehrheitserwerb am Eigenkapital des Zielunternehmens.⁴ Die Bereitschaft einen Aufpreis über dem Marktpreis des Zielunternehmens zu bezahlen ist hauptsächlich davon getrieben, den gegenwärtigen Eigentümern der Zielgesellschaft einen Anreiz zu bieten ihre Anteile dem

1 Vgl. Pratt/Niculita, *Valuing a Business*, 5. Aufl. 2008, S. 384; Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 4. Aufl. 2007, S. 555.

2 Vgl. hierzu u.a. Madura/Ngo, *Journal of Financial Research* 2008 S. 333 („In a competitive market for takeover bids, the takeover premium serves as an effective proxy for the expected synergy.“); Nielsen/Melicher, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1973 S. 139 („The rationalization or justification of these “premiums” is based on a merger synergy concept.“); John/Liu/Taffler, *It takes Two to Tango: Overpayment and Value Destruction in M&A Deals*, 2010, S. 17, abrufbar unter: <http://hbrfmlink/1896>, Abruf am 05.01.2017 („The extant literature in both strategic management and finance provides a number of potential explanations (for acquisition premiums). One argument is that the acquiring firm is willing to pay a high premium because of the expected synergy arising from the deal.“); Varaiya, *Managerial and Decision Economics* 1987 S.175; Madura/Ngo/Viale, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 2012 S. 49; Slusky/Caves, *The Journal of Industrial Economics* 1991 S. 277; Pratt, *Business Valuation Discounts and Premiums*, 2. Aufl. 2009, S. 64.

3 Vgl. Dombert, *Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen*, 2006, S. 10.

4 Vgl. Pratt, a.a.O. (Fn. 2), S. 16; Rosenbaum/Pearl, *Investment Banking*, 2009, S. 90.

Kaufinteressenten anzudienen, sodass der neue Eigentümer Kontrolle über das Zielunternehmen ausüben kann.⁵ Die ÜP ($\dot{U}P_{t,t-n}^i$) wird finanzmathematisch definiert als:⁶

$$\dot{U}P_{t,t-n}^i = \frac{KP_t^i - MP_{t-n}^i}{MP_{t-n}^i}$$

mit KP_t^i als Kaufpreis für ein börsennotiertes Zielunternehmen i zum Zeitpunkt t , wobei t den Zeitpunkt der Angebotsbekanntgabe darstellt. Des Weiteren repräsentiert MP_{t-n}^i den Marktpreis von i , d.h. dessen Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt $t-n$, wobei n die Anzahl der Tage vor öffentlicher Bekanntgabe des Übernahmeangebots bezeichnet. Die maximale Höhe einer ÜP, welche ein potenzieller Erwerber für ein Zielunternehmen bereit ist zu zahlen, wird insbesondere von den erwarteten finanziellen Nutzenzuflüssen aus der Transaktion an den Käufer beeinflusst.⁷

III. Transaktionsspezifische Motive für Übernahmeprämien

Die Motivationen erwerbender Unternehmen, eine ÜP für ein Zielunternehmen zu bezahlen, sind vielfältig und haben ihre Berücksichtigung in der wissenschaftlichen Literatur gefunden.⁸ Tab. 1⁹ gibt einen Überblick über zentrale Käufermotivationen zur Zahlung einer ÜP, welche jedoch nicht immer strikt getrennt werden können.

Zu den am häufigsten genannten Motivationen, Unternehmenstransaktionen durchzuführen und somit ÜP zu bezahlen, zählen insbesondere erwartete Synergieeffekte, welche durch die Kombination des Zielunternehmens mit dem erwerbenden Unternehmen entstehen können.¹⁰ In der Literatur wird hier zwischen operativen und finanziellen Synergien unterschieden.¹¹ Operative Synergien beziehen sich auf die Integration der operativen Geschäftstätigkeit, die sich entweder in höheren Umsatzerlösen aufgrund einer besseren Marktposition oder Produktportfolioerweiterung (*Economies of Scope*) oder einer niedrigeren Kostenbasis (*Economies of Scale*) niederschlägt.¹² Unter finanziellen Synergien versteht man die wertsteigernde Nutzung von Überschussliquidität des Zielunternehmens im erwerbenden Unternehmen.¹³ Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, dass das Zielunternehmen Überschussliquidität besitzt, aber über eine ungenügende Anzahl von Investitionsmöglichkeiten verfügt, während sich das erwerbende Unternehmen in der gegenteiligen Situation befindet. Durch den Zusammenschluss kann die Überschussliquidität effizienter genutzt werden und sich wertsteigernd auf das kombinierte Unternehmen auswirken. Des Weiteren fallen unter finanzielle Synergien die gemeinsame Nutzung von Verlustvorträgen (die sonst verfallen würden) oder Kapitalstrukturoptimierungsmöglichkeiten.¹⁴

Eine weitere Motivation für das erwerbende Unternehmen eine ÜP zu zahlen liegt darin begründet, durch die Akquisition schneller bzw. unmittelbar Zugang zu neuen geografischen Märkten oder neuen Produkten zu erhalten.¹⁵ Durch eine Akquisition eines Zielunternehmens, welches in geografischen Märkten tätig ist, die komplementär zu den Absatzmärkten des erwerbenden Unternehmens sind, gehen erwerbende Unternehmen einem oft ressourcenintensiven und risikobehafteten eigenen Aufbau eines erweiterten Distributionsnetzes in neuen Ländern aus dem Weg.¹⁶ Eine ÜP würde sich dann vorteilhaft auf den Unternehmenswert des erwerbenden Unternehmens auswirken, wenn die bezahlte ÜP für ein Zielunternehmen, welches bereits in einem neuen geografischen Markt präsent ist, niedriger ist als die erwarteten zukünftigen Kosten, welche mit dem Aufbau des erweiterten, eigenen Distributionsnetzes in einem neuen Land anfallen würden. Die Kosten hierbei berücksichtigen ebenso das Risiko, dass ein eigenständiger Aufbau scheitern könnte.¹⁷

Unter einer unternehmenswertmaximierenden Fokussierung sollte die Unternehmensleitung grundsätzlich das Ziel verfolgen, die Rendite der vorhandenen Vermögenswerte zu maximieren, um somit einen Mehrwert für Unternehmenseigentümer bzw. Aktionäre zu generieren.¹⁸ Dies beinhaltet auch die unternehmenswertsteigernde Nutzung vorhandener liquider Mittel. Sog. Liquiditätsreserven resultieren aus einer Anhäufung freier Cashflows, welche nicht in Form von Dividenden an die Anteilseigner ausgeschüttet oder zur Rückführung von Fremdkapital verwendet wurden. Überschussliquidität (sog. *Excess Liquidity*) kann als der Bestandteil der Liquiditätsreserven verstanden werden, welcher über die Deckung der betrieblichen Risiken hinausgeht.¹⁹ Zur langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts kann Überschussliquidität insbesondere für Investitionen verwendet werden, welche Renditen erwirtschaften, die über deren Kapitalkosten liegen. Da die Renditen von Überschussliquidität wesentlich unter den gewichteten Kapitalkosten liegen, sollte Überschussliquidität in Projekte investiert werden, welche deren Kapitalkosten erwirtschaften. Somit liegt auch eine zentrale Motivation für M&A und mithin von ÜP darin, vorhandene Überschussliquidität renditemaximierend einzusetzen, um langfristig den Unternehmenswert zu steigern.²⁰

Unter *Value of Control* versteht man, dass sich ein reiner Austausch eines ineffizienten Managements werterhöhend auf den *Stand-Alone* Wert des Zielunternehmens auswirken kann.²¹ Dies setzt voraus, dass das bestehende Management die im Zielunternehmen vorhandenen Ressourcen nicht wertmaximierend einsetzt.²² Das Konzept des *Value of Control* kann als eine Restrukturierungsmaßnahme angesehen werden, dessen Wertsteigerungspotenzial subjektiv von der Geschäftsleitung des erwerbenden Unternehmens eingeschätzt wird. Beispiele hierfür sind, dass das aktuelle Management zu wenig in Wachstums-

5 Vgl. Pratt/Niculita, a.a.O. (Fn. 1), S. 385.

6 Vgl. Varaiya, *Managerial and Decision Economics* 1987 S.179; John/Liu/Taffler, a.a.O. (Fn. 2), S. 17; Dombert, a.a.O. (Fn. 3), S. 143.

7 Vgl. Pratt/Niculita, a.a.O. (Fn. 1), S. 385. Siehe hierzu auch Fn. 2.

8 Vgl. Damodaran, *Investment Fables*, 2004, S. 315.

9 Quelle: Vgl. Damodaran, *The Value of Control*, 2005, S. 2-3, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1897>, Abruf am 10.12.2016; Damodaran, *The Value of Synergy*, 2005, S. 4-5, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1898>, Abruf am 10.12.2016; Vgl. Dombert, a.a.O. (Fn. 3), S. 88-96.

10 Vgl. Damodaran, *The Value of Synergy*, a.a.O. (Fn. 9), S. 7.

11 Vgl. Damodaran, *The Value of Control*, a.a.O. (Fn. 9), S. 2; Gaughan, a.a.O. (Fn. 1), S. 117.

12 Vgl. Gaughan, a.a.O. (Fn. 1), S. 117; Ross/Westerfield/Jaffe, *Corporate Finance*, 6. Aufl. S. 825 (826).

13 Vgl. Damodaran, *The Value of Control*, a.a.O. (Fn. 9), S. 4-5.

14 Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe, a.a.O. (Fn. 12), S. 827-828; Damodaran, a.a.O. (Fn. 8), S. 317-318.

15 Vgl. Gaughan, a.a.O. (Fn. 1), S. 120-121.

16 Vgl. Bower, *Harvard Business Review* 4/2001 S. 98; Gaughan, a.a.O. (Fn. 1), S. 120.

17 Vgl. Bower, *Harvard Business Review* 4/2001 S. 98.

18 Vgl. Jensen, *Journal of Economic Perspectives* 1988 S. 28-29.

19 Vgl. Becker, *Überschussliquidität des Käufers als strategischer Faktor bei Unternehmensakquisitionen*, 2014, S. 14, abrufbar unter: www.unisg.ch/edis, Abruf am 11.12.2016. Dittmar/Mahrt-Smith, *The Journal of Financial Economics* 2007 S. 600 (615); Frésard/Salva, *The Journal of Financial Economics* 2010 S. 360.

20 Vgl. Bruner, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1988 S. 199.

21 Vgl. Damodaran, *The Value of Control*, a.a.O. (Fn. 9), S. 28.

22 Vgl. Hayward/Hambrick, *Administrative Science Quarterly* 1997 S. 104; Varaiya, *Managerial and Decision Economics* 1987 S. 175-184.

Tab. 1: Transaktionsspezifische Motive der Übernahmeprämien.

Käufermotivation:	Fokussierung:	Auswirkung auf Höhe der ÜP:
1. Synergien mit dem Zielunternehmen nutzen (<i>Synergies</i>)	Erwartete operative oder finanzielle Synergien durch die Kombination des erwerbenden Unternehmens und des Zielunternehmens realisieren.	↑ positiv
2. Schnellerer Zugang zu neuen Märkten, Produkten oder Kunden (<i>Acquired Growth</i>)	Durch die Akquisition erhält das erwerbende Unternehmen Zugang zu neuen Märkten oder Produkten, deren eigener Aufbau ressourcenintensiv und risikobehaftet wäre.	↑ positiv
3. Nutzung von Überschussliquidität des Erwerbers (<i>Excess Liquidity</i>)	Überschussliquidität des Erwerbers generiert eine Rendite, die unter den gewichteten Kapitalkosten liegt. Investition der liquiden Mittel in Projekte (inkl. M&A), welche die Kapitalkosten erwirtschaften.	↑ positiv
4. Missmanagement des Zielunternehmens eliminieren (<i>Value of Control</i>)	Ineffiziente Ressourcennutzung des gegenwärtigen Managements des Zielunternehmens. Optimierung der Rendite des eingesetzten Kapitals durch Austausch des Managements.	↑ positiv
5. Von Unterbewertung des Zielunternehmens profitieren (<i>Undervaluation</i>)	Wertlücke zwischen Marktpreis (d.h. Marktkapitalisierung) und Unternehmenswert des Zielunternehmens schließen (sog. Arbitragemöglichkeit).	↑ positiv

bereiche investiert, an veralteten Technologien oder Prozessen festhält, strategische Vorteile nicht vollständig ausnutzt oder zu viel Liquidität vorhält, die anderweitig genutzt werden könnte.²³ Eine Unterbewertung eines Zielunternehmens auf Kapitalmärkten kann ebenso eine zentrale Motivation für eine Unternehmenstransaktion darstellen, und somit die Bereitschaft begründen eine ÜP zu bezahlen.²⁴ Insbesondere auf ineffizienten Kapitalmärkten oder bei Zielunternehmen mit niedrigem Handelsvolumen oder Mehrheitsaktionären (und dem damit verbundenen niedrigen *Free Float*) kann es vorkommen, dass keine effiziente Preisbildung für Zielunternehmen auf Kapitalmärkten eintritt. Dies bedeutet, dass der Marktpreis eines börsennotierten Zielunternehmens (d.h. die Marktkapitalisierung) wesentlich von dessen Unternehmenswert abweicht. Eine solche Preisanomalie kann Arbitragemöglichkeiten für das erwerbende Unternehmen bieten und einen zusätzlichen Anreiz für ein Übernahmeangebot neben den oben erwähnten Motiven darstellen.²⁵

IV. Datenbasis und Ergebnisse der deskriptiven Analyse der Übernahmeprämien

Im Zusammenhang mit den im Abschnitt III dargestellten theoretischen Motiven, eine ÜP aus Sicht eines erwerbenden Unternehmens für ein börsennotiertes Zielunternehmen zu bezahlen, wird im Folgenden untersucht, ob sich diese Motivationen grundsätzlich auch empirisch nachweisen lassen.

1. Übernahmeprämien im Datensatz

Die Stichprobe der empirischen Analyse umfasst insgesamt 1.807 Transaktionen, bei denen jeweils eine ÜP für ein börsennotiertes Zielunternehmen gezahlt wurde. Bei den Unternehmenstransaktionen handelt es sich um erfolgreich durchgeführte Unternehmenserwerbe, bei denen das Zielunternehmen seinen Hauptsitz in einem der 28 EU-Länder hatte und zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots börsennotiert war. Die in der Stichprobe enthaltenen ÜP wurden im Zeitraum von 1995 bis 2015 beobachtet. Die berücksichtigten ÜP stammen ausschließlich aus sog. Kontrolltransaktionen, d.h. Unternehmenstransaktionen bei denen die Mehrheit am Eigenkapital an einem Zielunternehmen erworben wurde (d.h. mehr als 50% der ausstehenden Aktien). Informationen zu den Transaktionen wurden der Datenbank Thomson Reuters entnommen und um weitere Transaktionscharakteristika aus der Datenbank Capital IQ ergänzt.

23 Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe, a.a.O. (Fn. 12), S. 826.

24 Vgl. Walkling/Edmister, *Financial Analysts Journal* 1985 S. 30 (35).

25 Vgl. Dong/Hirshleifer/Richardson/Teoh, *The Journal of Finance* 2006 S. 761-762.

Grundsätzlich werden in der Forschung und Praxis ÜP über unterschiedliche Messzeiträume ermittelt, wobei der Zeitpunkt der Bekanntgabe des Übernahmeangebots (inkl. des Angebotspreises) von einem erwerbenden Unternehmen für ein Zielunternehmen jeweils fixiert wird (KP^i). Bei allen Ermittlungsmethoden steht im Vordergrund, den prozentualen Aufpreis über dem Marktpreis eines Zielunternehmens zu unterschiedlichen Zeitpunkten zu ermitteln. Da es vor der öffentlichen Bekanntgabe von Übernahmeangeboten häufig zu ansteigenden Aktienkursen des Zielunternehmens kommt (womöglich in Folge von Übernahmegerüchten, Insider Trading oder Aktienkäufen des Bieterunternehmens), ist empirisch zu beobachten, dass ÜP, welche über einen kürzeren Zeitraum ermittelt wurden, niedriger sind als die, bei denen ein längerer Messzeitraum zur Ermittlung gewählt wurde. Somit gilt grundsätzlich, dass mit längeren Messzeiträumen die Wahrscheinlichkeit geringer ist, dass der Aktienkurs des Zielunternehmens bereits Informationen über ein bevorstehendes Übernahmeangebot berücksichtigt. Problematisch hierbei ist, dass bei kürzeren Messzeiträumen die ÜP von Faktoren beeinflusst wird, welche nicht unmittelbar im Zusammenhang mit der zentralen Motivation eines erwerbenden Unternehmens stehen. Nach Meinung des Autors sollten bestenfalls Analysen von Einflussfaktoren auf ÜP auf Basis von unverfälschten Marktpreisen von Zielunternehmen durchgeführt werden, sodass die Determinanten der ÜP bestmöglich isoliert werden können.²⁶ Im Rahmen der Stichprobenerhebung wurden deshalb drei verschiedene ÜP ermittelt, die sich jeweils in den Zeiträumen, über welche die ÜP gemessen werden, unterscheiden. Diese sind:

- $\dot{U}P_{t, 1 \text{ Tag}}^i$ (Messung der ÜP basierend auf dem Angebotspreis und dem Aktienkurs des Zielunternehmens 1 Tag vor öffentlicher Bekanntgabe des Übernahmeangebots),
- $\dot{U}P_{t, 1 \text{ Woche}}^i$ (Messung der ÜP basierend auf dem Angebotspreis und dem Aktienkurs des Zielunternehmens 1 Woche vor öffentlicher Bekanntgabe des Übernahmeangebots) und
- $\dot{U}P_{t, 4 \text{ Wochen}}^i$ (Messung der ÜP basierend auf dem Angebotspreis und dem Aktienkurs des Zielunternehmens 4 Wochen vor öffentlicher Bekanntgabe des Übernahmeangebots).

Im Rahmen der folgenden Analysen wurden diejenigen ÜP, welche auf Basis des längsten Ermittlungszeitraumes berechnet wurden, als am aussagekräftigsten definiert (d.h. $\dot{U}P_{t, 4 \text{ Wochen}}^i$). In der Literatur spricht man hierbei auch von einem

26 Vgl. Eckbo, *Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review*, Working Paper 2009, S. 5-6, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1899>, Abruf am 05.01.2017; Hayward/Hambrick, *Administrative Science Quarterly* 1997 S. 112.

sog. *unaffected target share price*, welcher als Basis für die Ermittlung der ÜP herangezogen werden soll.²⁷

Die durchschnittlichen ÜP im Datensatz variieren, wie in Tab. 2 dargestellt, zwischen 23,1% und 31,8%, abhängig vom zugrundeliegenden Messzeitraum. Mit kürzeren Messzeiträumen sinken die ÜP im Datensatz; eine Beobachtung, die konsistent mit den Ergebnissen anderer Studien zu ÜP ist.²⁸ Die Differenzen zwischen arithmetischem Mittel und Median der ÜP lassen sich durch wenige positive Extremwerte im Datensatz erklären.

Tab. 2: Durchschnittliche Übernahmeprämien im analysierten Datensatz

Höhe der Übernahmeprämien im Datensatz			
	ÜP _{t,1 Tag}	ÜP _{t,1 Woche}	ÜP _{t,4 Wochen}
Übernahmeprämie (Arithm. Mittel)	0,231	0,270	0,318
Übernahmeprämie (Median)	0,158	0,207	0,260
Anzahl (n)	1.807	1.807	1.807

2. Approximation der Käufermotivationen mit transaktions-spezifischen Variablen

Im Folgenden werden die im Datensatz beobachteten ÜP anhand der in Abschnitt III beschriebenen Käufermotivationen untersucht. Während die beschriebenen Motivationen grundsätzlich intuitiv sind, stellt sich bei der Analyse der ÜP die Herausforderung, wie die transaktionsmotivischen Einflussfaktoren in der Untersuchung der ÜP operationalisiert werden können (d.h. gemessen werden sollen). In der finanz- und betriebswirtschaftlichen Forschung bedient man sich bei solchen Motiv-Wirkungs-Zusammenhängen häufig sog. Proxy-Variablen, bei denen ein starker Zusammenhang mit der Motivation unterstellt werden kann.²⁹ In der Analyse können bei starken Ausprägungen dieser Proxy-Variablen Rückschlüsse auf die Motivation des erwerbenden Unternehmens gezogen werden.

- Die Motivation wesentliche Synergien durch eine Transaktion realisieren zu wollen (*Synergies*) wurde durch die Typologie des erwerbenden Unternehmens approximiert. Grundsätzlich wurde hierfür angenommen, dass strategische Investoren, welche in der gleichen Industrie oder Branche wie das Zielunternehmen tätig sind, zu einem größeren Maß Synergien realisieren können und wollen als nicht-strategische Investoren wie z.B. Private Equity-Unternehmen.³⁰
- Die Motivation eines erwerbenden Unternehmens neue geografische Vertriebsgebiete erschließen zu wollen und somit zu wachsen (*Acquired Growth*) wurde dadurch approximiert, ob es sich bei der beobachteten Transaktion um eine internationale Transaktion (sog. *Cross Border Deal*) handelte. Diese Hypothese fußt auf der zentralen Annahme, dass das erwerbende Unternehmen vor der Transaktion nicht oder nur unwesentlich im Land des Zielunternehmens operativ tätig war. Aufgrund der Größe des Datensatzes wurde diese Annahme nicht separat geprüft. In der Analyse wurde somit vereinfachend unterstellt, dass eine grenzüberschreitende Transaktion einem erwerbenden Unternehmen erlaubt, Zugang zu neuen geografischen Märkten zu erhalten, zu welchen das erwer-

bende Unternehmen möglicherweise vor der Transaktion keinen Zugang hatte.³¹

- Die Motivation *Excess Liquidity* eines erwerbenden Unternehmens wurde unterstellt, wenn bei der beobachteten Transaktion der Kaufpreis vollständig in bar bezahlt wurde (sog. *All Cash* Transaktion); und nicht etwa durch Aktien des erwerbenden Unternehmens oder einer Mischform.³²
- Die Motivation *Value of Control* wurde von dem zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots vorherrschenden Wirtschaftlichkeitsniveaus des Zielunternehmens abgeleitet. Hierfür wurden die EBITDA-Marge und die Eigenkapitalrendite des Zielunternehmens über die letzten 12 Monate (vor Angebotsbekanntgabe) analysiert.³³ Falls eine der beiden Kennzahlen negativ war, wurde angenommen, dass das Management des Zielunternehmens ineffizient mit deren Ressourcen umgegangen ist und sich ein Wechsel des Managements positiv auf den Unternehmenswert auswirken würde.
- Die Motivation *Undervaluation* wurde über das zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots vorherrschende Bewertungsniveaus des Zielunternehmens approximiert.³⁴ Hierfür wurden die *trailing*, LTM P/E und EV/EBITDA Multiplikatoren des Zielunternehmens analysiert.³⁵ Die Motivation *Undervaluation* wurde als gegeben angenommen, wenn das Zielunternehmen Niveaus von Handelsmultiplikatoren aufwies, die unter den durchschnittlichen Handelsmultiplikatoren aller Zielunternehmen im Datensatz lagen.

3. Ergebnisse der deskriptiven Analyse der Übernahmeprämien

Unter Anwendung eines zweiseitigen zwei Stichproben t-Tests wurden in einem ersten Schritt die Mittelwerte der ÜP der einzelnen transaktionsspezifischen Charakteristika, welche die Käufermotivationen ÜP zu bezahlen approximieren, miteinander verglichen. Die Mittelwerte der beobachtbaren ÜP unterscheiden sich z.T. statistisch höchst signifikant und implizieren, dass transaktionsspezifische Charakteristika in der Tat einen Einfluss auf die bezahlte ÜP haben (siehe hierzu Tab. 3).

Im Datensatz ist zu beobachten, dass strategische Investoren, von denen erwartet wird, dass diese zu einem höheren Maß Synergien mit dem Zielunternehmen realisieren können als z.B. Finanzinvestoren, eine durchschnittliche ÜP von 34,9% bezahlen. Diese ist rund 8% höher als bei nicht-strategischen Investoren (26,4%). Der Unterschied der durchschnittlichen Mittelwerte ist statistisch höchst signifikant (p-Wert < 0,01). Ähnliche Ergebnisse können für die Variablen internationale und nationale Transaktionen gefunden werden. Bei sog. *Cross Border* Transaktionen wird durchschnittlich eine ÜP bezahlt (37,3%), die rund 9% höher ist als bei Transaktionen in denen das erwerbende Unternehmen und das Zielunternehmen sich im gleichen Land befinden (28,7%). Ebenso sind hier die Unterschiede in den durchschnittlichen ÜP statistisch höchst signifikant (p-Wert < 0,01). Gleiches gilt für die Ergebnisse der Variable *All Cash* Transaktion, welche *Excess Liquidity* seitens

27 Vgl. Hayward/Hambrick, Administrative Science Quarterly 1997 S.112 John/Liu/Taffler, a.a.O. (Fn. 2), S. 17.

28 Vgl. Dombert, a.a.O. (Fn. 3), S.158, Röble/Lesser, CF 2016 S. 87.

29 Vgl. Krasker/Pratt, Econometrica 1986 S. 641.

30 Vgl. Rosenbaum/Pearl, a.a.O. (Fn. 4), S. 76.

31 Vgl. Gaughan, a.a.O. (Fn. 1), S. 120 (123), Bower, Harvard Business Review 4/2001 S. 98.

32 Vgl. Boone/Lie/Liu, Journal of Corporate Finance 2014 S. 296-304.

33 Vgl. Varaiya, Managerial and Decision Economics 1987 S. 176.

34 Vgl. Dong/Hirshleifer/Richardson/Teoh, The Journal of Finance 2006 S. 725.

35 D.h. der Handelsmultiplikator wurde auf Basis des Ergebnisses, welches das Zielunternehmen während der letzten 12 Monate (LTM oder last twelve months) erwirtschaftete, gebildet.

Tab. 3: Darstellung der Ausprägungen der Übernahmeprämien im analysierten Datensatz

Ergebnisse der zwei Stichproben t-Tests					
Motivation	Proxy-Variable	Durchschnitt ÜP ^{a)}	t-Statistik ^{b)}	p-Wert	Signifikanz Niveau ^{c)}
<i>Synergies</i>	Strategischer Investoren	0,349	3,829	0,000	***
	Kein strategischer Investoren	0,264			
<i>Acquired Growth</i>	Internationale Transaktion	0,373	3,499	0,000	***
	Nationale Transaktion	0,287			
<i>Excess Liquidity</i>	All Cash Transaktion	0,345	2,719	0,007	***
	Keine all Cash Transaktion	0,276			
<i>Value of Control</i>	neg. EBITDA-Marge	0,388	2,514	0,012	**
	pos. EBITDA-Marge	0,304			
	neg. Eigenkapitalrendite	0,350	1,380	0,168	
	pos. Eigenkapitalrendite	0,306			
<i>Undervaluation</i>	Low EV/EBITDA Multiplikator	0,281	2,881	0,004	***
	High EV/EBITDA Multiplikator	0,357			
	Low P/E Multiplikator	0,263	1,319	0,188	
	High P/E Multiplikator	0,344			

^{a)} Die Übernahmeprämie wurde als Differenz zwischen dem Angebotspreis pro Aktie und dem Aktienkurs des Zielunternehmens 4 Woche vor öffentlicher Bekanntgabe des Übernahmeangebots ermittelt ($\dot{U}P_{t,4\text{ Wochen}}^i$).

^{b)} t-Statistik des zweiseitigen zwei Stichproben t-Test.

^{c)} Signifikanz Niveaus von ***p < 0,01, **p < 0,05, *p < 0,1.

des erwerbenden Unternehmens approximiert; wobei hier die Differenz der Mittelwerte rund 7% beträgt.

Für die *Value of Control* Variablen, d.h. negative EBITDA-Marge und Eigenkapitalrendite, welche ein Missmanagement der gegenwärtigen Unternehmensleitung des Zielunternehmens implizieren, gehen die Ergebnisse ebenso in die erwartete Richtung. Für beide Variablen ist ein klarer Trend zu höheren ÜP zu erkennen, d.h. ÜP bei Zielunternehmen mit einer schlechteren Wirtschaftlichkeit fallen im Datensatz durchschnittlich höher aus als bei Unternehmen mit einer besseren Wirtschaftlichkeit. Dies könnte womöglich mit geplanten wertsteigernden Restrukturierungsmaßnahmen zusammenhängen, für die das erwerbende Unternehmen vorab in Form einer höheren ÜP bereit ist zu bezahlen. Dennoch ist in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass nur die Ergebnisse der Variable „negative EBITDA-Marge“ statistisch signifikant sind. Somit erlaubt nur diese Variable eine eindeutige Aussage zu treffen.

Die Ergebnisse der Variablen, welche die Motivationen *Undervaluation* approximieren, sind überraschenderweise entgegengesetzt zu den anfänglich in Abschnitt III beschriebenen, erwarteten Ergebnissen. Für die Variablen, welche mit der Motivation *Undervaluation* im Zusammenhang stehen, ist beobachtbar, dass für an Kapitalmärkten niedriger bewertete Unternehmen durchschnittlich niedrigere ÜP bezahlt werden als für höher bewertete Zielunternehmen. Dies trifft sowohl für die untersuchten Variablen P/E als auch EV/EBITDA zu. Somit ist die Motivation *Undervaluation* im analysierten Datensatz mit den verwendeten Proxy-Variablen nicht zu belegen.

V. Ergebnisse der multiplen Regressionsanalysen

Neben der vorangegangenen vergleichenden Analyse der ÜP-Differenzen bei unterschiedlich ausgeprägten Transaktionscharakteristika wird im Folgenden untersucht, inwiefern ein statistisch signifikanter Zusammenhang mit den tatsächlich zu beobachtenden ÜP besteht.

Für die nachfolgende Untersuchung wird daher auf eine Regressionsanalyse zurückgegriffen. Im Speziellen kommen hierbei multiple lineare Regressionen (ML-Regressionen) zur Anwendung. Bei den ML-Regressionen wurde die Höhe der beobachtbaren ÜP als abhängige, d.h. zu erklärende Variable definiert. Als unabhängige Variablen wurden die oben beschriebenen Motivations-Variablen sowie zusätzliche Variablen, die weitere Unterschiede zwischen den Zielunternehmen messen, welche womöglich ebenso einen Einfluss auf die beobachtbaren ÜP haben, definiert (sog. Kontrollvariablen).

Die analysierten ML-Regressionen folgen der Regressionsgleichung:

$$\begin{aligned} \dot{U}P_{t,i-n}^i = & \alpha^i + \beta_1^i \times \text{Synergies}^i + \beta_2^i \times \text{Acquired Growth}^i \\ & + \beta_3^i \times \text{Excess Liquidity}^i + \beta_4^i \times \text{Value of Control}^i \\ & + \beta_5^i \times \text{Undervaluation}^i + \beta_{5,6}^i \times \text{Kontrollvariablen}^i \\ & + \varepsilon^i; \end{aligned}$$

mit α als Konstante, β als Regressionskoeffizienten und ε als Fehlerterm.

Tab. 4 zeigt die Ergebnisse der ML-Regressionen des analysierten Datensatzes. Es ist zu beobachten, dass insbesondere in den Regressionen (1) und (2), wenn $\dot{U}P_{t,4\text{ Wochen}}^i$ und $\dot{U}P_{t,1\text{ Woche}}^i$ als abhängige Variablen verwendet werden, die Einflüsse der erklärenden Variablen äußerst stark ausgeprägt sind. Über alle 5 Motivationsdimensionen ist ein starker statistisch signifikanter Zusammenhang mit der Höhe der ÜP zu beobachten (p-Werte < 0,05 und 0,01).

Die Ergebnisse der Regressionen (1) und (2) implizieren, dass strategische Investoren, welche zu einem erheblichen Masse von Synergien mit dem Zielunternehmen profitieren können, auch dieses zukünftige Wertpotenzial vorab durch eine höhere ÜP bezahlen. Die Ergebnisse bestätigen somit die hohe Relevanz von Synergieerwartungen in M&A und ÜP. Ähnlich starke Resultate sind für grenzüberschreitende Transaktionen zu beobachten, welche dem Käufer erwartungsgemäß

Tab. 4: Ergebnisse der ML-Regressionsanalyse

ML-Regressionsanalyse bzgl. des Einflusses von Käufermotivationen auf Übernahmeprämien (OLS-Regressionen)							
		(1)		(2)		(3)	
		R.K. ^{c)}		R.K. ^{c)}		R.K. ^{c)}	
		(S.F.) ^{c)}	sig. ^{b)}	(S.F.) ^{c)}	sig. ^{b)}	(S.F.) ^{c)}	sig. ^{b)}
Abhängige Variable: $\dot{U}P_{t,t-n}^i$	Erklärende Variablen ^{a)}	$\dot{U}P_{t,4\text{ Wochen}}^i$		$\dot{U}P_{t,1\text{ Woche}}^i$		$\dot{U}P_{t,1\text{ Tag}}^i$	
Synergies	<i>STRATEGISCHER_INVESTOR</i> _t	0,043	***	0,025	**	0,016	
		(0,015)		(0,013)		(0,012)	
Acquired Growth	<i>INTERNATIONALE_TRANSAKTION</i> _t	0,029	**	0,030	***	0,031	***
		(0,013)		(0,011)		(0,011)	
Excess Liquidity	<i>ALL_CASH_TRANSAKTION</i> _t	0,041	***	0,036	***	0,024	*
		(0,015)		(0,013)		(0,012)	
Value of Control	<i>NEGATIVE_EBITDA_MARGE</i> _t	0,053	***	0,055	***	0,053	***
		(0,016)		(0,014)		(0,013)	
Undervaluation	<i>LOW_EV/EBITDA_MULTIPLIKATOR</i> _t	-0,031	***	-0,033	***	-0,032	***
		(0,013)		(0,011)		(0,011)	
Kontrollvariablen	<i>ANTEIL_ERWORBENER_AKTIEN</i> _t	0,146	**	0,103	**	0,043	
		(0,058)		(0,052)		(0,049)	
	<i>GRÖSSE_ZIELUNTERNEHMEN</i> _t	0,049		0,030		-0,004	
		(0,070)		(0,062)		(0,059)	
	(Konstante)	0,187	***	0,187	***	0,206	***
		(0,054)		(0,048)		(0,046)	
	F-Wert	8,337	***	6,915	***	5,589	***
	R-Quadrat	0,25		0,21		0,17	

^{a)} Definition der Variablen:

$\dot{U}P_{t,t-n}^i$ wurde als abhängige Variable definiert, berechnet als

$$\frac{KP_t^i - MP_{t-n}^i}{MP_{t-n}^i}$$

mit KP_t^i als Angebotspreis des Zielunternehmens zum Zeitpunkt t , wobei t den Zeitpunkt der Angebotsbekanntgabe darstellt und MP_{t-n}^i den Marktpreis des Zielunternehmens n Tage vor Angebotsbekanntgabe repräsentiert. Die erklärende Variable *STRATEGISCHER_INVESTOR*_t wurde als Dummy Variable definiert, die den Wert 1 annimmt, wenn das erwerbende Unternehmen ein strategischer Investor ist und 0, wenn es sich beim erwerbenden Unternehmen um keinen strategischen Investor handelte. Die zweite erklärende Variable *INTERNATIONALE_TRANSAKTION*_t wurde ebenso als Dummy Variable definiert, die den Wert 1 annimmt, wenn es sich bei dem analysierten Unternehmenserwerb um eine grenzüberschreitende Transaktion handelte und 0, wenn die Transaktion innerhalb des gleichen Landes stattgefunden hat. Die dritte erklärende Variable *ALL_CASH_TRANSAKTION*_t nimmt den Wert 1 an, wenn das erwerbende Unternehmen den Kaufpreis für das Zielunternehmen vollständig in bar bezahlt hat und 0, wenn dies nicht der Fall war. Die vierte erklärende Variable *NEGATIVE_EBITDA_MARGE*_t stellt ebenso eine Dummy Variable dar, die den Wert 1 annimmt, wenn das Zielunternehmen zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots eine negative EBITDA-Marge (LTM) aufgewiesen hat. EBITDA-Marge wurde hier als Quotient aus EBITDA (LTM) und Umsatzerlösen (LTM) ermittelt. Für Zielunternehmen mit positiver EBITDA-Marge wurde die erklärende Variable als 0 kodiert. Die Variable *LOW_EV/EBITDA_MULTIPLIKATOR*_t misst das Bewertungsniveau des Zielunternehmens zum Zeitpunkt der Angebotsbekanntgabe und nimmt den Wert 1 an, wenn das EV/EBITDA (LTM) Bewertungsniveau des Zielunternehmens unter dem Durchschnitt der gesamten, in der Stichprobe beinhalteten Unternehmen gelegen hat (sonst 0). Die Kontrollvariable *ANTEIL_ERWORBENE_AKTIEN*_t wurde berechnet als Quotient aus den in der Kontrolltransaktion erworbenen Aktien und den ausstehenden Aktien des Zielunternehmens (in Prozent). Die erklärende Variable *GRÖSSE_ZIELUNTERNEHMEN*_t berechnet sich als Marktkapitalisierung des Zielunternehmens n Tage vor Bekanntgabe des Übernahmeangebots $\times 10^{-11}$ (in Euro).

^{b)} Signifikanz Niveaus von *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

^{c)} Abkürzungen: R.K. Regressionskoeffizient, S.F. Standardfehler.

Zugang zu neuen geografischen Märkten erlauben und somit auch höhere zukünftige Umsatzwachstumspotenziale in Aussicht stellen. In allen drei Regressionen hat der Regressionskoeffizient der Variable *INTERNATIONALE_TRANSAKTION*_t, welcher den Einfluss dieser erklärenden Variable misst, p-Werte zwischen $< 0,05$ und $0,01$. Somit bestätigt auch diese Variable, dass erwerbende Unternehmen für höhere, zukünftige Umsatzwachstumsraten eine höhere $\dot{U}P$ über den Marktpreis des Zielunternehmens bereit sind zu bezahlen. Ausgeprägte Einflüsse sind auch für die Variable *ALL_CASH_TRANSAKTION*_t zu beobachten, welche die Motivation eines erwerbenden Unternehmens Überschussliquidität zu investieren approximiert. Auf der Suche nach wertmaximierenden

Investitionsmöglichkeiten sind erwerbende Unternehmen, die den Kaufpreis für ein Zielunternehmen vollständig in bar bezahlen (was wesentliche Liquiditätsbestände impliziert), gewillt eine höhere $\dot{U}P$ zu bezahlen als Unternehmen, die den Kaufpreis mittels anderer Formen wie Aktien oder einem Mix aus Aktien und Kassenbeständen begleichen. Für die Motivation *Value of Control*, welche durch die erklärende Variable *NEGATIVE_EBITDA_MARGE*_t approximiert wurde, sind die Ergebnisse ähnlich stark. Für operativ schwach geführte Unternehmen sind erwerbende Unternehmen bereit eine höhere $\dot{U}P$ zu bezahlen. Wie bereits in Abschnitt IV.3 erörtert, sind die Ergebnisse der Motivation *Undervaluation* entgegengesetzt zu den anfänglich beschriebenen Erwar-

tungen und Einflüsse auf die zu beobachtenden ÜP. Der Zusammenhang mit der Höhe der ÜP ist jedoch auch hier so stark, dass der Regressionskoeffizient der Variable $LOW_EV/EBITDA_MULTIPLIKATOR^i$ mit p-Werten $< 0,01$ statistisch höchst signifikant wird. Die Resultate implizieren, dass für Zielunternehmen mit höheren Bewertungsniveaus im analysierten Datensatz höhere ÜP bezahlt wurden, als für niedrige Bewertungsniveaus. Dies könnte mit den besseren Wachstumsaussichten der Zielunternehmen zusammenhängen, welche sich grundsätzlich auf die Höhe von Handelsmultiplikatoren niederschlagen. Empirisch ist zu beobachten, dass Unternehmen mit höheren erwarteten Ergebniswachstumsraten höhere Handelsmultiplikatoren aufweisen.³⁶ Um an diesem Wachstum partizipieren zu können, sind erwerbende Unternehmen womöglich bereit eine höhere ÜP zu bezahlen.

VI. Aussagekraft und Grenzen der Analyse

In den ML-Regressionen, welche in Tab. 4 dargestellt sind, variieren die Bestimmtheitsmaße (R-Quadrat) zwischen 0,17 und 0,25. Die R-Quadrat-Werte zeigen auf, wie viel Variation in den Beobachtungen (d.h. ÜP) durch die berechneten Regressionen mit den darin berücksichtigten Variablen erklärt werden kann. Die Niveaus der Bestimmtheitsmaße implizieren, dass weitere erklärende Variablen existieren, die einen wesentlichen Einfluss auf die Höhe von ÜP haben, aber nicht Bestandteil der berechneten Regressionen sind. Grundsätzlich könnte die Höhe der Bestimmtheitsmaße aber auch durch die gewählten Proxy-Variablen erklärt werden, welche möglicherweise nicht vollständig die Motivationen von erwerbenden Unternehmen, ÜP zu bezahlen, approximieren. Aus diesem Grund sollte die Interpretation der Ergebnisse des vorliegenden Artikels vor dem Hintergrund der vom Autor getroffenen z.T. zentralen Annahmen erfolgen.

Wie oben erwähnt, wurde die Motivation wesentliche Synergien durch eine Transaktion realisieren zu wollen durch die Typologie des erwerbenden Unternehmens approximiert. Grundsätzlich besteht aber auch die Möglichkeit, dass nicht-strategische Investoren wie z.B. Private Equity-Unternehmen wesentliche Synergien realisieren wollen und auch können. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Private Equity-Unternehmen ähnliche Portfolio-Unternehmen wie das Zielunternehmen bereits besitzen, welche Synergien zwischen den einzelnen Portfolio-Unternehmen erlauben. Somit könnte für diese Proxy-Variable ein gewisses Maß an Unschärfe gegeben sein.

Die Variable, welche die Motivation eines erwerbenden Unternehmens approximiert neue geografische Vertriebsgebiete erschließen zu wollen, könnte ebenso eine gewisse Unschärfe mit sich bringen. Dies könnte z.B. darin begründet sein, dass *Cross Border Deals* nicht zwangsläufig ausschließlich aus der Motivation heraus geschehen, Zugang zu neuen geografischen Märkten zu erhalten. Insbesondere ist dies bei bereits global diversifizierten Unternehmen der Fall, welche vor der beobachteten Transaktion bereits im Ausland operativ tätig waren.

Die Motivation *Excess Liquidity* eines erwerbenden Unternehmens wurde durch die Zahlungsform des angebotenen

Kaufpreises für ein Zielunternehmen approximiert (Cash oder Aktien bzw. Mischform). Insbesondere zu Zeiten, wenn Kreditkonditionen von Banken oder die Aufnahme von Fremdkapital über Kapitalmärkte für erwerbende Unternehmen günstig sind, kann erwartet werden, dass sog. *All Cash* Transaktionen häufiger stattfinden, als wenn Fremdkapital relativ teurer für erwerbende Unternehmen ist. Dieser womöglich beeinflussende Faktor auf die Zahlungsform des Kaufpreises wurde in den vorangegangenen Untersuchungen nicht näher analysiert.

Grundsätzlich ist die Höhe von Profitabilitätsmargen, wie sie für die Approximation der Käufermotivation *Value of Control* verwendet wurde, industrieabhängig. Eine differenzierte, industriespezifische Analyse des Einflusses der EBITDA-Margenhöhe wurde im vorliegenden Artikel nicht durchgeführt. Ebenso können beobachtbare Profitabilitätsmargen durch außerordentliche Einmaleffekte verzerrt sein, was deren Aussagekraft in der vorangegangenen Analyse beeinflussen könnte.

Ähnliches gilt für die Höhe von Handelsmultiplikatoren, welche die Käufermotivation *Undervaluation* approximieren. Grundsätzlich ist auf Kapitalmärkten zu beobachten, dass Niveaus von Handelsmultiplikatoren industrieabhängig sind, d.h. dass Unternehmen bestimmter Industrien durchschnittlich höhere oder niedrigere Multiplikatoren aufweisen als jene von anderen Industrien. Die Höhe von Handelsmultiplikatoren hängt insbesondere von industriespezifischen Wachstums-, Rentabilitäts- und Profitabilitätsaussichten ab. Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass eine industriespezifische Analyse der Handelsmultiplikatoren die Aussagefähigkeit der oben beschriebenen Ergebnisse erhöhen würde.

VII. Zusammenfassung

Der Beitrag hat den Einfluss von unterschiedlichen Motivationen erwerbender Unternehmen auf die Höhe von ÜP für Zielunternehmen untersucht. Es wurde aufgezeigt, dass erwartete Synergien, welche aus der Transaktion resultieren könnten, einen wesentlichen, statistisch signifikanten Einfluss auf die zu beobachtende ÜP haben (*Synergies*). Daneben wirkt sich der unmittelbare Zugang zu neuen geografischen Märkten (*Acquired Growth*) positiv auf die bezahlte ÜP aus. Ferner wurde aufgezeigt, dass Überschussliquidität des erwerbenden Unternehmens, welche vor der Transaktion nicht wertmaximierend eingesetzt wurde, die Höhe der ÜP positiv beeinflusst (*Excess Liquidity*). Ebenso findet die empirische Untersuchung Anhaltspunkte dafür, dass eine ineffiziente Ressourcennutzung des gegenwärtigen Managements des Zielunternehmens, welche durch einen möglichen Austausch eliminiert werden könnte, sich auf die Höhe der ÜP niederschlägt (*Value of Control*). Im analysierten Datensatz lassen sich jedoch keine Anhaltspunkte finden, dass eine beobachtbare Unterbewertung des Zielunternehmens die Höhe der ÜP positiv beeinflusst (*Undervaluation*). Der hierbei zu beobachtende Effekt ist negativ und ähnlich stark ausgeprägt wie bei den anderen analysierten Variablen, welche Motivationen von erwerbenden Unternehmen approximieren. Die empirische Analyse zeigt somit auf, dass sich die in der Finanzwissenschaft manifestierten Motivationen ÜP zu bezahlen größtenteils auch empirisch nachweisen lassen.

³⁶ Vgl. Damodaran, *Regressions of Multiples on Fundamentals: Market Wide*, 2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/1900>, Abruf am 30.12.2016.