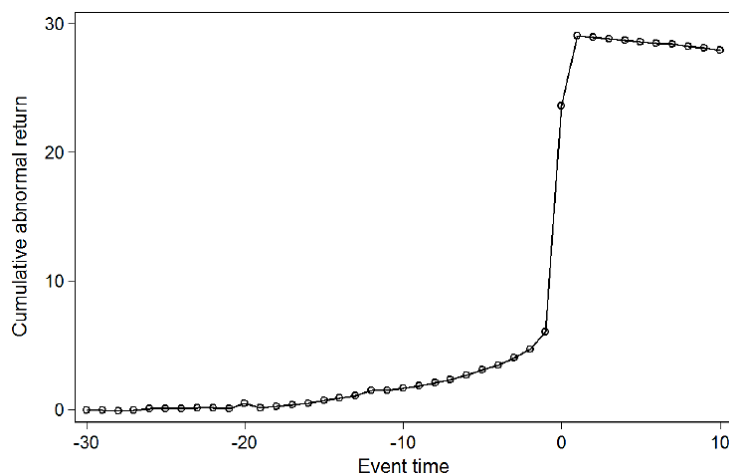


A. Betzer • J. Gider • P. Limbach

## DO FINANCIAL ADVISORS MATTER FOR M&A PRE-ANNOUNCEMENT RETURNS?

CFR WORKING PAPER 22-03

Mindestens seit den 1970er Jahren sind positive Aktienrenditen von Übernahmekandidaten vor der Ankündigung von M&A-Transaktionen ein persistentes Phänomen in Finanzmärkten. Obwohl Überrenditen vor Transaktionsankündigungen ein Indiz für Insiderhandel bzw. Informationsweitergabe sind, gibt es bis heute nur wenige Erklärungsansätze dafür. Gegeben ihre Rolle im M&A-Prozess gehören Transaktionsberater (wie z.B. Investmentbanken) zu den „üblichen Verdächtigen“, wenn es darum geht, wer Transaktionsinformationen weitergibt. Bisherige Forschungsergebnisse lassen jedoch keine eindeutige Antwort zu, ob Transaktionsberater die Informationen, die sie im M&A-Prozess erlangen, für sich oder ihre Kunden nutzen oder ob sie diese Informationen vertraulich behandeln, z.B. um ihre Reputation zu schützen. Des Weiteren haben bisherige Studien stets nachprüfbare, öffentliche Daten verwendet, um das Ausnutzen bzw. die Weitergabe von Transaktionsinformationen zu untersuchen, obwohl ein wesentlicher Teil dieser Information wohl über private Kanäle läuft.



*Cumulative abnormal return* auf der Ordinate entspricht der kumulativen abnormalen Aktienrendite (bestimmt über ein Dreifaktormodell nach Fama und French, 1993). Auf der Abzisse sind die Handelstage relativ zum Tag 0, dem Ankündigungsdatum der M&A-Transaktion, abgetragen. Die Grafik basiert auf M&A-Daten für die USA von 1990 bis 2014 und zeigt einen deutlichen Anstieg der abnormalen Aktienrenditen ca. zehn Tage vor Transaktionsankündigung.

Vor diesem Hintergrund präsentiert das vorliegende Arbeitspapier Evidenz, dass Transaktionsberater systematisch mit den Überrenditen von Übernahmekandidaten vor Ankündigung von M&A-Transaktionen assoziiert sind. Dabei weisen v.a. die M&A-Transaktionen mit Beratern, die viele Transaktionen begleiten, sowie Beratern aus New York City, der primären Finanzmetropole der USA, signifikant höhere frühzeitige Überrenditen auf. Um die Identifikation zu verbessern, untersuchen die Autoren zudem, wie sich die Überrenditen vor Transaktionsankündigung ändern, nachdem Transaktionsberater in Fällen von Insiderhandel, verfolgt von der US-amerikanischen Börsenaufsicht SEC, involviert waren. Sie finden, dass diese Berater danach mit signifikant niedrigeren Überrenditen assoziiert sind, vor allem wenn das Führungspersonal der Berater in die Fälle zum Insiderhandel involviert war. Die genannten Ergebnisse basieren dabei, in Kontrast zur bisherigen Literatur, auf einer Methodik, die nachprüfbare sowie nicht-nachprüfbare Informationsweitergabe berücksichtigt. Insgesamt lässt die Studie mindestens den Schluss zu, dass Transaktionsberater die Informationen, die sie während des M&A-Prozesses erhalten, nicht immer ausreichend schützen.