Kredit und Kapital, 40. Jahrgang, Heft 4, Seiten 553–582
Abhandlungen

Wertschaffung durch feindliche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie? – Das Beispiel BNP und Paribas – (Teil II)

Von Jörg Mußhoff, Christopher Jahns und
Dirk Schiereck, Oestrich-Winkel

Wird durch M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie Shareholder Value generiert? Vor dem Hintergrund des scheinbaren Widerspruchs zwischen starker und jüngst erneut zunehmender M&A-Tätigkeit in der Bankenindustrie einerseits und der auf Basis der Forschung dokumentierten mangelnden Wertschaffung der Transaktionen (insbesondere für die jeweiligen Käuferbanken) andererseits wird in der Literatur vermehrt auf die Notwendigkeit einer differenzierteren Individualbetrachtungsweise in Form von Fallstudien (Case Studies) hingewiesen, die über die bisherigen Forschungsansätze hinausgeht und den Spezifika der einzelnen Transaktionen Rechnung trägt. Im Fokus dieses Beitrags steht daher die Analyse der Wertschaffung bzw. Wertvernichtung durch den Zusammenschluss von BNP und Paribas – als einem der wichtigsten nationalen Konsolidierungsschritte in der europäischen Bankenindustrie in den letzten Jahren – mithilfe des Fallstudienansatzes. Ziel ist es hierbei, auf inhaltlicher Ebene die bisher sehr geringe empirische Evidenz in Bezug auf europäische Bankentransaktionen zu ergänzen und den erwähnten scheinbaren Widerspruch aufzulösen. Gleichzeitig soll auf methodischer Ebene die Eignung des Fallstudienansatzes für die Analyse des Erfolgs von Bankentransaktionen betrachtet werden.

Der erste Teil dieses Beitrags, der im vorausgegangenen Heft 3/2007 dieser Zeitschrift erschienen ist, zeigte durch einen kritischen Vergleich des Fallstudienansatzes mit den bisherigen Ansätzen zur Erfolgsmessung von Bankentransaktionen dessen Eignung für die betrachtete Forschungsfrage und verdeutlichte die Notwendigkeit einer Ergänzung der bisherigen Forschungsergebnisse durch Fallstudien. Im Anschluss daran erfolgte ein Überblick über die im Fokus dieses Beitrags stehende Transaktion zwischen BNP und Paribas (inklusive einer Beschreibung der Transaktionspartner sowie der wesentlichen Elemente des Bieterwett-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

streits/der Transaktion). Ein besonderer Schwerpunkt lag ferner auf der Darstellung des mit großem Nachdruck vorangetriebenen Integrationsprozesses. Diese Ausführungen bilden die Grundlage für die Analyse der Wertschaffung und die Ableitung der Erfolgsfaktoren der Transaktion, die im Fokus des folgenden zweiten Teils des Beitrags stehen. In Kapitel V erfolgt zunächst die Analyse der Wertschaffung und damit des Erfolgs der Transaktion. Auf Basis dieser Ergebnisse werden dann zentrale Erfolgsfaktoren für zukünftige (feindliche) Bankentransaktionen in der europäischen Bankenindustrie herausgearbeitet. Das Kapitel VI fasst abschließend die Ergebnisse kritisch zusammen und leitet den weiteren Forschungsbedarf ab.

V. Kurz-, mittel- und langfristige Wertschaffung

Der finanzwirtschaftliche Maßstab für den Fusionserfolg von BNP und Paribas ist die realisierte Wertschaffung aus Sicht der Aktionäre. Zur Messung dieser Wertschaffung wird nachfolgend die Reaktion des Kapitalmarkts in Form einer Ereignisstudie betrachtet. Zusätzlich zeigt eine Performancestudie die von BNP Paribas durch den Zusammenschluss erreichten operativen Verbesserungen für das neu geschaffene Unternehmen auf Basis von Bilanz- und GuV-Daten und gibt so ebenfalls Anhaltspunkte für den im Rahmen des Integrationsprozesses geschaffenen Wert.

1. Ereignisstudie – die Reaktion des Kapitalmarkts

Zur Messung der tatsächlichen Reaktion in Form der durch die Transaktion bedingten abnormalen Renditen (und damit der Wertschaffung) wird der bereits in Kapitel II.2. beschriebene Ereignisstudienansatz verwendet. Dabei wird zwischen der Analyse der kurzfristigen Kapitalmarktreaktion (über wenige Tage vor und nach dem betrachteten Ereignis) und der mittel- bis langfristigen Wertschaffung differenziert, die die Kapitalmarktentwicklung von BNP Paribas in einem Zeitfenster von bis zu 36 Monaten nach Ankündigung der Transaktion im Fokus hat. Zur Betrachtung der kurzfristigen Kapitalmarktreaktion sind dabei zunächst das betrachtete Ereignis selbst sowie der Eintrittszeitpunkt dieses Ereignisses zu bestimmen: Freundliche Akquisitionen und Fusionen erfahren in der Regel zu einem einzelnen, klar bestimmbaren Zeitpunkt ihre Ankündigung. Die Betrachtung der kurzfristigen Kapitalmarktreaktion kann sich hier auf ein Ereignisfenster von wenigen Tagen um dieses eine

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Datum konzentrieren, um die (kurzfristig) realisierte Wertschaffung abzuleiten. Die vorhergehenden Ausführungen zum Ablauf des Bieterwettstreits zwischen BNP auf der einen und Société Générale und Paribas auf der anderen Seite haben die hohe Komplexität der Transaktion verdeutlicht, die sich aufgrund ihres feindlichen Charakters deutlich von der Mehrzahl „freundlicher" Transaktionen unterscheidet. Die Komplexität wird dabei ganz wesentlich getrieben durch

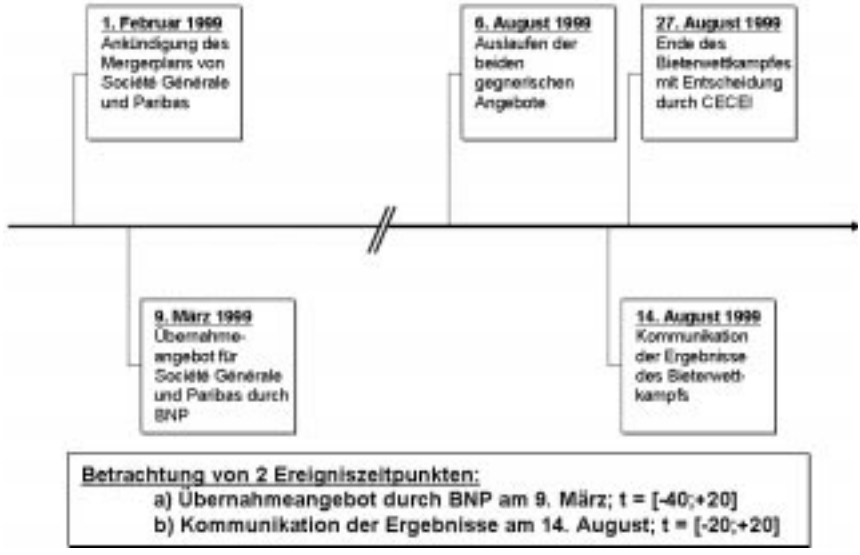
- die Vielzahl der Ereignisse im Rahmen des Bieterwettstreits (vgl. Tabellen 2 und 4) – beginnend mit dem Angebot durch Société Générale und dem Gegenangebot durch BNP bis zur Beendigung des Bieterwettkampfs durch den Beschluss des CECEI,
- den langen Zeitraum der Auseinandersetzung von über einem halben Jahr sowie
- viele mögliche Ergebnisse des Bieterwettstreits, die sich erst im Zeitablauf auf den letztlich umgesetzten Zusammenschluss von BNP und Paribas fokussierten.

Für die Ereignisstudie zur Messung der kurzfristigen Kapitalmarktreaktion erscheint es deshalb unzureichend, die Reaktion auf die Betrachtung nur weniger Tage vor und nach der Ankündigung des letztendlich erfolgreichen Gebots von BNP (am 9. März 1999) sowie auf die beiden Parteien BNP und Paribas zu beschränken. Vielmehr erscheint es sinnvoll, nicht nur ein, sondern zwei Ereignisfenster zu betrachten, die in der folgenden Abbildung 6 dargestellt werden.

Zunächst wird der Ankündigungstag des Gegengebots durch BNP betrachtet. Im Rahmen der Analyse wird hierzu zunächst Kalendarzeit in Ereigniszeit transformiert: Der 9. März 1999 – der Tag der Ankündigung des Gegengebots – wird dabei als $t = 0$ definiert. Im Folgenden wird ein Ereignisfenster T von insgesamt 61 Handelstagen betrachtet. Dieses umfasst acht Wochen (40 Tage) vor und vier Wochen (20 Tage) nach dem Ankündigungstag: $T = [-40; +20]$, wobei $t \varepsilon T$. Dieses Ereignisfenster kann im Vergleich mit anderen Arbeiten als relativ lang angesehen werden.[102] Es erscheint jedoch als geeignet, da der Ankündigungstag des Gegengebots für Société Générale und Paribas durch BNP eine erste wichtige Indikation für die kurzfristig realisierte Wertschaffung gibt, die durch die Komplexität des Bieterwettstreits nur die gewichtete Reaktion des Kapitalmarkts auf die verschiedenen zu diesem Zeitpunkt möglichen Ergebnisse des Bieterwettstreits darstellt. Zusätzlich erlaubt die Betrachtung

102 Vgl. *Beitel/Schiereck* (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 6: Betrachtung von zwei Ereigniszeitpunkten im Rahmen kurzfristiger Ereignisstudien

von 40 Tagen vor der Transaktion, auch das ursprüngliche Gebot für Paribas durch Société Générale mit zu berücksichtigen und die Kapitalmarktreaktion hierauf zu erfassen. Zur Abbildung der übergreifenden Wertschaffung erscheint es sinnvoll, die Betrachtung dabei nicht nur auf Paribas und BNP zu beschränken, sondern auch die Werteffekte des Bieterwettstreits auf die unterlegene Société Générale zu erfassen.

Wie bereits zuvor ausgeführt, würde eine alleinige Betrachtung dieses Ankündigungseffektes aufgrund der beschriebenen Komplexität der feindlichen Übernahme zu kurz greifen. Daher wird als zweiter Ereigniszeitpunkt (für den ebenfalls $t = 0$ definiert wird) zusätzlich der 14. August 1999 betrachtet – als der Tag der Kommunikation der Ergebnisse des Bieterwettstreits. Mit diesem Tag besteht Klarheit über den Erfolg des BNP-Gebots für Paribas. Ferner ermöglicht das zugrunde gelegte gesamte Ereignisfenster von 41 Tagen (vier Wochen vor und nach dem 14. August) gleichzeitig die Betrachtung der Endphase des Bieterwettstreits bis zum 6. August sowie der finalen Entscheidung des CECEI auch zum Erfolg des BNP-Gebots für Société Générale.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zur Berechnung der abnormalen Renditen werden zunächst die um Dividendenzahlungen und Kapitalmaßnahmen bereinigten Aktienrenditen (Total Return Index – TRI) für alle drei betrachteten Aktien (Paribas, Société Générale und BNP) ermittelt. Als Modell zur Berechnung der abnormalen Renditen wird das Marktmodell in der Form

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

verwendet. Hierbei handelt es sich um das im Rahmen von Ereignisstudien bevorzugte Modell,[103] das eine lineare Beziehung zwischen der Rendite einer Aktie i und der Rendite des Gesamtmarktes R_m unterstellt. Als Marktrendite R_m wird der lokale französische Bankenindex verwendet.[104] Zunächst werden die beiden Parameter α_i und β_i auf Basis der tatsächlich realisierten Renditen der drei Banken mittels einer linearen Regression (OLS-Regression) geschätzt. Für alle drei Unternehmen wird hierzu ein Zeitraum von 252 Handelstagen beginnend 40 Tage vor dem ersten Ereignisfenster (um den 9. März) verwendet.[105] Die Fokussierung ausschließlich auf die Phase vor den ersten Geboten zur Schätzung der Parameter soll möglichen Verzerrungen begegnen. Eine (zusätzliche) Parameterschätzung vor dem zweiten Ereigniszeitpunkt würde durch die beschriebenen Ereignisse des Bieterwettstreits verzerrt. Ähnliches gilt (aufgrund weiterer idiosynkratischer Ereignisse und struktureller Veränderungen der drei Banken) auch für die Phase nach Abschluss des Bieterwettstreits. Auf Basis der Parameterschätzungen und der sich hieraus ergebenden Modellgleichungen für die drei Aktien können die erwarteten (täglichen) Renditen für *beide* Ereignisfenster berechnet werden. Durch Subtraktion der so bestimmten erwarteten Renditen von den tatsächlich realisierten Renditen ergeben sich die abnormalen Renditen und so die durch die Transaktion realisierte Wertschaffung. Für die betrachteten Ereignisfenster um den 9. März bzw. den 16. August werden dann die täglichen abnormalen Renditen kumuliert.[106]

---

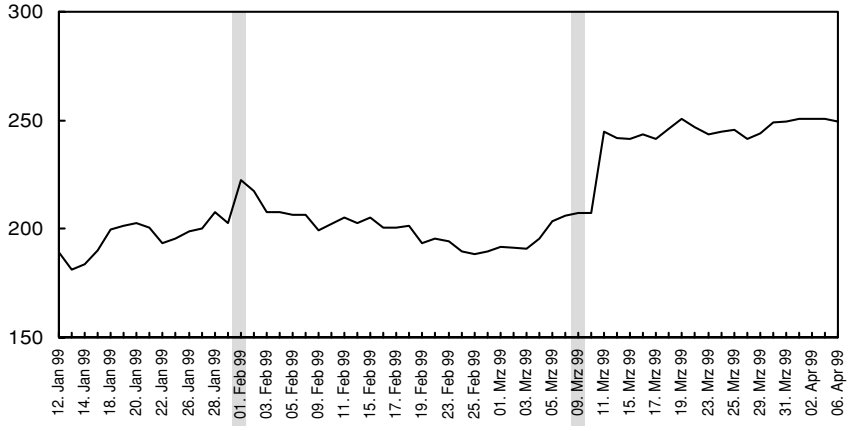
103 Vgl. *Peterson* (1989) für einen Überblick.

104 Eine Berücksichtigung des (lokalen) Gesamtmarktindex zusätzlich zum lokalen Branchenindex führt zu qualitativ identischen Ergebnissen. Vgl. auch *Cybo-Ottone/Murgia* (2000).

105 Vgl. *Beitel* (2002), S. 158.

106 Methodisch ist hierbei darauf hinzuweisen, dass durch die relativ langen betrachteten Ereignisfenster (von bis zu 61 Tagen) mögliche andere (nicht transaktionsbezogene) Ereignisse zu Verzerrungen der abnormalen Renditen führen können. Eine Analyse des betrachteten Zeitraums für alle drei Aktien zeigt aber keine signifikanten anderen Ereignisse auf. Die Diskussion fokussiert sich in diesem Zeitraum (erwartungsgemäß) nahezu ausschließlich auf die Übernahmeschlacht.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

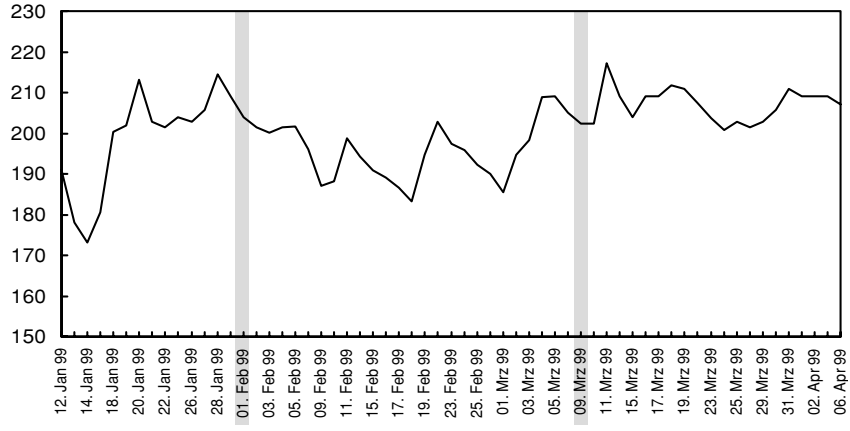
Abbildung 7: Kurzfristige Kursentwicklung (TRI) der Aktie von Paribas (EUR) um den 9. März

Auf Basis der bisherigen Forschung mit Fokus auf Europa kann erwartet werden, dass Paribas (als Target sowohl des Angebots von Société Générale als auch von BNP) einen positiven Ankündigungseffekt erfährt, wohingegen für BNP (als Käuferbank von Paribas) keine (signifikanten) abnormalen Renditen auftreten sollten. Für Société Générale als zweites Target des BNP-Gebots sind ebenfalls positive abnormale Renditen zu erwarten.[107] Eine erste grobe Indikation für die Ergebnisse liefert die Betrachtung der Kursentwicklung der Aktien von Paribas, Société Générale und BNP. Die Paribas-Aktie erfährt bereits im Vorfeld der Ankündigung des Gebots von Société Générale am 1. Februar eine positive Entwicklung mit einem deutlichen Anstieg – getrieben durch erste allgemeine Übernahmespekulationen im Bankenbereich sowie ein ohnehin positives Gesamtmarktumfeld. Am Tag der Ankündigung selbst (dem 1. Februar) steigt der Kurs um ca. 10 %, gibt in der Folgezeit diese Gewinne jedoch wieder ab. Am Tag nach der Ankündigung des Gegengebots durch BNP kommt es dann erneut zu einer deutlichen Reaktion von ca. 18 % und einer anschließenden Konsolidierung auf diesem erhöhten Niveau.

Bei BNP ist zunächst ebenfalls ein Anstieg aufgrund der allgemeinen Konsolidierungsphantasie und der übergreifenden, positiven Marktent-

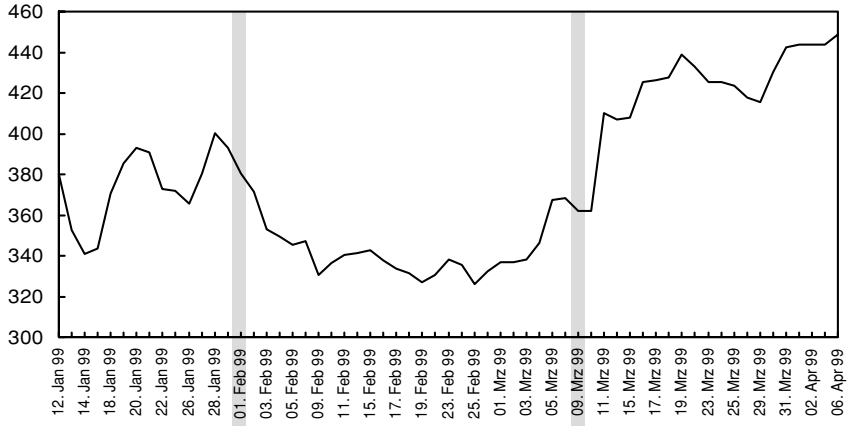
107 Vgl. *Beitel* (2002) und *Beitel/Schiereck* (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 8: Kurzfristige Kursentwicklung (TRI) der Aktie von BNP (EUR) um den 9. März



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 9: Kurzfristige Kursentwicklung (TRI) von Société Générale (EUR) um den 9. März

wicklung zu beobachten. Infolge des Gebots von Société Générale entwickelt sich der Kursverlauf jedoch sehr volatil mit leicht rückläufigem Trend. Vor dem eigenen Gebot für Paribas (am 9. März) kommt es jedoch

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zu einem leichten Anstieg und einer positiven Reaktion nach dem Gebot. Insgesamt erhöht sich der Kurs über die betrachteten 61 Tage im Gegensatz zu der positiven Entwicklung bei Paribas aber nur leicht. Société Générale erfährt als dritte Partei des Bieterwettstreits nach dem eigenen Gebot zunächst eine klar negative Kursentwicklung. Bereits im Vorfeld des Gegengebots durch BNP kommt es jedoch wieder zu einer deutlichen Erholung. Infolge des Gegenangebots setzt sich diese Tendenz (nach einem deutlichen Anstieg von ca. 13 % nach Ankündigung des Gegengebots) weiter fort, sodass insgesamt ein starker Anstieg über die gesamten 61 Tage zu beobachten ist.

Detaillierteren Aufschluss über die realisierten abnormalen Renditen über verschiedene Ereignisfenster gibt Tabelle 5, die die Berechnungen auf Basis des Marktmodells zusammenfasst.

Insgesamt spiegeln die gemessenen abnormalen Renditen die erwartete Kapitalmarktreaktion auf den Bieterwettkampf wider. Paribas erfährt – entsprechend auch der Erkenntnisse auf Basis bisheriger Studien – eine deutlich positive Reaktion verbunden mit einer starken Wertschaffung aufgrund der beiden Gebote. Société Générale zeigt zunächst im Rahmen des eigenen Gebots nur eine geringe Reaktion. Im Anschluss an das feindliche Gegengebot von BNP kommt es hier jedoch ebenfalls zu einer deutlichen Wertschaffung entsprechend der Konditionen des feindlichen Gebots von BNP. BNP schließlich erfährt im Rahmen des betrachteten kurzfristigen Ereignisfensters zunächst eine Wertvernichtung auch bedingt durch die beschriebene Unsicherheit über den Ausgang des eigenen Gebots. Nachdem so für das erste Ereignisfenster die kurzfristige Kapitalmarktreaktion analysiert wurde, stellt sich die Frage nach der Reaktion der Börse im weiteren Verlauf des Bieterwettstreits. Abbildung 10 fasst den gesamten Zeitraum zusammen.

Nach der beschriebenen Kapitalmarktreaktion auf die beiden Gebote schließt sich zwischen Mitte März und Ende Juli die „heiße“ Phase des Bieterwettstreits an. Die drei Aktien zeigen vor dem Hintergrund der in diesem Zeitraum stattfindenden Auseinandersetzung eine relativ volatile Entwicklung. Société-Générale-Aktien konsolidieren zunächst im April nach dem deutlichen Anstieg, der durch die Erwartung eines verbesserten Angebots für Paribas bzw. des Auftretens potenzieller „Weißer Ritter“ getrieben worden war. Bis Mitte Juni kommt es dann allerdings – nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund positiver Geschäftszahlen – zu einem weiteren deutlichen Anstieg. Auch die Aktien von Paribas und BNP erfahren einen Anstieg – ebenfalls getrieben durch positive Ge-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 5

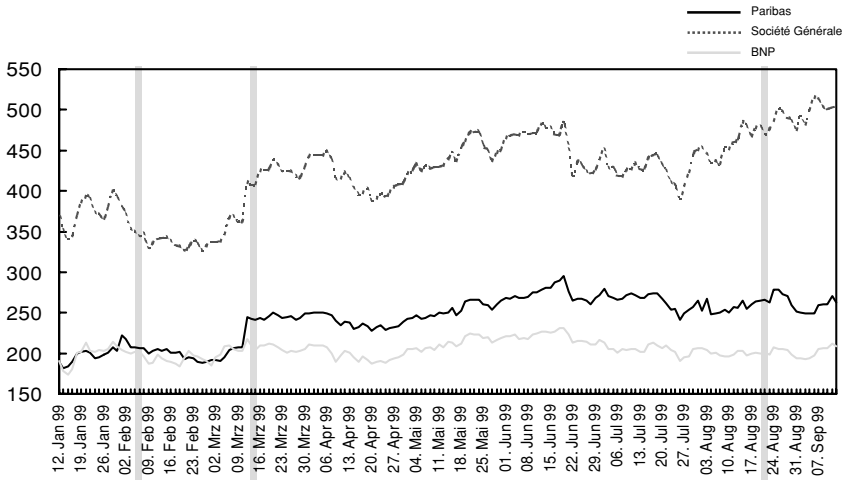
Kurzfristige abnormale Renditen um das Gegenangebot von BNP (9. März 1999)

Ereignisfenster (in Tagen)	Abnormale Rendite Paribas (in %)	Abnormale Rendite BNP (in %)	Abnormale Rendite Société Générale (in %)
[–40;0]	8,55	0,12	–3,97
[–35;0]	6,44	–1,40	–1,95
[–30;0]	9,04	–1,72	–1,18
[–25;0]	–2,79	1,49	–0,89
[–20;0]	–0,34	–1,23	1,15
[–15;0]	–1,76	–1,11	–0,39
[–10;0]	4,18	–4,66	5,48
[–5;0]	3,22	0,53	–0,51
[–2;0]	6,08	–3,51	4,43
[–1;0]	3,48	–1,09	0,84
[0]	**1,60**	**0,00**	**–0,43**
[–1;+1]	3,04	–1,95	0,08
[–2;+2]	18,26	–5,79	8,53
[–5;+5]	15,04	–5,45	7,43
[–10;+10]	17,40	–12,00	15,13
[–15;+15]	13,50	–8,78	9,66
[–20;+20]	13,94	–10,88	13,20

Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

schäftsergebnisse. Paribas erhält am 14. Juni durch das verbesserte Angebot von Société Générale noch einen weiteren positiven Impuls. Mit der Entscheidung der französischen Behörden, den Bieterwettstreit nach dem nachgebesserten Gebot von Société Générale „einzufrieren" und eine Verhandlungslösung herbeizuführen, kommt es am 22. Juni zu einer deutlichen Korrektur und Verlusten aller drei Aktien. Nach dem direkten Scheitern der Verhandlungslösung am 30. Juni können diese jedoch einen großen Teil der zuvor erlittenen Verluste wieder wettmachen, da Investoren sich vor dem Hintergrund der erwarteten Fortsetzung des Bieterwettstreits entsprechend positionieren. Zusätzlich stabilisierend wirkt sich zu diesem Zeitpunkt das direkt nach dem Scheitern der Verhand-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 10: Überblick Kursentwicklung (TRI) der drei Parteien im Laufe des Bieterwettstreits

lungen abgegebene, ebenfalls nachgebesserte Angebot von BNP für Société Générale und Paribas aus.

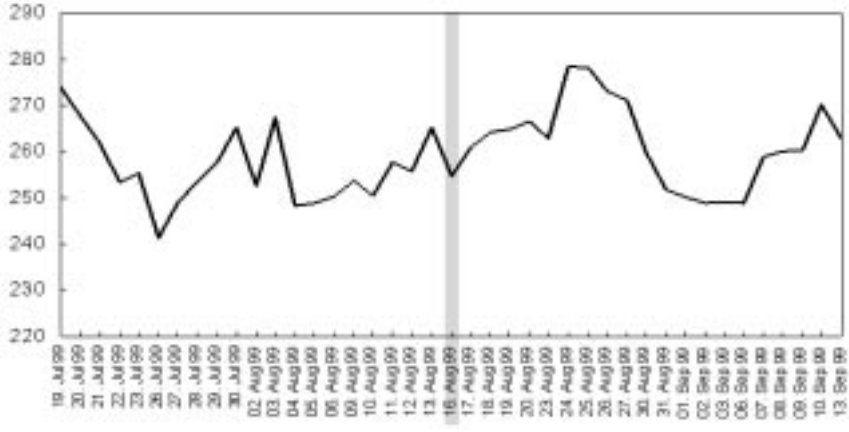
Die Endphase des Bieterwettstreits – beginnend ab Mitte Juli 1999 – liegt im Fokus des zweiten Teils der Ereignisstudie. Die bereits in Abbildung 10 grob ablesbare Entwicklung wird deutlicher bei Betrachtung der TRI-Entwicklung der drei Aktien innerhalb des maximalen Ereignisfensters von $T = [-20;+20]$ um den 16. August.[108]

Alle drei Aktien erfahren Ende Juli zunächst einen deutlichen Rückgang, der auf die zunehmende Unsicherheit der Investoren bezüglich des Ausgangs des Bieterwettstreits zurückzuführen ist. Im Vordergrund steht hierbei die bereits angesprochene Befürchtung, dass sich keines der beiden Angebote durchsetzen und sich damit kein klares Ergebnis einstellen würde.

Trotz einer teilweisen Erholung bleibt der Verlauf auch bis zum 16. August, dem Tag der Veröffentlichung der am 6. August ausgelaufenen feindlichen Gebote, höchst volatil. Hiernach entwickeln sich die Aktien

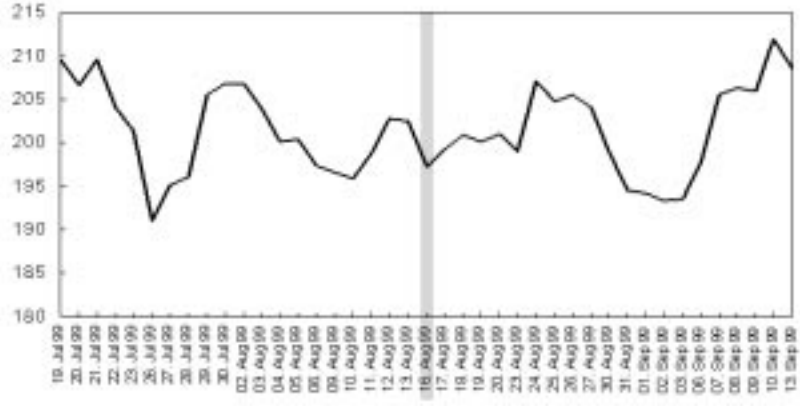
[108] Der 16. August ist der erste Handelstag nach Kommunikation der Ergebnisse am 14. August.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 11: Kurzfristige Kursentwicklung (TRI) der Paribas-Aktie (EUR) um den 16. August

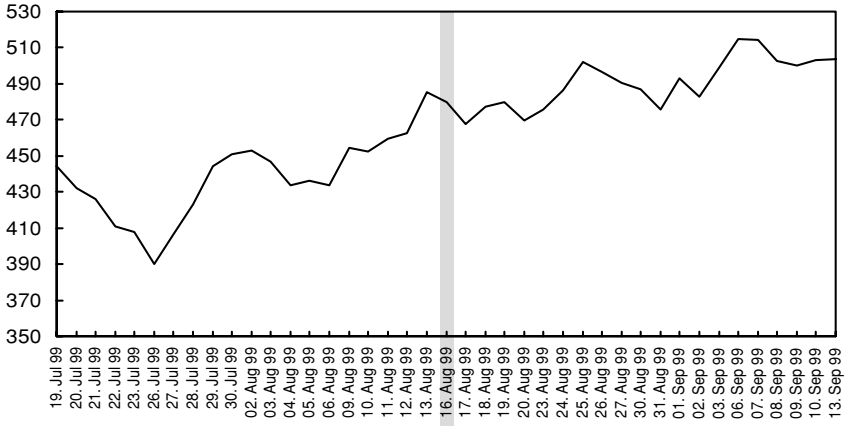


Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 12: Kurzfristige Kursentwicklung (TRI) der BNP-Aktie (EUR) um den 16. August

von BNP und Paribas – dem Ergebnis entsprechend – parallel und verzeichnen leichte Zugewinne. Deutlicher legt hingegen die Aktie von Société Générale zu.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 13: Kurzfristige Kursentwicklung (TRI) von Société Générale (EUR) um den 16. August

Tabelle 6

Kurzfristige abnormale Renditen um die Entscheidung der frz. Behörden (16. August)

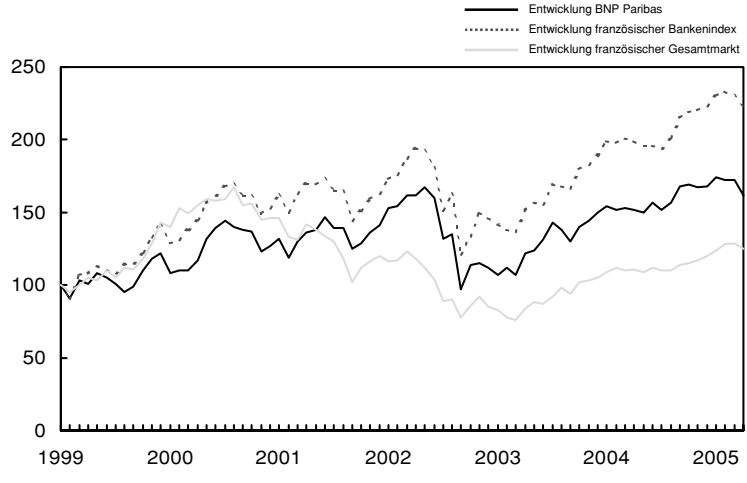
Ereignisfenster (in Tagen)	Abnormale Rendite Paribas (in %)	Abnormale Rendite BNP (in %)	Abnormale Rendite Société Générale (in %)
[–20;0]	–4,03	–7,61	10,15
[–15;0]	–1,23	–7,64	12,48
[–10;0]	–3,03	–6,21	5,95
[–5;0]	0,15	–4,02	6,91
[–2;0]	–2,17	–3,12	2,36
[–1;0]	–0,41	–3,44	3,23
[0]	**–2,92**	–1,24	**0,33**
[–1;+1]	2,04	–2,50	0,69
[–2;+2]	0,72	–2,79	0,60
[–5;+5]	2,02	–5,97	3,74
[–10;+10]	–2,69	–9,98	3,72
[–15;+15]	–6,33	–14,70	13,86
[–20;+20]	–3,73	–10,37	8,54

Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Detaillierteren Aufschluss über die realisierten abnormalen Renditen gibt Tabelle 6, die die Werte für die verschiedenen Ereignisfenster um den 16. August – als dem ersten Handelstag nach Kommunikation der Ergebnisse am 14. August – auf Basis des Marktmodells zusammenfasst. Société Générale weist als einziges der drei Unternehmen eine klar positive abnormale Rendite von ca. 8,5 % auf. Nach dem Scheitern des französischen Zusammenschlusses wird die Bank vom Kapitalmarkt selbst als Übernahmeziel gesehen.

Insgesamt ergibt sich bei kombinierter Betrachtung beider Ereignisfenster somit ein recht eindeutiges Bild: Paribas als Target der beiden Gebote erfährt – auch trotz der negativen abnormalen Performance im Rahmen der Endphase des Bieterwettstreits – insgesamt eine deutlich positive Performance. Für die Aktionäre der Bank wird damit ebenso deutlich Wert geschaffen wie für die Aktionäre von Société Générale, die über beide Ereignisfenster hohe abnormale Renditen erfahren. Dies reflektiert zum einen die Gebote BNPs und zum anderen die Erwartung einer weitergehenden Konsolidierung mit Société Générale als potenziellem Ziel. So eindeutig wie das Bild für Paribas und Société Générale ist, ist es auch für BNP: Für beide Ereignisfenster ergeben sich signifikant negative abnormale Renditen und eine hohe Wertvernichtung.



Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

Abbildung 14: Langfristige Kursentwicklung (TRI) von BNP Paribas (EUR)

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Aufgrund der hohen Komplexität von M&A-Transaktionen allgemein und der insgesamt (vor allem in den USA) beobachteten langfristig negativen Bewertung von Zusammenschlüssen im Bankenbereich kann diese Analyse der kurzfristigen Kapitalmarktreaktion jedoch nur ein vorläufiges Bild bieten.[109] Deshalb erfolgt hier zusätzlich die Betrachtung der mittel- und langfristigen Kursperformance des Zusammenschlusses von BNP und Paribas. Abbildung 14 zeigt den langfristigen Kursverlauf von BNP Paribas auf Basis monatlicher TRI-Daten. Die Darstellung beginnt Ende Februar 1999 (dem Monat vor Ankündigung des ersten Gebots) – hier als 100 gesetzt – und endet im Mai 2005. Zusätzlich zur Kursentwicklung der Aktie wird zum Vergleich die Entwicklung des französischen Bankenindex und des französischen Gesamtmarktindex gezeigt.

Es wird deutlich, dass sich die Aktie von BNP kontinuierlich signifikant schlechter entwickelt als der französische Bankenindex. Zur Kalkulation der langfristigen Überrenditen und damit der langfristig realisierten Wertschaffung werden in einem ersten Ansatz erneut die beiden Parameter α_i und β_i mittels einer linearen Regression (OLS-Regression) geschätzt – jetzt aber auf Basis der entsprechenden monatlichen Aktienrenditen. Hierzu wird ein Zeitraum von 36 Monaten beginnend 40 Monate vor dem Monat der Ankündigung der Transaktion (März 1999) verwendet.[110] Auf Basis der so bestimmten Modellgleichung werden nun die erwarteten (monatlichen) Renditen ermittelt.[111] Durch Subtraktion von den tatsächlich realisierten Renditen ergeben sich für die betrachteten Ereignisfenster die abnormalen Renditen und hiermit die durch die Transaktion realisierte Wertschaffung. Für die einzelnen Ereignisfenster

---

109 Vgl. *DeLong/DeYoung* (2003), S. 3. *Flannery* (1999) beschreibt die Schwierigkeiten der Bewertung von M&A-Transaktionen in einem sich schnell verändernden Umfeld.

110 Der Monat vor der Ankündigung der Transaktion (Februar) wird im Rahmen der Ermittlung der abnormalen Renditen mit berücksichtigt, um potenzielle Insiderinformationen in die Berechnung mit einzubeziehen. Für die Schätzung der Parameter werden drei Monate (November 1998 bis Januar 1999) nicht mit berücksichtigt, um potenzielle weitere Effekte der Transaktion auszuschließen. Grundsätzlich ist aber anzumerken, dass es z.B. durch weitere Transaktionen von BNP in dem betrachteten Dreijahreszeitraum zu potenziellen Verzerrungen der Ergebnisse kommen kann, die im Rahmen dieses Ansatzes nicht zu vermeiden sind. Im Folgenden wird deshalb ein stabileres Verfahren dargestellt.

111 Wenn Investment-Banking-Aktivitäten mit einem höheren systematischen Risiko als Retail/Commercial-Banking-Aktivitäten verbunden sind, unterschätzt dieser Ansatz das systematische Risiko von BNP Paribas nach dem Zusammenschluss. Die ausgewiesenen negativen Überrenditen sind demnach als konservativ einzustufen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 7

Langfristige abnormale Aktienrenditen für BNP Paribas

Betrachtungszeitraum	Abnormale Rendite BNP Paribas (in %)
[–1–11 Monate]	–24,59
[–1–23 Monate]	–31,77
[–1–35 Monate]	–28,81

Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

werden die abnormalen Renditen kumuliert. Tabelle 7 gibt hierzu einen Überblick.

Für BNP Paribas ergibt sich über alle drei Betrachtungshorizonte eine negative abnormale Rendite zwischen ca. –25 % und –32 %. Diese Ergebnisse, die eine äußerst hohe Wertvernichtung im Zeitverlauf belegen, stützen damit die Resultate der zuvor beschriebenen kurzfristigen Analyse. Die ursprünglich negative Einschätzung des Kapitalmarkts zum Zeitpunkt der Ankündigung bzw. der Finalisierung des Bieterwettstreits fand auch mittel-/langfristig eine Fortsetzung als deutliche Underperformance gegenüber dem Vergleichsindex der französischen Banken.

Dieses hier vorgestellte Modell mit der Messung der langfristigen abnormalen Renditen (analog zu kurzfristigen Ereignisstudien) über ein einfaches Marktmodell wird zwar in vielen Studien verwendet, hat aber jüngst umfangreiche methodische Kritik erfahren: So verweisen Barber und Lyon (1997), Kothari und Warner (1997), Couts et al. (1997), Fama (1998), Lyon et al. (1999), Cowan und Sergeant (1999), Mitchell und Stafford (2000), Brav (2000), Ikenberry und Ramnath (2002) und Ho (2003) auf die zahlreichen zu berücksichtigenden Besonderheiten und möglichen Verzerrungen bei der Ermittlung der langfristigen abnormalen Renditen. Sie schlagen deshalb unterschiedliche, weiterentwickelte Verfahren zur Berechnung der erwarteten Rendite und der Ausgestaltung der statistischen Verfahren zur Messung langfristiger abnormaler Renditen vor. Gleichzeitig verweisen sie ausdrücklich auf die Schwächen und die eingeschränkte Aussagekraft bei der Verwendung einfacher Marktmodelle.

Eines der vorgeschlagenen Verfahren ist der Kontrollgruppenansatz – hier wird die abnormale Rendite im Vergleich zu einer Kontrollgruppe von Unternehmen ermittelt. Dieses Vorgehen wird aufgrund seiner in der

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Literatur beschriebenen Stabilität auch hier verwendet:[112] Betrachtet werden die 40 größten Banken Europas (nach Marktkapitalisierung im Jahr 1999). Aus diesen Banken wird eine Kontrollgruppe von fünf Banken ermittelt, die relativ zu BNP Paribas[113]

- eine vergleichbare Größe (gemessen an der Marktkapitalisierung[114]) und
- eine vergleichbare Market-to-Book-Ratio[115] (Marktwert im Verhältnis zum Buchwert)

haben. Diese Kriterien reflektieren (durch die Größe) eine grundsätzliche Vergleichbarkeit der Renditeentwicklung und (durch die Market-to-Book-Ratio) vergleichbare Wachstumserwartungen für die Banken. Als Kontrollgruppe wurden ermittelt: BBVA (Spanien), Fortis (Belgien), Deutsche Bank (Deutschland), ABN Amro (Niederlande) und Société Générale (Frankreich). Für die betrachteten Ereignisfenster wurde nun die durchschnittliche Rendite der Kontrollgruppe gebildet – ermittelt als einfacher Durchschnitt der entsprechenden Renditen der fünf Banken. Zur Ermittlung der abnormalen Rendite wurde die tatsächliche Aktienrendite von BNP Paribas um diese durchschnittliche Rendite der Kontrollgruppe bereinigt. Die Ergebnisse zeigt Tabelle 8.

Tabelle 8

Langfristige abnormale Renditen auf Basis des Kontrollgruppenansatzes

Betrachtungszeitraum	Rendite Kontrollgruppe (in %)	Rendite BNP Paribas (in %)	Abnormale Rendite BNP Paribas (in %)
[–1–11 Monate]	+22,81	+10,80	–12,01
[–1–23 Monate]	+52,00	+33,60	–18,40
[–1–35 Monate]	+37,52	+50,31	+12,79

Quelle: Eigene Darstellung, Datastream

112 Für eine Diskussion des Kontrollgruppenansatzes vgl. die zuvor genannten Quellen.

113 Die Betrachtung beschränkt sich hierbei auf BNP Paribas.

114 Basierend auf der Marktkapitalisierung vom 31.12.1999, um Effekte der Transaktion zu berücksichtigen.

115 Basierend auf Markt- und Buchwerten zum 31.12.1999.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auf Basis des Kontrollgruppenansatzes ergibt sich eine stark negative abnormale Rendite über 12 und 24 Monate. Aber bei Betrachtung von 36 Monaten ergeben sich positive abnormale Renditen im Vergleich zum Durchschnitt der fünf Kontrollbanken. Grundsätzlich erscheinen der Kontrollgruppenansatz und seine Ergebnisse robuster als Resultate des Marktmodells. Die hier abgeleiteten Ergebnisse für den Zeitraum von 12 bzw. 24 Monaten stützen klar die Resultate der vorhergehenden kurz- und langfristigen Ereignisstudie auf Basis des Marktmodells. Auch im Vergleich zu den fünf Kontrollbanken kann somit eine signifikante Wertvernichtung nachgewiesen werden, die die Skepsis des Kapitalmarkts gegenüber der Transaktion insgesamt sowie gegenüber den ersten Ergebnissen des Zusammenschlusses (im Zeitraum der ersten zwei Jahre) widerspiegelt. Die positive abnormale Performance nach 36 Monaten, die diese negative Tendenz umkehrt, überrascht vor diesem Hintergrund und bedarf einer entsprechenden Interpretation. Es stellt sich die Frage, ob trotz der zuvor abgeleiteten deutlich negativen Ergebnisse hierin ein Beleg für die langfristige Wertschaffung der Transaktion zu sehen ist (z. B. durch die Realisierung der entsprechenden zuvor beschriebenen strategischen Potenziale) oder ob potenzielle unternehmensspezifische Ereignisse der gewählten Kontrollunternehmen die ermittelten abnormalen Renditen verzerren bzw. ob nicht in direktem Zusammenhang mit der Transaktion stehende Ereignisse auf Seiten BNPs zu entsprechenden abnormalen Renditen führen.

Eine Betrachtung der entsprechenden Renditeentwicklung der Kontrollunternehmen bestätigt in der Tat bspw. bei Fortis aufgrund unternehmensspezifischer Entwicklungen relativ geringe Renditen über den betrachteten 36-Monatszeitraum. Gegenläufige Effekte (mit entsprechend relativ stark positiven Renditen) sind jedoch bei anderen der Referenzunternehmen zu beobachten, sodass nicht pauschal auf eine fehlspezifizierte Benchmarkrendite auf Basis des Kontrollgruppenansatzes und entsprechend nicht belastbare Ergebnisse geschlossen werden kann. Auch eine Betrachtung der weiteren Ereignisse nach der Transaktion mit potenzieller Kurswirkung bei BNP selbst erlaubt kein abschließendes Urteil. Zu nennen sind hier bspw. weitere Akquisitionen u. a. im Bereich Retail Banking in den USA (BancWest (2001) und United California Bank (2001)) ebenso wie strukturelle Veränderungen in der Gruppe (organisatorische Änderungen, Anpassungen des Portfolios etc.). Diese Veränderungen sind z. T. als unabhängig von dem Zusammenschluss mit Paribas anzusehen, andere sind jedoch eine direkte Folge (insbesondere die Anpassungen der Struktur) bzw. kamen erst auf Basis der durch die

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Fusion geänderten strategischen Position zustande und spiegeln damit die langfristigen positiven Effekte wider.

Insgesamt ist somit bei kombinierter Betrachtung der Ergebnisse der kurz- und langfristigen Ereignisstudie sowie der Ergebnisse des Kontrollgruppenansatzes über 12 bzw. 24 Monate eine deutliche Wertvernichtung in direkter Folge der Transaktion festzustellen. Die im Rahmen des Kontrollgruppenansatzes ausgewiesene positive Performance nach 36 Monaten deutet aber zumindest indikativ – wenn auch aufgrund der genannten nicht transaktionsbezogenen bzw. modellbedingten Effekte nicht vollumfänglich – auf positive langfristige Impulse der Transaktion hin. Die folgende Analyse der Entwicklung wesentlicher Bilanz- und GuV-Daten gibt in diesem Zusammenhang weitere Anhaltspunkte über die langfristigen Effekte der Transaktion und trägt damit dazu bei, diese Aussagen zur Wertschaffung bzw. Wertvernichtung weiter zu fundieren.

2. Bilanzielle Ergebnisse – Abbildung der verbesserten operativen Performance

Die in Kapitel V.1. beobachtete Wertschaffung reflektiert die Einschätzungen und Erwartungen des Kapitalmarkts. Den gewünschten zusätzlichen Aufschluss über die langfristig realisierte Wertschaffung bietet die Betrachtung der erzielten operativen Entwicklung, die aus den entsprechenden Bilanz- und GuV-Kennzahlen ermittelt werden kann. Diese bieten aber nur eine indirekte Messung des Transaktionserfolgs für die Aktionäre, wenn unterstellt wird, dass sich Verbesserungen der operativen Performance in einem entsprechend höheren Aktienkurs niederschlagen.

Tabelle 9 gibt in diesem Zusammenhang einen Überblick über die zentralen Rechnungslegungsgrößen von BNP Paribas im Zeitverlauf. Mit dem Zusammenschluss kommt es zunächst zu dem entsprechenden „Größensprung“, ablesbar beispielsweise an der Entwicklung der Aktiva und des Eigenkapitals. Die Verbreiterung des Geschäftsmodells durch das insbesondere gebührengetriebene Geschäft von Paribas ist hierbei an dem ebenfalls deutlichen Sprung des Nichtzinsbezogenen-Ergebnisses ablesbar. Für die Jahre nach dem Zusammenschluss 1999 zeigen die zentralen Bilanz- und GuV-Zahlen eine sich fortsetzende positive Entwicklung der Bank. Die Aktiva und das Eigenkapital ebenso wie das Zinsergebnis erfahren ein über die Jahre hinweg deutliches Wachstum. Diese positive Entwicklung spiegelt zum einen weiteres externes Wachstum

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 9

Entwicklung zentraler Bilanz- und GuV-Kennzahlen von BNP Paribas im Zeitverlauf

Bilanz- und GuV-Größen (in Mrd. EUR)	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	CAGR 1999–2004 (%)
Aktiva	905,93	783,00	710,31	825,29	693,05	697,45	324,83	310,21	5,37%
Eigenkapital	35,76	34,10	31,96	28,69	25,20	23,78	12,02	10,77	8,50%
Kreditvolumen	258,08	221,97	225,34	234,91	230,91	213,40	148,67	135,39	3,88%
Zinsergebnis (netto)	6,41	6,79	5,71	4,54	4,35	3,96	3,74	3,68	10,12%
Anderes operatives Ergebnis	12,41	11,25	11,09	12,94	11,93	6,24	3,53	2,94	14,73%
Personalaufwand	11,59	11,29	10,96	10,93	10,44	6,74	5,02	4,67	11,45%
Risikovorsorge	0,68	1,36	1,47	1,31	1,14	0,70	1,20	1,03	–0,69%
Vorsteuerergebnis	6,82	5,44	4,81	6,21	6,18	2,61	1,60	1,27	21,13%
Nettoergebnis	4,99	3,96	3,64	4,39	4,55	1,63	1,17	0,97	25,08%

Quelle: Eigene Darstellung, BankScope

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

durch Akquisitionen, z.B. im Bereich des Retail Banking in den USA wider, reflektiert aber auch in den verschiedenen Geschäfts- und Produktbereichen realisierte Umsatzsteigerungen durch Synergien (bspw. aus einer verbreiterten Produktpalette oder Cross-Selling-Möglichkeiten auch über die Kerngeschäftsfelder hinweg).

Das Kreditvolumen wächst nur unterdurchschnittlich – und spiegelt hierbei den Fokus auf Bereiche mit höheren Wachstumspotenzialen wider (wie z.B. das Asset Management und das Private Banking). Gleichzeitig gelingt es BNP Paribas, durch die Integration und Verbesserung des Risikomanagement-Know-hows die Risikovorsorge sogar leicht zu senken. Im Vergleich zu 1999 erfahren Vorsteuer- und Nettogewinn einen deutlichen Anstieg. Die durch den Börsenboom und durch entsprechend exzellente Rahmenbedingungen insbesondere für die Geschäftsbereiche von Paribas (wie z.B. M&A-Advisory, Asset Management) hervorgerufenen Ergebnisse in den Jahren 2000/2001 können nach einem Gewinnrückgang 2002/2003 erst 2004 wieder erreicht werden. Zu einem im Zeitverlauf starken Anstieg kommt es weiterhin im Bereich des Personalaufwands. Eine deutliche Kostenreduktion ist hier – trotz der zuvor beschriebenen Umsetzung und Realisierung der kostenseitigen Synergien – nicht ablesbar.

Die Betrachtung zentraler Performancekennzahlen von BNP Paribas im Zeitverlauf stützt diese Ergebnisse. So kommt es zwar im direkten Anschluss an die Transaktion zu einer deutlichen Verbesserung der Rentabilität und der Effizienz (ablesbar an einer entsprechenden Verbesserung von RoAA, RoAE und Cost-Income-Ratio), die u.a. entsprechende kosten- und umsatzseitige Synergien reflektiert. Eine nachhaltige Verbesserung wird aber nach 2001 nicht mehr erreicht. Der RoAE ist sogar rückläufig und das für 2002 gesetzte Ziel von 16% RoE wird verfehlt.

Entsprechend der Vorgehensweise anderer Performancestudien[116] wird zur Fundierung dieser Ergebnisse nachfolgend zusätzlich eine Bereinigung der Kennzahlen um die durchschnittliche Marktentwicklung durchgeführt mit dem Ziel, die tatsächlichen Effekte des Zusammenschlusses von BNP und Paribas weiter herauszuarbeiten. Dazu erfolgt ein Rückgriff auf die in der Datenbank BankScope erfassten Bilanz-/GuV-Daten und zentralen Kennzahlen für die 50 größten französischen Banken (das betrachtete Sample repräsentiert in den meisten Kategorien wie z.B.

116 Vgl. mit Fokus auf europäische Bankentransaktionen z.B. *Vander Vennet* (1996).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 10

Zentrale unbereinigte Performancekennzahlen von BNP Paribas im Zeitverlauf

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Kennzahlen zur Profitabilität (in %)								
Zinsmarge (netto)	0,88	1,08	0,91	0,74	0,77	0,92	1,33	1,34
Netto-Zinsergebnis/durchschnittliche Aktiva	0,76	0,91	0,74	0,60	0,63	0,78	1,18	1,19
Vorsteuerergebnis/durchschnittliche Aktiva	0,78	0,72	0,57	0,69	0,68	0,54	0,33	0,30
RoAA	0,59	0,53	0,47	0,58	0,65	0,32	0,37	0,31
RoAE	14,28	11,98	11,99	16,28	18,57	9,10	10,26	8,98
Kennzahlen zur Effizienz (in %)								
Nicht zinsbezogener Aufwand/durchschnittliche Aktiva	1,45	1,69	1,62	1,61	1,67	1,46	1,96	1,84
Cost-Income-Ratio	61,58	62,56	65,21	62,55	64,12	66,07	69,02	70,56
Kennzahlen zur Bilanz-/Kapitalstruktur (in %)								
Kreditvolumen (netto)/Gesamtaktiva	28,49	28,35	31,73	28,46	33,32	30,60	45,77	43,64
Risikovorsorge/Kreditvolumen	0,26	0,61	0,65	0,56	0,49	0,33	0,81	0,76
Eigenkapitalquote	5,30	6,05	6,51	5,06	5,33	5,13	6,24	6,05
Gesamtkapitalquote	10,60	12,90	10,90	10,60	10,20	10,20	10,90	10,40

Quelle: Eigene Darstellung, BankScope

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bankaktiva oder Kreditvolumen signifikant mehr als 90 % des Gesamtmarktes).

Tabelle 11 zeigt diese um die durchschnittliche Marktentwicklung bereinigten Performancekennzahlen für BNP Paribas. Die Rentabilität erreicht gemessen am RoAE nur den Marktdurchschnitt bzw. bleibt trotz Verbesserung aufgrund der positiven Effekte des Zusammenschlusses im Zeitverlauf auf RoAA-Basis bzw. bei Betrachtung des Vorsteuerergebnisses im Verhältnis zu den durchschnittlichen Aktiva sogar dahinter zurück. Durch den Zusammenschluss kommt es zu einer deutlichen Verbesserung der Cost-Income-Ratio. Weitergehende umfangreiche Kostenreduktionen und damit verbundene Effizienz-/Rentabilitätssteigerungen können jedoch in den Folgejahren nicht mehr realisiert werden. Die Kapitalisierung bleibt im Marktvergleich ebenso unter dem Durchschnitt zurück.

Insgesamt kann somit eine Verbesserung der Bilanz- und GuV-Kennzahlen im Rahmen des Zusammenschlusses konstatiert werden. Rentabilität und Effizienz verbessern sich – insbesondere aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsstruktur der beiden Partner sowie der Realisierung der versprochenen Synergien. Signifikante weitere Verbesserungen von Rentabilität bzw. Effizienz sind in den Folgejahren jedoch nicht zu beobachten. Aufgrund der geringen Überschneidungen der Partner BNP und Paribas in ihren zentralen Geschäftsbereichen waren diese als Folge des Zusammenschlusses aber auch nur bedingt zu erwarten. Hierbei ist allerdings auch auf das schwierige wirtschaftliche Umfeld nach dem Zusammenbruch der Kapitalmärkte in 2001 hinzuweisen, das entsprechende Verbesserungen erschwerte – nichtsdestotrotz entwickelte sich BNP im Wesentlichen nicht besser als der Markt.

3. Gesamturteil

Die Ergebnisse sowohl der Ereignis- als auch der Performancestudie geben einen umfassenden Überblick über die im Rahmen der Transaktion erfolgte zunächst negative Wertschaffung. Deutlich wird bei den Analysen, dass bedingt durch die hohe Komplexität des Bieterwettstreits eine nur kurzfristig ausgerichtete Ereignisstudie (z. B. fokussiert auf die Ankündigung des Gegengebots von BNP) als nicht ausreichend erscheint, um die gesamte realisierte Wertschaffung zu erfassen. Erst durch die differenzierte Betrachtung, die zum einen die komplexen Markterwartun-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 11

Zentrale marktbereinigte Performancekennzahlen von BNP Paribas im Zeitverlauf

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Kennzahlen zur Profitabilität: BNP Paribas bereinigt um Marktdurchschnitt (in %)								
Zinsmarge (netto)	–0,76	–0,77	–0,93	–1,12	–1,04	–0,91	–0,39	–0,63
Netto-Zinsergebnis/durchschnittliche Aktiva	–0,75	–0,78	–0,94	–1,08	–1,02	–0,91	–0,45	–0,68
Vorsteuerergebnis/durchschnittliche Aktiva	–0,51	–0,59	–0,67	–0,86	–1,16	–1,54	–1,57	–1,13
RoAA	–0,55	–0,47	–0,53	–0,75	–1,02	–1,47	–1,23	–1,04
RoAE	0,5	–0,7	–0,5	0,7	–4,0	–13,6	–8,2	–8,6
Kennzahlen zur Effizienz: BNP Paribas bereinigt um Marktdurchschnitt (in %)								
Nicht zinsbezogener Aufwand/durchschnittliche Aktiva	–1,76	–1,60	–1,64	–1,78	–1,74	–1,94	–2,19	–1,87
Cost-Income-Ratio	–6,33	–2,79	–4,65	–5,88	–5,59	–1,73	1,12	1,74
Kennzahlen zur Bilanz-/Kapitalstruktur: BNP Paribas bereinigt um Marktdurchschnitt (in %)								
Kreditvolumen (netto)/Gesamtaktiva	–10,7	–13,0	–11,1	–14,8	–9,0	–11,0	3,7	–1,8
Risikovorsorge/Kreditvolumen	–0,01	0,11	0,22	0,04	0,07	–0,15	–0,09	0,00
Eigenkapitalquote	–2,04	–1,06	–0,24	–1,78	–1,33	–1,17	–0,79	–0,98
Gesamtkapitalquote	–1,5	–2,6	–4,7	–3,4	–1,9	–13,7	–5,2	–5,0

Quelle: Eigene Darstellung, BankScope

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gen im Rahmen des Bieterwettstreits darstellt und zum anderen weiterentwickelte Verfahren (wie den Kontrollgruppenansatz) verwendet, ist es möglich, die gesamte Kapitalmarktreaktion bereinigt um die parallele Gesamtmarktentwicklung abzubilden. Hierbei ergibt sich ein recht klares Bild: Die Ereignisstudien zeigen für Paribas als Target eine hohe Wertschaffung entsprechend dem BNP-Gebot. Société Générale erfährt im Rahmen des Gebots von BNP ebenfalls eine Wertsteigerung, die sich auch nach Beendigung des Bieterwettstreits fortsetzt. Für BNP belegt die kurzfristige Betrachtung der beiden Ereignisfenster ebenso wie die mittel-/langfristige Betrachtung auf Basis der zwei Ansätze (Marktmodell und Kontrollgruppenansatz) hingegen zunächst eine signifikante Wertvernichtung.

Gestützt werden diese Erkenntnisse auch durch die Performancestudie. Hiernach kommt es zwar in direkter Folge des Zusammenschlusses (als Ergebnis u. a. der Realisierung der Synergiepotenziale) zu Verbesserungen der Bilanz- und GuV-Kennzahlen. Aufgrund der fehlenden Überschneidungen in weiten Bereichen besteht aber nur wenig Raum für umfassende Effizienz-/Profitabilitätssteigerungen mit entsprechendem Werteffekt. Trotz dieser Wertvernichtung über den hier gewählten Betrachtungshorizont besitzt die Transaktion jedoch eine klare strategische Logik. Erst durch den Zusammenschluss mit Paribas gelang es BNP, sich unter den führenden Banken nicht nur in Frankreich, sondern europaweit zu positionieren – mit hohem Marktanteil in allen von BNP Paribas schwerpunktmäßig betreuten Geschäftsfeldern. Hieraus leiten sich erhebliche Potenziale z. B. im Rahmen weiterer Konsolidierungsschritte ab, die erst durch die mit dem Zusammenschluss mit Paribas erreichte kritische Größe realisiert werden können. Die positive abnormale Performance nach 36 Monaten kann daher als ein erstes Indiz für diese entsprechenden langfristigen Potenziale verstanden werden. Gleichzeitig relativiert dies auch die kurzfristig negative Entwicklung: Das Gegengebot und der resultierende Bieterwettstreit waren zwar defensiver Natur und erzwangen ein entsprechend hohes Gebot verbunden mit der entsprechenden Belastung und negativen kurzfristigen Effekten. Sie waren jedoch erforderlich, um zum einen die genannten strategischen Potenziale zu erreichen und um zum anderen (aus einer Opportunitätsbetrachtung) einer deutlichen Wertvernichtung infolge des Wegfalls eigener Konsolidierungsmöglichkeiten und einer starken nationalen und internationalen Konkurrenz bei einem Zusammenschluss von Société Générale und Paribas entgegenzutreten.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Zielsetzungen dieses Beitrags unterstreichen diese Ergebnisse auf methodischer Ebene die Vorteilhaftigkeit des Fallstudienansatzes für die Analyse der Wertschaffung nach Bankentransaktionen. Erst die differenzierte Betrachtung der einzelnen Schritte des Transaktionsprozesses erlaubt das gewünschte Verständnis über die erzielte Wertschaffung und über die ihr zugrunde liegenden Quellen. Hierbei wird deutlich, dass andere Ansätze (bspw. in Bezug auf die Erfassung der komplexen Kapitalmarkterwartungen oder die übergreifende und für die einzelne Transaktion unspezifische Festlegung der Benchmarks/Kontrollgruppen) hier nur unzureichenden Aufschluss bieten. Erst die integrierte Perspektive der Fallstudie, die wie hier die Ansätze der Ereignis- und Performancestudie mit integriert, und die hiermit verbundenen Stärken (wie bspw. die Abbildung der einzelnen Transaktionsschritte, die Erfassung der Markterwartungen, die Festlegung spezifischer Benchmarks/Kontrollgruppen) ermöglichen die gewünschte differenzierte Analyse der Wertschaffung. Dies unterstreicht die Vorteilhaftigkeit des Fallstudienansatzes sowie seine Bedeutung als wichtige Ergänzung zu den breit angelegten Performance- und Ereignisstudien.

Neben diesen methodischen Ergebnissen liefert die Case Study jedoch auch wichtige inhaltliche Ergebnisse, die auch über die hier betrachtete Transaktion hinaus Anhaltspunkte für die wertschaffende Strukturierung weiterer (feindlicher) Konsolidierungsschritte zwischen Europas Banken liefert. Hierbei lassen sich die Erfolgsfaktoren für zukünftige wertschaffende Transaktionen ganz konkret den Schritten des Transaktionsprozesses zuordnen.

Im Rahmen der *Festlegung der M&A-Strategie* scheinen sich für den Zusammenschluss von BNP und Paribas insbesondere als Erfolgsfaktoren hervorzuheben

- das Vorliegen einer klaren M&A-Strategie (basierend auf einer entsprechenden Gesamtstrategie: Schaffung eines nicht nur französischen, sondern europäischen „Champions“ der Bankenindustrie) als Basis für die Durchführung der Transaktion und

- die Bereitschaft zur Anpassung dieser Strategie und zu schnellem Handeln (hier in Form des Gegengebots) angesichts veränderter Wettbewerbsbedingungen (durch das entsprechende Gebot von Société Générale).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Beim folgenden Schritt des Transaktionsprozesses, der *Verhandlung* (hier in Form des Bieterwettstreits), erwiesen sich als wichtig zur Realisierung einer entsprechenden Wertschaffung

- der Versuch, einen Bieterwettstreit auch bei feindlichen Geboten grundsätzlich zu vermeiden (aufgrund der auch hier beobachtbaren negativen Auswirkungen auf die Höhe der Gebote und der hieraus resultierenden Belastung für die Realisierbarkeit von Wertschaffungspotenzialen),
- die Verkürzung eines entsprechenden Bieterwettstreits (falls sich dieser als erforderlich erweist), um hieraus resultierende Belastungen weitestgehend zu vermeiden, und
- die geeignete, durch Sachlichkeit und möglichst wenig „Feindlichkeit" geprägte Kommunikation mit dem Kapitalmarkt ebenso wie mit anderen Stakeholdern (wie z. B. den Gewerkschaften, der Politik oder dem Regulator – insbesondere aber der Belegschaft, um diese auch an das neue Unternehmen zu binden).

Die *Integration* gab schließlich Hinweise zur Identifikation weiterer Erfolgsfaktoren. Diese umfassen insbesondere

- die schnelle Festlegung der neuen Organisationsstruktur, insbesondere bei Transaktionen, die (wie hier) aufgrund ihres Volumens eine umfassende Neuorganisation bzw. zumindest umfassende organisatorische Anpassungen auch aufseiten der Käuferbank erfordern,
- die kurzfristige Benennung des (neuen) Managements zur Vermeidung von Unsicherheiten in der neuen Organisation,
- die Festlegung einer – trotz hoher Komplexität der Transaktion – klaren und leicht verständlichen Organisationsstruktur für die Integration selbst (hier ca. 450 Arbeitsgruppen koordiniert durch 35 Task Forces),
- das Bestehen eines klar definierten Integrationsprozesses mit der zeitlichen und inhaltlichen Priorisierung zentraler Projekte und Maßnahmen,
- die Berücksichtigung kultureller Gegensätze im Rahmen der Integration, insbesondere nach einer feindlichen Übernahme/einem Bieterwettstreit, und die klare Einbindung des Targets unter Berücksichtigung der entsprechenden Spezifika (hier durch die frühzeitige Betonung des nach feindlicher Übernahme nun freundlichen Charakters

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Integration und durch das entsprechende Einräumen eines hohen Gewichts von Paribas in der neuen Organisation),

- die rasche Umsetzung der gesamten Integration basierend auf der entsprechend festgelegten Struktur/dem festgelegten Prozess („6 Days, 6 Weeks, 6 Months"),
- die hieraus resultierende kurzfristige Erreichung bereits signifikanter Ergebnissteigerungen innerhalb von nur einem Jahr,
- das Aufstellen klarer Performance- und Synergieziele verbunden mit entsprechenden einheitlichen Risikomanagement- und Controllingprozessen/-strukturen und
- die nachhaltige Implementierung von Effizienzsteigerungsprogrammen auch über die ursprünglich angekündigten Synergiepotenziale hinaus (hier nicht erfüllt).

Während die Mehrzahl der beschriebenen Erfolgsfaktoren und Implikationen eine besonders hohe Relevanz bei den hier im Fokus stehenden feindlichen Übernahmen hat (bspw. die besonderen Anforderungen an die Kommunikation und an die Integration des Targets), gelten diese Faktoren entsprechend aber auch für zukünftige freundliche Konsolidierungsschritte in der europäischen Bankenindustrie. Die abgeleiteten Ergebnisse sind in einem nächsten Schritt einer empirischen Vertiefung durch weitere Fallstudien sowie ggf. durch eine gezielte großzahlige Betrachtung der Erfolgsfaktoren zu unterziehen, um die gewünschte Verallgemeinerbarkeit der Ergebnisse sicherzustellen. Ein erster Vergleich mit den bisherigen Forschungsergebnissen (bspw. von Danzmayr et al. (2001), Kaplan et al. (1997) etc., die vergleichbare Erfolgsfaktoren ableiten) stützt die Ergebnisse jedoch bereits. Dies unterstreicht erneut die Vorteilhaftigkeit der Fallstudie als wichtige ergänzende Methodik neben breiten Querschnittsanalysen.

VI. Ausblick

Im Fokus dieses Beitrags stand die Analyse der Wertschaffung bzw. Wertvernichtung durch den Zusammenschluss von BNP und Paribas – als einem der wichtigsten nationalen Konsolidierungsschritte in der europäischen Bankenindustrie in den letzten Jahren – mithilfe des Fallstudienansatzes. Die Analyse basierte auf einer detaillierten Betrachtung des Bieterwettstreits, der Ableitung der M&A-Strategie sowie der Beschreibung des Integrationsprozesses. Dieser Fokus sowohl auf die Hin-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tergründe der Transaktion und die Durchführung des Integrationsprozesses als auch auf die realisierte Wertschaffung des Zusammenschlusses vermittelt einen Überblick über die Komplexität einer solchen Transaktion und erlaubt die Ableitung wichtiger Implikationen und Erfolgsfaktoren für die erwartete künftige Konsolidierung (gerade in Form feindlicher Transaktionen).

Neben diesen inhaltlichen Aspekten wurde auf der methodischen Ebene gleichzeitig die Eignung des Fallstudienansatzes für die Betrachtung von Bankentransaktionen herausgearbeitet: Die Vielzahl der dokumentierten Einzelerkenntnisse auf Basis der Analyse des Transaktionsprozesses über mehrere Jahre zeigt (im kritischen Vergleich mit den klassischen Ansätzen) die Vorteilhaftigkeit des Einsatzes von Case Studies als ergänzende Methodik neben den bisher verwendeten Querschnittsbetrachtungen der Ereignis- und Performancestudien. Dies gilt gerade für den Bereich Mergers & Acquisitions, der sich seit mehr als einer Dekade dadurch auszeichnet, dass (insbesondere kapitalmarktorientierte) Querschnittsbetrachtungen die durchschnittliche Erfolglosigkeit von Akquisitionen und Mergers feststellen, ohne abschließende Evidenz für die Faktoren bieten zu können, die solche Transaktionen in der zukünftigen praktischen Umsetzung erfolgreicher machen.

Literatur

Barber, B./*Lyon,* J. (1997): Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: the Empirical Power and Specification of Test Statistics, in: Journal of Financial Economics, 43, S. 341–372. – *Beitel,* P. (2002): Akquisitionen und Zusammenschlüsse europäischer Banken, Wiesbaden. – *Beitel,* P./*Schiereck,* D. (2003): Zum Erfolg von Akquisitionen und Zusammenschlüssen zwischen Banken: eine Bestandsaufnahme der empirischen Forschung, in: Österreichisches Bankarchiv, 51, S. 501–515. – *Brav,* A. (2000): Inference in Long-horizon Event Studies: A Parametric Bootstrap Approach with Application to Initial Public Offerings, in: Journal of Finance, 55, S. 1979–2016. – *Couts,* A./*Mills,* T./*Roberts,* J. (1997): Time Series and Cross-section Parameter Stability in the Market Model, in: European Journal of Finance, 1, S. 279–309. – *Cowan,* A./*Sergeant,* A. (1999): Interacting Biases, Non-normal Return Distributions and the Performance of Tests for Long-horizon Event Studies, Working Paper, Iowa State University, College of Business. – *Cybo-Ottone,* A./*Murgia,* M. (2000): Mergers and Shareholder Wealth in European Banking, in: Journal of Banking and Finance, 24, S. 831–859. – *Danzmayr,* J./*Kirmsse,* S./*Wurzer,* W. (2001): Fusion der SKWB Schoellerbank – Fusionserfolg durch klare Strategie und straffes Umsetzungsmanagement, in: Mergers & Acquisitions: Konzeption, Instrumentarium, Fallstudien, Girkinger, W. und H. Stiegler (Hrsg.), Linz. – *DeLong,* G./*DeYoung,* R. (2003): Learning in Capital Markets: Evidence from Commercial Bank M&As, Working Paper eingereicht für das FMA Annual Meeting

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2003. – *Fama,* E. (1998): Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, in: Journal of Financial Economics, 49, S. 283–306. – *Flannery,* M. (1999): Comment on Milbourn, Boot, Thakor, in: Journal of Banking and Finance, 23, S. 215–220. – *Ho,* K. (2003): Long-run Stock Price Performance after IPOs: What do Tests for Stochastic Dominance Tell Us?, in: Applied Economics Letters, 10, S. 15–19. – *Ikenberry,* D./*Ramnath,* S. (2002): Underreaction to Self-selected News: The Case of Stock Splits, in: Review of Financial Studies, 15, S. 489–526. – *Kaplan,* S./*Mitchell,* M./*Wruck,* K. (1997): A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets, Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business, Juli 1997. – *Kothari,* S./*Warner,* J. (1997): Measuring Long-horizon Security Price Performance, in: Journal of Financial Economics, 43, S. 301–339. – *Lyon,* J./*Barber,* B./*Tsai,* C. (1999): Improved Methods for Tests of Long-run Abnormal Stock Returns, in: Journal of Finance, 54, S. 165–190. – *Mitchell,* M./*Stafford,* E. (2000): Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance, in: Journal of Business, 73, S. 287–329. – *Peterson,* P. (1989): Event Studies: A Review of the Issues and Methodologies, QREB, Sommer 1989. – *Vander Vennet,* R. (1996): The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions, in: Journal of Banking and Finance, 20, S. 1531–1558.

Zusammenfassung

Wertschaffung durch feindliche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie? – Das Beispiel BNP und Paribas – (Teil II)

Wird durch M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie Shareholder Value generiert? Vor dem Hintergrund des scheinbaren Widerspruchs zwischen starker und jüngst erneut zunehmender M&A-Tätigkeit in der Bankenindustrie einerseits und der auf Basis der Forschung dokumentierten mangelnden Wertschaffung der Transaktionen (insbesondere für die jeweiligen Käuferbanken) andererseits wird in der Literatur vermehrt auf die Notwendigkeit einer differenzierteren Individualbetrachtungsweise in Form von Fallstudien (Case Studies) hingewiesen, die über die bisherigen Forschungsansätze hinausgeht und den Spezifika der einzelnen Transaktionen Rechnung trägt. Im Fokus dieses Beitrags steht daher die Analyse der Wertschaffung bzw. Wertvernichtung durch den Zusammenschluss von BNP und Paribas – als einem der wichtigsten nationalen Konsolidierungsschritte in der europäischen Bankenindustrie in den letzten Jahren – mithilfe des Fallstudienansatzes. Die Analyse basiert auf einer detaillierten Betrachtung des Bieterwettstreits, der Ableitung der M&A-Strategie sowie der Beschreibung des Integrationsprozesses (im Teil I des Beitrags). Dieser Fokus sowohl auf die Hintergründe der Transaktion und die Durchführung des Integrationsprozesses als auch auf die realisierte Wertschaffung des Zusammenschlusses vermittelt einen Überblick über die Komplexität einer solchen Transaktion und erlaubt die Ableitung wichtiger Implikationen und Erfolgsfaktoren für die erwartete künftige Konsolidierung der Bankenindustrie (gerade in Form feindlicher Transaktionen). Neben diesen inhaltlichen Aspekten wird auf der methodischen Ebene (in Teil I)

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die Eignung des Fallstudienansatzes für die betrachtete Forschungsfrage herausgearbeitet: Die Vielzahl der dokumentierten Einzelerkenntnisse auf Basis der Analyse des Transaktionsprozesses über mehrere Jahre zeigt (im kritischen Vergleich mit den klassischen Ansätzen) die Vorteilhaftigkeit des Einsatzes von Fallstudien als ergänzende Methodik für die Betrachtung von Bankentransaktionen neben den bisher verwendeten Querschnittsbetrachtungen der Ereignis- und Performancestudien. (JEL G14, G21, G34)

Summary

Value Generation through M&A Transactions in the European Banking Industry? – The BNP and Paribas Example – (Part II)

Do M&A transactions in the European banking industry generate shareholder value? Against the background of the described contradiction apparently existing – on the one hand – between strong M&A activities, on the increase again in the banking industry of late, and the lack of value generation through M&A transactions as documented on the basis of research (especially for the respective buying banks) on the other, the academic literature has increasingly drawn attention to the need for proceeding in a more differentiated individualised manner by using case studies extending beyond previous research approaches and taking account of the special characteristics of anyone transaction. This article, using the case study approach, therefore focuses on the analysis of value generation and, respectively, value destruction as a result of the amalgamation of BNP and Paribas which represents one of the most important national consolidation steps in the European banking industry in recent years. The analysis is based on a detailed evaluation of the competitive bidding process, on the manner in which the M&A strategy has been deduced as well as on a description of the integration process (part I of this article). Focusing this article on the background conditions of the transaction and the implementation of the process of integration as well as on the value generation achieved through the transaction permits an overview of the complexity of such a transaction as well as conclusions for important implications and success factors concerning the expected consolidation of the banking industry in future (especially through hostile transactions). In addition to these contentual aspects (part I), the usefulness of the case study approach for analysing the issue has been proven. The multitude of details obtained from analysing the transaction process for several years shows (on the basis of a critical comparison with the classic approaches) that the use of case studies is appropriate as a complementary method for evaluating M&A transactions in banking in addition to the previously applied cross-sectional approach of event and performance studies.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.40.4.553 | Generated on 2025-12-17 00:36:22
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/