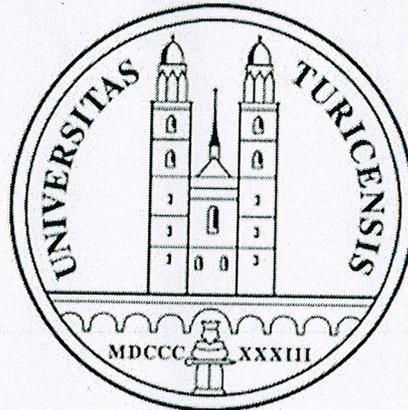


**Earnings bei Unternehmensakquisitionen:
Eine empirische Analyse**

HODEL THOMAS

BACHELORARBEIT IN CORPORATE FINANCE



Universität Zürich

Institut für Banking & Finance

Prof. Alexander Wagner, Ph. D

Andrin Bögli

20. August 2014

Abstract

Diese Arbeit präsentiert neue Ergebnisse im Bereich der Ankündigungseffekte aktuellster Mergers & Acquisitions (M&A)-Transaktionen von US-börsenkotierten Käuferunternehmen. Gerade in Zeiten der globalen Finanzkrise eignen sich Earnouts besonders, um den erhöhten Informationsasymmetrien im Rahmen einer Unternehmensakquisition begegnen zu können. Es wird präsentiert, dass der Effekt von Earnouts auf die Wertentwicklung von US-Käuferunternehmen im Schnitt gegenüber von Nicht-Earnout-Transaktionen (Cash, Shares, Hybrid, Other) negativ ausfällt. Anhand eines logistischen Modells wird aufgezeigt, welche Faktoren einen Earnout-Einsatz begünstigen und welche behindernd wirken. Die neue empirische Evidenz zeigt, dass neben firmen- sowie transaktionsspezifischen Merkmalen auch die wirtschaftliche Gesamtsituation die Entscheidung für eine Zahlungsmethode beeinflusst.

Executive Summary

Problemdarstellung

In einer Welt in der Globalisierung und Weltmärkte eine immer wichtigere Rolle erhalten, bilden M&A-Transaktionen eine gelungene Möglichkeit für die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit und -macht. Divergierende Preisvorstellungen setzen die Aktionäre des bietenden sowie des Zielunternehmens jedoch starken Bewertungsrisiken aus. Hintergrund dieser Bewertungsdivergenzen bildet die Informationsasymmetrie der Akteure sowie die mangelnde Fähigkeit das Synergiepotenzial zu quantifizieren. Während die Käufer das Target erfahrungsgemäss unterbewerten, hat die Gegenpartei einen Anreiz dem Zielunternehmen einen deutlich höheren Wert beizumessen. Eine immer öfters eingesetzte Lösungsvariante bieten bedingte, variable Kaufpreisanpassungen (Earnouts), wobei ein Anteil des Kaufpreises zu einem späteren Zeitpunkt erfolgsabhängig bezahlt wird. Die Aktionäre des verkaufenden Unternehmens erhalten gewissermassen eine Option, da der Verkäufer im Falle einer positiven Entwicklung der Bemessungsgrundlage eine zusätzliche Zahlung erhält. Earnout-Vereinbarungen sind des Öfteren verwendete Mittel, solchen Informationsasymmetrien begegnen zu können.

Im Vorfeld ist es jedoch unerlässlich sich über die Funktionsweise, die zu vereinbarenden Erfolgsindikatoren, sowie die Chancen und Risiken für die Vertragspartner zu informieren. Mit diesem Hintergrundwissen ist es möglich, eine für beide Parteien zufriedenstellende Übereinkunft zu treffen und bereits bei der Vereinbarung die Aspekte zu berücksichtigen, die nach Vertragsschliessung zu Konflikten führen könnten.

Ältere US-Studien wie Cain, Denis, and Denis (2011) und Kohers and Ang (2000) weisen einen Earnout-Einsatz in 3.9% bzw. 5.6% aller Transaktionen aus. Die deutliche Zunahme von Earnout-Klauseln in der vorliegenden US-Studie mit 11.3% widerspiegelt die Wichtigkeit der empirischen Untersuchungen dieser Studie.

Vorgehen

In der vorliegenden Arbeit soll die Bewertung von Earnouts durch den Kapitalmarkt im Zeitfenster von [-2/+2] um den Tag der Ankündigung der Transaktion untersucht werden. Dabei wird basierend auf der Kapitalmarkttheorie eine Ereignisstudie induziert. Diese Studien werden bereits seit langem für die Performancemessung von M&A-Transaktionen

verwendet. Bis anhin fehlt jedoch eine neuere Studie mit Transaktionen von börsenkotierten US-Unternehmen. Verschiedene Untersuchungen wie Ang and Kohers (2001), Datar, Frankel, and Wolfson (2001), Reuer, Spence, and Stiglitz (2005) und Officer, Poulsen, and Stegemoller (2008) bauen zwar grösstenteils auf Daten US-amerikanischer Transaktionen auf, jedoch ist deren Sample bereits einige Jahre alt und die Ergebnisse decken sich nicht mit den jüngsten Untersuchungen aus Barbopoulos and Sudarsanam (2012) und Wilson and Barbopoulos (2013). Neure Würdigungen zur Eruiierung möglicher Besonderheiten im Einsatz von Earnouts in der Zeit kurz vor, während und kurz nach der US-Finanzkrise gibt es jedoch noch nicht. Auch die Frage, welche Faktoren die Verwendung eines Earnouts begünstigen bleibt in den Vereinigten Staaten bis auf Kohers and Ang (2000) weitgehend unbeobachtet.

Um die Analyse der empirischen Ergebnisse besser verstehen zu können, werden in einer Einführung die Funktionsweise, Einsetzbarkeit und Gestaltungsmöglichkeit von variablen Kaufpreisbedingungen bei M&A-Transaktionen, sowie die Datenbasis und das Vorgehen der Eventstudie präsentiert. In einem nächsten Schritt werden die empirischen Resultate der Arbeit aufgezeigt.

Resultate und allgemeine Beurteilung

Diese Arbeit zeigt, dass Earnouts am Markt mit einer Ereignisrendite von 0.18% positiv beurteilt werden. Im Direktvergleich mit Nicht-Earnout-Transaktionen verzeichnen wir jedoch eine Unterbewertung um -0.07%. Diese Ergebnisse decken sich nicht mit Barbopoulos and Sudarsanam (2012), welche eine deutliche Überbewertung (0.78%) von Earnout-Transaktionen präsentieren und diese mit der Überwindung von Informationsasymmetrien erklären. Die Divergenzen lassen sich in der zeitlichen Inkonsistenz, der geographischen Fokussierung und deren spezifischen Ausprägungen erklären. Des Weiteren dürfen die Modelle nur mit Vorsicht betrachtet werden. Der geringe Erklärungsgehalt eröffnet die Möglichkeit weiterer Studien und den Einbezug von Faktoren, welche die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen widerspiegeln.

Hingegen den Erwartungen erzielten Earnouts bei grösserer Informationsasymmetrie in grenzüberschreitenden, diversifizierenden Transaktionen sowie während der Finanzkrise einen tieferen Wertgewinn für die Aktionäre. Dies bestätigt das Anzeichen, dass Earnouts nur bedingt zur Überbrückung von Informationsasymmetrien verwendet werden. Zumal

diese in Bereichen mit erwartungsweise hohen Informationsdivergenzen vom Markt schlechter beurteilt werden.

Des Weiteren wiedergibt die Studie einen signifikant negativen Ankündigungseffekt von Earnouts (-0.22%), falls das Käuferunternehmen hoch verschuldet ist. Die Wahrscheinlichkeit eines Earnout-Einsatzes wird ebenfalls negativ von der Verschuldung der Käuferunternehmens beeinflusst.

Im Szenario Finanzkrise werden Earnouts im Mittelwertvergleich gegenüber anderen Zahlungsmethoden unterbewertet. Dies lässt sich zum Teil mit der vermehrten Verwendung von Earnouts in der ökonomisch unsicheren Zeit von 2007-2009 erklären. Die Unsicherheiten führten bei Transaktionsankündigungen verstärkt zu negativen Anpassungen am Kapitalmarkt. Dieses Ergebnis blieb der Literatur bis jetzt verwehrt und ist Indiz dafür, dass Umweltbedingungen die Wahl der Zahlungsmethode beeinflussen können.

Die Studie liefert keine signifikanten Unterschiede zwischen grenzüberschreitenden und nationalen Transaktionen. Wieder Erwartungen, ist die Wahrscheinlichkeit eines Earnout-Einsatzes im Baugewerbe (SIC Division C) sowie in der verarbeitenden Industrie (SIC Division D) hoch. Gründe liegen in der langfristigen Zusammenarbeit und Bindung von Kunden sowie Lieferanten. Im Bergbau (SIC Division B) hingegen finden Earnouts keinen Anklang und werden auch äusserst selten verwendet.

In Akquisitionen von privaten Targets werden Earnouts gegenüber Cash-Transaktionen überbewertet. Die Wahrscheinlichkeit eines Earnouts liegt bei privaten Targets bei 71%, bei öffentlichen Zielunternehmen bei 11%. Umso kleiner ein Käuferunternehmen ist (gemessen am Marktwert), desto eher wird dieses bei einer Transaktion ein Earnout verwenden.

Abschliessend lässt sich feststellen, dass Earnouts in den letzten Jahren häufiger eingesetzt werden, deren kurzfristige Bewertung durch die Aktienmärkte im Vergleich mit anderen Zahlungsmethoden und älteren Studien jedoch schlechter ausfällt.