

**Untersuchung des Erfolgs von
Restrukturierungsmaßnahmen anhand
amerikanischer Fluggesellschaften**

**Bachelorarbeit
von
Alexander Humm**

bei

Prof. Dr. Alexander Wagner

Betreuung durch

Michael Reichenecker

In Corporate Finance

Studienrichtung Banking & Finance

28. Januar 2009

Executive Summary

Problemstellung

Seit der Jahrtausendwende kämpfen viele US-Fluggesellschaften aufgrund schwieriger Rahmenbedingungen wirtschaftlicher und konjunktureller Natur vermehrt um Profitabilität. Im Zuge der erschwerten Umweltbedingungen mussten die Unternehmen stets eine gute Marktpositionierung gegenüber der Konkurrenz anstreben. Die Notwendigkeit zur Anpassung wurde durch die zahlreichen Restrukturierungsmassnahmen und strategischen Anpassungen widerspiegelt.

Die angespannte Wettbewerbslage führte dazu, dass viele US-Fluggesellschaften Restrukturierungen durchführten. In den meisten Fällen wurde dabei unter dem amerikanischen Bankrottgesetz, namentlich Chapter 11, restrukturiert. Ebenso versuchten einige Fluggesellschaften, ihre Marktposition durch M&A-Aktivitäten zu verbessern.

Dadurch stellt sich die Frage, worin der Erfolg von Restrukturierungsmassnahmen in der amerikanischen Flugbranche liegt.

Vorgehensweise

Der erste Teil der Arbeit beginnt – aufgrund der hohen Relevanz zur Thematik und zu spezifischen Arbeitsfragmenten – mit der Betrachtung der Vorteile einer Restrukturierung unter dem amerikanischen Bankrottgesetz, namentlich unter Chapter 11.

Weiterhin findet eine Auseinandersetzung mit der Situation und dem Wettbewerbumfeld der US-Flugbranche statt.

Dabei werden die ausschlaggebenden Faktoren analysiert, welche zu der schwierigen Wettbewerbssituation der letzten Jahre führten. Die Faktoren werden im Einzelnen betrachtet, wobei ebenso auf ihre Verbundwirkung eingegangen wird.

Des Weiteren werden die Restrukturierungsmassnahmen ausgewählter Fluggesellschaften untersucht. Dabei wurde der Schwerpunkt der Betrachtung auf die operativen und strategischen Massnahmen gelegt; Details der Finanzierung wurden weitestgehend nicht betrachtet.

Der zweite Teil der Arbeit beinhaltet eine Event-Studie bezüglich der Marktreaktion auf die Restrukturierungsankündigung von US-Fluggesellschaften unter Chapter 11. Aufgrund der Situationslage in der US-Flugbranche und den zahlreichen, bereits bestehenden Untersuchungen von M&A-Aktivitäten wurde der Fokus auf die Restrukturierung unter Chapter 11 gelegt.

Wie in der Arbeit ausführlicher dargelegt wird, ist die Untersuchung der Restrukturierungsschritte und des Austritts aus dem Insolvenzstatus aufgrund der theoretischen Vorgaben und Anforderungen einer Event-Studie an die Datenqualität sowie der bestehenden Datensituation problematisch.

Daher fokussiert sich die Event-Studie auf die Ankündigung der Restrukturierung unter Chapter 11 bei amerikanischen Fluggesellschaften.

Zentral für die Durchführung einer erfolgreichen Event-Studie ist einerseits die Datengrundlage, wobei die Datenqualität vor die Datenquantität zu stellen ist. Andererseits ist es wichtig, den Tag des Events möglichst genau zu bestimmen. Dies ermöglicht die Verkürzung des Eventfensters, was wiederum zu einer höheren Aussagekraft der Studie führt.

Anhand einer inoffiziellen Liste der „Air Transport Association“, welche bis ins Jahr 1978 zurückreicht, wurden über 160 Fälle von Anträgen unter Chapter 11 gefunden. Die Fluggesellschaften mussten dabei folgende Punkte erfüllen um in die nähere Auswahl zu kommen:

- Es muss sich um eine amerikanische Fluggesellschaft handeln.
- Das Datum des Antrags des Insolvenzverfahrens muss bekannt sein.
- Es müssen genügend Daten vor dem Event vorhanden sein, namentlich mindestens 160 Handelstage.
- Die operationelle Tätigkeit darf nicht mit dem Insolvenzgesuch gestoppt werden und die Aktienkurse müssen bis mindestens 1 Woche nach dem Antrag auf Insolvenz verfügbar sein.

Diese Punkte wurden überprüft, indem Artikel und Informationen zu den einzelnen Fluggesellschaften über das Internet gesucht wurden.

Von den verbliebenen Fluggesellschaften wurden Daten mittels der „CRSP“-Datenbank gesucht.¹ Aufgrund fehlender Daten und mangelhafter Datenqualität verblieben nach diesem Schritt 14 potentielle Kandidaten.

Als Schätzmodell wurde aufgrund verschiedener Überlegungen das geläufige Marktmodell verwendet. Dabei wurden – aufgrund verschiedener Faktoren – die Rendite der Fluggesellschaften und der „value-weighted index“ über den Zeitraum des Schätzfensters hinweg als Basis der Regression gewählt, wobei das tägliche Intervall verwendet wurde. Mit den Resultaten der Regression – den Schätzvariablen – konnten dann die anormalen Renditen und die resultierenden Teststatistiken berechnet werden, wobei $H_0: \mu = 0$ und $H_A: \mu \neq 0$ getestet wurden.

Die Nullhypothese H_0 sagt dabei aus, dass der untersuchte Mittelwert der Grundgesamtheit μ statistisch nahe bei Null liegt. Signifikante anormale Renditen liegen dann

¹ Source: CRSP®, Center for Research in Security Prices. Graduate School of Business, The University of Chicago. Used with permission. All rights reserved. crsp.uchicago.edu.

vor, wenn die Nullhypothese H_0 zugunsten der Alternativhypothese H_A verworfen werden kann.

Resultate

Die wesentlichen resultierenden Vorteile einer Restrukturierung unter Chapter 11 sind die Restschuldbefreiung, der Aufschub der Zahlungsverpflichtungen bei gleichzeitiger Wahrung der Eigenverwaltung sowie die durch den Antrag auf Insolvenz eintretende Verfallungseröffnung mit gleichzeitiger Induktion einer Sperre gegen den Abzug von Sicherungsgegenständen und Vollstreckungen.

Diese Vorteile verschaffen den Unternehmen eine Atempause im Zusammenhang mit Liquiditäts- und Finanzierungsproblemen und dem damit einhergehenden Zeitdruck. Eine Restrukturierung unter Chapter 11 findet in der Regel dann statt, wenn die Rückkehr in die Profitabilität von alleine nicht mehr machbar ist und das Unternehmen auf Hilfe von aussen – in diesem Fall gesetzlicher Natur – angewiesen ist.

Es hat sich gezeigt, dass die wesentlichen Treiber der anhaltenden Krise der Flugindustrie zumeist externer, jedoch aber auch interner Natur sind. Die untersuchten Fluggesellschaften weisen einerseits auf die wirtschaftlichen Folgen der Terroranschläge des 11. Septembers hin. Deren Auswirkungen, welche sich nach Ito und Lee (2005) in einem temporären sowie einem anhaltenden Schock äusserten, betrafen die US-Flugindustrie am meisten, wobei sie stärker betroffen waren als internationale Fluglinien und Frachtgesellschaften (Carter und Simkins (2004)).

Es dauerte gut 3 Jahre, bis sich die Industrie wieder auf dem Niveau der Nachfrage vor den Terroranschlägen befand. Es kam jedoch zu einer Nachfrageverlagerung, von welcher die Billigfluglinien stark profitierten. Die grossen Fluglinien hatten somit neben den wirtschaftlichen Problemen vermehrt auch mit stärkerer Konkurrenz umzugehen.

Ein weiterer Treiber, welcher in der Flugindustrie nach wie vor für Unmut sorgt – speziell in jüngster Zeit – ist der Treibstoffpreis, welcher seit 2002 stetig ansteigt. Die Treibstoffkosten sind durch den massiven Preisanstieg für die Fluggesellschaften zu einer starken Belastung geworden, welche sich im hohen Anteil der Treibstoffkosten an den gesamten operativen Kosten äussert.

Die Untersuchung des Erfolgs von Restrukturierungsmassnahmen wurde anhand ausgewählter Restrukturierungsvorgänge von 3 Fluggesellschaften vorgenommen. Zwei davon – namentlich Delta Air Lines und Northwest Airlines – haben den Antrag auf Insolvenz fast gleichzeitig gestellt und haben dadurch unter vergleichbaren externen Bedingungen operiert.

Die dritte untersuchte Fluggesellschaft – US Airways – restrukturierte ebenfalls unter Chapter 11, wobei sie trotz grossen Aufwands auch auf das Ende der Restrukturierungsphase hin noch nicht ausreichend profitabel war.

Jedoch fusionierte US Airways direkt nach Austritt aus der Insolvenz mit der Fluggesellschaft America West. Dieser erfolgreiche Schritt, welcher nicht zuletzt in der guten Fusionsumsetzung und dem komplementären Netzwerk der beiden Fluggesellschaften zu suchen ist, brachte die neu entstandene Gesellschaft auf ein profitables Niveau.

Zusammenfassend äusserten sich die wesentlichen Restrukturierungsmassnahmen in der Optimierung und massiven Kostenkürzungen.

Es fanden massive Reduzierungen im Bereich der Arbeitskosten statt; dies umfasst speziell Pensions- und Lohnkosten, wobei die letztgenannten vor allem durch Lohnreduzierungen und Entlassungen erreicht wurden. Ebenfalls wurden die Gemeinkosten in verschiedenen operativen Bereichen signifikant reduziert.

Optimierungen – einhergehend mit Kostenkürzungen – fanden im Bereich des Flugnetzwerkes statt. Dies äusserte sich vor allem in effizienterer Routenplanung und Flugzeugnutzung. Ebenso fand eine Flottenoptimierung statt, was sich zumeist in der Kürzung des Flottenumfangs und dem höheren Auslastungsgrad der verbleibenden Flugzeuge äussern sollte.

Die erhaltenen Resultate der Event-Studie sind hochsignifikant.

In den betrachteten Eventfenstern konnten die stärksten durchschnittlichen anormalen Renditen an den Tagen -2 und 0 festgestellt werden, wobei diese negative Ausschläge aufweisen und die Nullhypothese im 99%-Konfidenzintervall respektive im 99.9%-Konfidenzintervall verwerfen.

Die Teststatistiken der Eventfenster [-10,1], [-3,1] und [0,1] lieferten t-Werte von -4.900, -6.681 respektive -6.613.²

Die entsprechenden resultierenden zweiseitigen p-Werte sind 0.002711, 0.000545 und 0.000576.

Somit kann für das Eventfenster [-10,1] im 99%-Konfidenzintervall und die Eventfenster [-3,1] und [0,1] im 99.9%-Konfidenzintervall die Nullhypothese – also die Annahme, dass keine signifikanten anormalen Renditen vorliegen – verworfen werden.

Somit kann gesagt werden, dass die Ankündigung einer Restrukturierung unter Chapter 11 bei den untersuchten Fluggesellschaften während der betrachteten Eventfenster im Durchschnitt eine klar messbare, negative Reaktion des Marktes hervorruft

² [-10,1] beispielsweise steht für ein 12-tägiges Eventfenster, wobei der Tag „0“ der Eventtag ist. Das Eventfenster erstreckt sich somit von 10 Tagen vor dem Event bis einen Tag nach dem Event.