

Auswirkungen der Subprimekrise auf sektorspezifische M&A-Tätigkeiten

Bachelorarbeit

im

Fachbereich Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

Prof. Dr. Alexander Wagner

Verfasser: Philipp Dillinger

Abgabedatum: 30. Juli 2010

Executive Summary

Problemstellung und Ziel

Seit Beginn des 20. Jahrhunderts sind immer wieder Unternehmenszusammenschlüsse zu beobachten gewesen. Dabei treten diese nicht über die Zeit gleichverteilt auf, vielmehr ist eine phasenweise Aktivität zu beobachten. Bei diesem Phänomen spricht man von Merger Wellen (Picot(2008)).

So fand die erste Welle, ausgelöst durch die Industrielle Revolution, zu Beginn des 20. Jahrhunderts statt. Darauf folgte eine zweite Welle in den Jahren nach dem ersten Weltkrieg und wurde mit dem „Black Friday“ abrupt beendet. Die dritte Welle fand zwischen 1965 und 1969 statt und ist für die Konglomeratsbildung bekannt. Auch diese Welle wurde mit einem Börsencrash beendet. Zwischen 1984 und 1990 konnte die vierte Welle beobachtet werden, welche durch die Deregulierungspolitik der US-Regierung ausgelöst wurde. Aufgrund der verstärkten Globalisierung fand Mitte der neunziger Jahre die fünfte Welle statt, welche mit dem Platzen der Doctom Blase endete. Es folgte die sechste Welle, während welcher noch nie erreichte Niveaus bzgl. Volumen und Anzahl erlangt wurden. Diese letzte Welle wurde durch die boomenden Kapital- und Finanzmärkte begünstigt. Die Subprimekrise, welche sich zur globalen Finanzkrise ausweitete, beendete jedoch abrupt diese Hausse in der M&A-Aktivität (Ecker (2010)).

Das wellenartige Erscheinen verdeutlicht, dass auf die M&A-Tätigkeit immer wieder externe Einflussfaktoren einwirken. So rief z.B. die Deregulierungspolitik der amerikanischen Regierung eine erhöhte M&A-Tätigkeit hervor, wo hingegen der Einbruch der Börsenkurse am „Black Friday“ diese minderte.

An diesem Punkt möchte auch die folgende Arbeit anknüpfen und untersuchen, wie sich der externe Einflussfaktor der Subprimekrise auf die M&A-Aktivität in der Pharma-, Energie-, Automobil- und Maschinenindustrie auswirkt. Dies wird mittels der Kenngrößen Transaktionsanzahl, Varianz (innerhalb der Stichproben) und des durchschnittlichen Volumens, auf welchem das Hauptaugenmerk liegt, untersucht.

Vorgehen

Damit untersucht werden kann wie sich die Subprimekrise auf die Mergers & Acquisitions Tätigkeit auswirkt, werden zuerst die zwei Themengebiete der Subprimekrise und des M&A-Prozesses anhand von vorhandener Literatur erarbeitet.

So zeigt Kapitel 2 die Entstehung der Subprimekrise und wie sich diese lokale Krise zu einer globalen Finanzmarktkrise ausweiten konnte. Dabei konzentriert sich die Arbeit hauptsächlich auf den Mechanismus der Verbriefung von Kreditforderungen und zeigt weshalb Investoren rund um den Globus vom Ausfall von Subprime-Hypothekenforderungen in den USA betroffen waren. Den Abschluss des zweiten Kapitels bildet die Erörterung der Auswirkungen der Subprimekrise.

Im Kapitel 3 wird auf den M&A Prozess eingegangen. Während die Planung einer Fusion und die Durchführung einer Due Diligence detailliert behandelt werden, ist die Post-Merger-Integration nicht Inhalt dieser Arbeit. Im Stadium der Planung werden Antworten auf die Fragen gesucht ob, wann und wie eine Fusion durchgeführt werden soll. Auch hier wird im Hinblick auf die Subprimekrise gezeigt, wie sich die Motive, die Ausgestaltung der Transaktion und vor allem die Finanzierung verändert haben. Bei der Durchführung der Due Diligence konzentrieren sich die Ausführungen, neben dem Zweck und Ablauf, hauptsächlich auf die Unternehmensbewertung und die Wertfindung. Anhand des DCF-Modells werden die Auswirkungen des wirtschaftlichen Umfelds aufgezeigt.

Den Hauptteil der Arbeit bildet Kapitel 4. In diesem Abschnitt folgt eine Untersuchung, welche erforscht, ob zwischen den Stichproben der Jahre 2006-2007 und 2008-2009 Unterschiede bzgl. der durchschnittlichen Transaktionsgrösse und der Varianz vorhanden sind. Dabei werden die Methoden zum Vergleich zweier Mittelwerte bei unabhängigen Stichproben und des Levene Tests verwendet. Beide Tests prüfen die Evidenz gegen die zuvor aufgestellten Nullhypothesen, welche keine Veränderung bzgl. der durchschnittlichen TV und der Varianz prognostizieren.

Mit diesem Vorgehen werden zwei Voruntersuchungen durchgeführt, welche die M&A-Tätigkeit im gesamten Datensatz und differenziert nach Transaktionsgrösse untersuchen. Danach werden die Tests zuerst für zwei konjunkturunabhängige Branchen, die Pharma- und Energieindustrie, durchgeführt. Darauf folgen die gleichen Untersuchungen für die

konjunktursensitiven Branchen der Maschinen- und Automobilindustrie. Nachdem jede Industrie kurz präsentiert wird, folgt eine Interpretation des Ergebnisses, welche die Kapitel 2 und 3 mit den Resultaten aus Kapitel 4 verknüpft.

Resultate

Abnahme des durchschnittlichen TV:

Die klare Evidenz gegen die zuvor erläuterte Nullhypothese zeigt, dass es, solange der ganze Datensatz verwendet wird, eine Veränderung des durchschnittlichen TV und der Varianz gibt. Diese Veränderung lässt sich mit Einflussfaktoren begründen, welche auf alle Industriesektoren einwirken. So haben z.B. der Credit Crunch, das abgenommene Wirtschaftswachstum und die verschlechterte Konsumentenstimmung einen negativen Einfluss auf die M&A-Aktivität.

Vor allem grosse Transaktionen sind betroffen:

Indem der ganze Datensatz nach der Transaktionsgrösse in drei Gruppen aufgeteilt wird, kann gezeigt werden, dass vor allem eine Veränderung bei Megamergern ($TV > 1\text{Mrd. US\$}$) vorhanden ist. Da diese Transaktionen hauptsächlich auf eine Aussenfinanzierung mit FK angewiesen sind, wird die These der restriktiveren FK-Finanzierung als Auslöser für eine verminderte M&A-Aktivität, bestätigt.

Pharmaindustrie:

Bei der Untersuchung der Pharmaindustrie ist eine schwache Evidenz gegen die Nullhypothese auszumachen. So kann Nullhypothese mit dem Argument widerlegt werden, dass es sich in der Pharmaindustrie um relativ grosse Transaktionen handelt, welche durch die schwierige Situation an den Kapitalmärkten stark betroffen sind. Gegen eine Veränderung spricht, dass das Hauptmotiv, die Kostensenkung in der F&E, auch in und nach der Subprimkrise ein Haupttreiber der M&A-Aktivität sein dürfte. Weiter ist diese Branche nur mässig von einem Nachfragerückgang betroffen.

Energieindustrie:

In dieser Industrie kann eine klare Aussage getroffen werden. So hat die Subprimekrise keinen messbaren Effekt auf die M&A-Aktivität bzgl. Grösse und Varianz. Dieser Befund kann mit der hohen Aktivität während der vergangenen Jahren begründet werden, welche stark

durch Marktliberalisierung, Konzentration auf erneuerbare Energien und durch verschiedene Konjunkturpakete begünstigt wurde.

Maschinenindustrie:

Das Ergebnis der Maschinenindustrie ist sehr spannend. Es kann keine Evidenz gegen die Nullhypothese gefunden werden. Somit ist es plausibel, dass die Krise keinen Einfluss auf die M&A-Tätigkeit hat. Folglich haben auch die düsteren Zukunftsprognosen, welche in der Presse abgedruckt sind, keinen signifikanten Einfluss auf die Transaktionen. Auch die verschlechterte Konsumentenstimmung und das reduzierte Investitionsniveau beeinflussen nur gering. Gegen eine Veränderung sprechen, dass die hohe Spezialisierung der Unternehmen und die hauptsächlich kleinen Unternehmensgrößen, die M&A-Aktivität konstant halten.

Automobilindustrie:

Bei den Herstellern von Automobilen und Zulieferern kann eine schwache Evidenz gegen H_0 nachgewiesen werden. Da diese Industrie ein Konsumgut herstellt, ist sie sehr stark von der Konsumentenstimmung und der Nachfrage abhängig. Somit wäre eine Abnahme durchaus plausibel. Jedoch wird die Aussage der Nullhypothese durch die hohe Anzahl von distressed M&A und durch das Hauptmotiv, die Kostensenkung, bekräftigt.

Allgemeine Beurteilung

Diese Arbeit trägt dazu bei mehr Klarheit in das komplexe und umfangreiche Thema der Unternehmenstransaktionen zu bringen. Dabei werden hauptsächlich externe Einflussfaktoren betrachtet, welche auf die M&A-Aktivität einwirken. Mit der Subprimekrise und deren Auswirkungen als externer Einfluss kann ein Aktualitätsbezug geschaffen werden.

Durch die Untersuchung ist es möglich zu zeigen, dass sich die M&A-Aktivitäten in verschiedenen Industrien im Zeitvergleich und zueinander unterscheiden. Dabei wurde aber der kausale Zusammenhang zwischen der Subprimkrise und der Aktivität bei M&A angenommen. Weiterführend ist eine genaue Prüfung dieser Zusammenhänge nötig. So könnte mit Hilfe einer multiplen Regression untersucht werden, ob z.B. ein Zusammenhang zwischen dem reduzierten Kreditvolumen und der M&A-Aktivität besteht. Weiter wäre eine Quantifizierung dieses Zusammenhangs möglich.