

**Zusammenhang zwischen  
unternehmensinterner (Überschuss-)  
Liquidität und wertgenerierenden M&A-  
Transaktionen im deutschsprachigen  
Raum**

Bachelorarbeit

in

Banking and Finance am

**Institut für Banking und Finance**

bei

PROF.DR. Alexander Wagner

Verfasser: DANIELGSPONER

Abgabedatum:13.August 2011

# I. Executive Summary

## A. Problemstellung

Oft hört man in den Nachrichten die Ankündigung grösserer Übernahmen, wie beispielsweise am 11. Juli 2011, als die NZZ titelte : „Lonza auf Einkaufstour - Der Konzern übernimmt für 1,4 Milliarden Dollar den amerikanischen Biozidhersteller Arch Chemicals“ (NZZ, 2011). Doch können diese Übernahmen tatsächlich den Unternehmenswert des Übernahmeunternehmens steigern, oder wird gar Wert vernichtet? Gemäss der Free Cash Flow Hypothese von Jensen (1986) werden Akquisitionen, wenn im Unternehmen eine gewisse Überliquidität vorhanden ist, oft von Managern aufgrund von eigenen Interessen wie empire building<sup>1</sup> durchgeführt. Das Ziel dieser Arbeit besteht darin, anhand der drei deutschsprachigen Länder Deutschland, Schweiz und Österreich, diese Hypothese in einem Zeitraum von zehn Jahren zu testen.

## B. Vorgehen

Es wurden sämtliche in Bloomberg verfügbaren M&A-Transaktionen, die von öffentlich-quotierten Unternehmen zwischen dem 31.12.2000 und dem 31.12.2010 stattfanden bezogen. Voraussetzung war, dass die Akquisitionsunternehmen ihren Firmensitz ebenfalls im deutschsprachigen Raum hatten.

Im ersten empirischen Teil werden zunächst aus den obigen Daten nach später genauer erläuterten Kriterien drei aus Akquisitionsunternehmen bestehende Samples gebildet. Das Kontrollsample enthält jene Unternehmen, die in der beobachteten Periode von zehn Jahren keine M&A-Transaktion durchgeführt haben.

Im Weiteren wird ein multilineares Modell entwickelt um die internen Cash-Bestände eines Unternehmens zu erklären. Im Modell sind ebenfalls Dummy-Variablen enthalten um die Heterogenität innerhalb der verschiedenen Branchen zu

---

<sup>1</sup> Definition empire building gemäss investopedia: „The act of attempting to increase the size and scope of an individual or organization's power and influence.“  
<http://www.investopedia.com/terms/e/empirebuilding.asp>

berücksichtigen. Danach werden vier wesentlich verschiedene Samples gebildet, auf die das Modell angewendet werden soll. Es wird dabei unterstellt, dass sich die einzelnen resultierenden Parameter aus den Regressionen voneinander unterscheiden. Die erste Untersuchung schliesst mit einer Sensitivitätsanalyse. Im zweiten empirischen Teil werden die Akquisitionsunternehmen bzw. die Multi-Akquisitionsunternehmen und mit einem Kontrollindex verglichen. Die Vorgehensweise bestand darin, dass zunächst mittels Bloomberg die Namen sämtlicher verfügbaren westeuropäischen Unternehmen bezogen wurden. In einem zweiten Schritt wurden die monatlichen Aktienkurse, über die zu untersuchende Periode, zu den Firmen aus dem Kontrollsample und den beiden Akquisitionssamples heruntergeladen. Danach erfolgte die Umrechnung der entsprechenden Monatskurse in einen prozentualen Kurs. Die drei Indices wurden erstellt, indem die einzelnen Unternehmen gleich gewichtet wurden. Die replizierten Indices werden zum Schluss dieses zweiten empirischen Teils grafisch dargestellt und kommentiert. Des Weiteren werden kurz die Resultate im Hinblick auf die verschiedenen Branchen besprochen.

## **C. Resultate & allgemeine Beurteilung**

Im ersten Teil dieser empirischen Arbeit, bei der mithilfe des multilineareren Modells die interne Liquidität eines Unternehmens erklärt werden sollte, treten die vorhergesagten Resultate grösstenteils ein: Bei den vier Samples bestehend aus einem Kontrollsample und drei spezifischen Akquisitionssamples können zwischen den Regressionsoutputs klar Differenzen ausgemacht werden. So kann das Modell, wie erwartet am besten die Cash-Bestände der Unternehmen im Kontrollsample erklären, während bei den Akquisitionssamples schlechtere Resultate erzielt werden. Dies bedeutet, dass die unerklärte Komponente bezüglich der Erklärbarkeit von Liquiditätsbeständen bei den Akquisitionsunternehmen grösser ausfällt. Mit anderen Worten: Bei den Akquisitionsunternehmen steht mehr Spielraum zur Verfügung um höhere Cash-Bestände zu horten. Diese Überliquidität führt gemäss der These, die zu untersuchen war, wieder zu mehr Akquisitionen. Einzig innerhalb der Samples mit den Übernahmeunternehmen entsprechen die Ergebnisse nicht genau den erwarteten Resultaten. Allerdings kann dieser Umstand auf Parameter bei der gewählten Methodik zurückgeführt werden, d.h. die Free Cash Flow Hypothese als

solche wird nicht abgelehnt. Bei den multiplen Akquisitionsunternehmen, die mindestens alle zwei Jahre eine Übernahme durchführen, tauchen bei den Regressionsresultaten nicht-logische Zusammenhänge auf, die dann mittels einer Sensitivitätsanalyse genauer untersucht werden. Die Resultate der Sensitivitätsanalyse zeigen auf, dass das Modell, welches auf den anderen drei Samples basiert, eine gewisse Robustheit aufweist. Bei den multiplen Übernahmeunternehmen, welche mindestens jedes zweite Jahr eine Übernahme tätigten, werden starke Schwankungen der Modellparameter verzeichnet. Der Einbezug des Dividenden-Payouts als eine zusätzliche Variable erscheint nur bei einem der Samples sinnvoll.

Im zweiten empirischen Teil wurde wie erwähnt ein Kontrollindex erstellt, dessen Aktienrendite mit den deutschsprachigen Akquisitionsunternehmen verglichen wurde. Daraus geht hervor, dass die monatlich gleichgewichtete Rendite der westeuropäischen Unternehmen gegenüber den deutschsprachigen Übernahmeunternehmen durchschnittlich 16.8% höher liegt. Werden die einzelnen Branchen zwischen den Akquisitionsunternehmen und dem Kontrollsample verglichen, sind grössere Unterschiede feststellbar. Die Free Cash Flow These scheint nicht für alle Branchen gleichen Gültigkeitscharakter aufzuweisen. Die Arbeit endet mit der Konklusion und einem Ausblick über weitere mögliche Forschungsanstrengungen in diesem Gebiet.