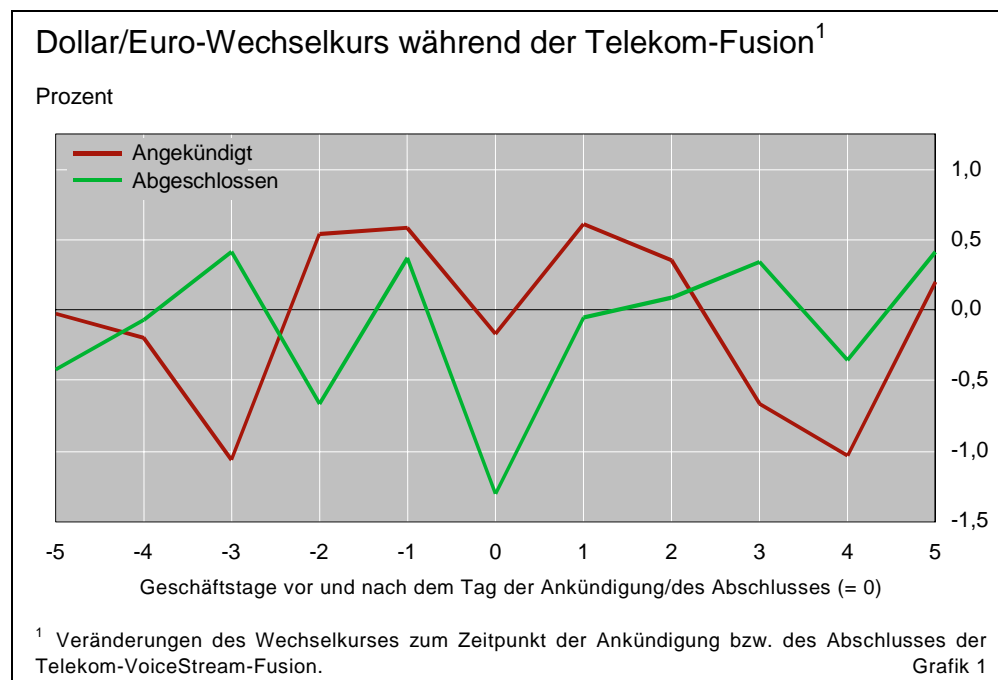


Der Einfluss transatlantischer Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs¹

Bedeutende
transatlantische
Fusionen und
Übernahmen

Nach Meldungen vom 19. Juli 2000 über den unmittelbar bevorstehenden Erwerb des US-Mobilfunkunternehmens VoiceStream durch die Deutsche Telekom für \$ 53 Mrd. gegen bar und T-Aktien sank der Wert des Euro gegenüber dem Dollar um 1,06 % – eine erhebliche Veränderung innerhalb eines einzigen Tages. Am 24. Juli, dem Tag der offiziellen Ankündigung, verlor der Euro weitere 0,17 %, und in den 10 darauffolgenden Handelstagen gab er um insgesamt 2,94 % nach. Als das Geschäft schliesslich am 31. Mai 2001 unter Dach und Fach war, hatte der Euro gegenüber dem Dollar 1,30 % eingebüsst (Grafik 1).



¹ Die Autoren danken Angelika Donaubauer und Marian Micu für ihre hervorragende Unterstützung bei den Forschungsarbeiten. Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

In der öffentlichen Diskussion nehmen Meldungen über grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen breiten Raum ein. Dies lässt sich zum Teil damit erklären, dass es bei einer ganzen Reihe von aufsehenerregenden Abschlüssen, wie bei der oben erwähnten Übernahme von VoiceStream, um riesige Summen ging, aber auch mit möglichen Auswirkungen derartiger Geschäfte auf die Wechselkurse.² Marktbeobachter haben in den letzten Jahren auf den anhaltenden Abfluss von Kapital im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen vom Euro-Raum in die USA hingewiesen und sehen darin eine Belastung für den Euro. Jedoch steht noch immer nicht fest, welche praktischen Auswirkungen diese Fusionen und Übernahmen tatsächlich hatten, da der Tagesumsatz an den Devisenmärkten in der Grössenordnung von Billionen Dollar liegt.³ Zudem erfolgt die Bezahlung bei nicht wenigen Übernahmen zumindest teilweise in Form von Aktien und nicht in bar und hat somit keinen direkten Einfluss auf den Umfang der Bargeldtransaktionen an den Devisenmärkten.

Dieses Feature beschäftigt sich mit der Frage, welcher Zusammenhang zwischen transatlantischen Fusionen und Übernahmen⁴ und Veränderungen des Dollar/Euro-Wechselkurses in der Zeit vom 1. Januar 1999 bis zum 30. September 2001 besteht. Mögliche Auswirkungen grenzüberschreitender Risiken auf die Wechselkurse werden meist anhand von drei Hypothesen erklärt: dem Transaktionseffekt, dem Portfolioeffekt und dem Ankündigungseffekt. Wir wollen im folgenden prüfen, ob sich die letztgenannte Hypothese anhand der Daten über transatlantische Fusionen und Übernahmen bestätigen lässt; daneben wollen wir untersuchen, was für die erste Hypothese spricht.

Drei Wege für
Wechselkurseffekte

Die weitere Vorgehensweise ist dabei wie folgt: Der erste Teil enthält nähere Angaben zur transatlantischen Fusions- und Übernahmetätigkeit und zur Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses in der Zeit von 1999 bis 2001, während im zweiten die grundlegenden Prozesse grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen beschrieben werden. Im dritten Teil folgen dann Ausführungen zur empirischen Vorgehensweise und Nachweise statistisch signifikanter Auswirkungen angekündigter Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs. Darüber hinaus wird dargelegt, dass die Stärke dieser Auswirkungen von der Art der Finanzierung einer Fusion bzw. Übernahme unabhängig ist, was gegen den Transaktionseffekt spricht.

² Grosse Fusionen oder Übernahmen wie die Telekom-VoiceStream-Transaktion können mit Blick auf die Leistungsbilanz beträchtliche Auswirkungen haben. In der Finanzierungsrechnung der EZB für den Monat Mai 2001 sind relativ grosse Nettoabflüsse von Direktinvestitionen im Wert von € 40,4 Mrd. ausgewiesen. Die Abwicklung des Telekom-VoiceStream-Geschäfts, das sich auf \$ 27,1 Mrd. (€ 31,9 Mrd.) belief, machte damit ca. 78 % der Nettoabflüsse im Mai 2001 aus. S. EZB (2001).

³ In der letzten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten wird der durchschnittliche Tagesumsatz an den herkömmlichen Devisenmärkten im April 2001 auf \$ 1,21 Bio. geschätzt. S. BIZ (2001b).

⁴ Transatlantische Fusions- und Übernahmegeschäfte definieren wir als grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit, an der Unternehmen des Euro-Raums und der USA beteiligt sind.

Insgesamt lautet die Schlussfolgerung, dass Richtung und Intensität der Ströme im Zusammenhang mit transatlantischen Fusions- und Übernahme-geschäften sich mit der Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro in den Jahren 1999 und 2000 decken. Da das durchschnittliche monatliche Volumen der neu angekündigten grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im Vergleich zu den Rekordwerten des letzten Jahres deutlich zurückgegangen ist, scheint dieser Rückgang in der letzten Zeit mit einer Schwächung des Dollars in Verbindung zu stehen.

Fusionen/Übernahmen und der Dollar/Euro-Wechselkurs – einige Hintergrundinformationen

Relative Wachstumsaussichten stützen Nettoportfolioströme ...

Die Stärke des Dollars von Mitte der neunziger Jahre bis Mitte 2001 wurde meist auf die mittelfristig relativ besseren Wachstumsaussichten der USA im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften zurückgeführt. Dementsprechend scheinen die revidierten Erwartungen hinsichtlich der Wachstumsunterschiede zwischen den drei wichtigsten Währungsräumen auf der Basis von ein- bis zweijährigen Prognosen weitgehend mit den Bewegungen der Wechselkurse⁵ übereinzustimmen. Diese Erwartungshaltung hat offenbar im Jahr 1999 – und noch deutlicher im Jahr 2000 – die anhaltenden, den Dollar stützenden Portfoliozuflüsse in die USA gefördert.

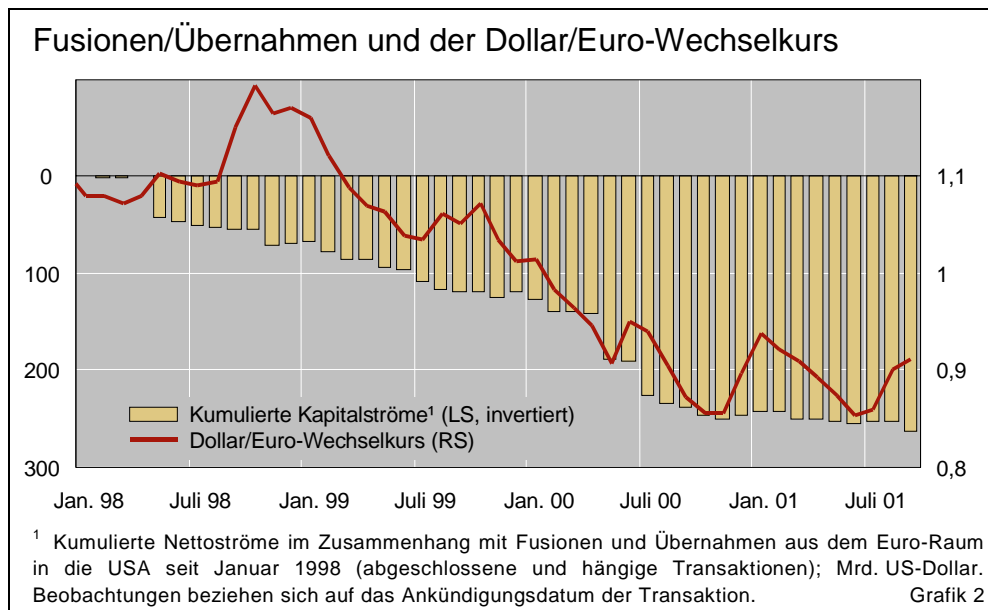
... und Netto-Fusions- und -Übernahmeströme in die USA

Darüber hinaus hat sich die Erwartung eines höheren mittelfristigen Wachstums tendenziell auch in den starken Zuflüssen an ausländischen Direktinvestitionen in die USA niedergeschlagen, die auf eine lebhafte grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit schliessen lassen. Tatsächlich sind die Geschäfte im Zusammenhang mit Unternehmensfusionen und -übernahmen in den letzten Jahren zu einer bedeutenden Quelle internationaler Finanzströme geworden. Im Jahr 2000 erreichte die gesamte grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit ein Volumen von \$ 1,1 Bio. und lag damit um fast 50 % höher als im Jahr 1999. Die Nettozuflüsse im Zusammenhang mit angekündigten Fusionen und Übernahmen in die USA beliefen sich auf insgesamt \$ 217 Mrd., was 2,3 % des US-BIP entspricht. Im selben Zeitraum wurden im Euro-Raum Nettoabflüsse im Zusammenhang mit angekündigten Fusions- und Übernahmegeschäften in Höhe von \$ 278 Mrd. verzeichnet; die Bruttoabflüsse beliefen sich auf \$ 395 Mrd.⁶ Die oben dargelegte Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar in den Jahren 1999 und 2000 ist damit mit den anhaltenden Kapitalflüssen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen von der Euro-Zone in die USA konsistent (Grafik 2).⁷

⁵ S. BIZ (2001a).

⁶ S. Montgomery et al. (2001).

⁷ S. BIZ (2001a) und *Economist* (2000).



Zum Prozess grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen

Zur Erklärung möglicher Auswirkungen grenzüberschreitender Unternehmensfusionen und -übernahmen auf die Wechselkurse werden in der Regel drei Hypothesen vorgebracht: der Transaktionseffekt, der Portfolioeffekt und der Ankündigungseffekt. Im folgenden wollen wir prüfen, ob sich die dritte Hypothese, ein angenommener Ankündigungseffekt, durch Daten untermauern lässt.

Die erste Hypothese bezieht sich auf die Wirkung von Transaktionen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen und geht davon aus, dass nur die tatsächlich über den Devisenmarkt fließenden Ströme für die Wechselkursentwicklung von Bedeutung sind. Aufgrund dieser Ströme erhöht sich die Nachfrage nach Dollar im Vergleich zum Euro, wenn ein europäisches Unternehmen ein US-Unternehmen erwirbt, was sich dann entsprechend auf den Wechselkurs auswirkt.

Transaktions-
effekt ...

Die Transaktionshypothese geht davon aus, dass Zahlungen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen in bar und über die Devisen-(kassa)märkte erfolgen. Damit hängen etwaige Auswirkungen eines Fusions- oder Übernahmehesgeschäfts entscheidend von der Art seiner Finanzierung ab; diese kann mit verfügbaren Barmitteln erfolgen, durch die Ausgabe von Schuldtiteln, die Aufnahme von Bankdarlehen, die Ausgabe und/oder Übertragung von Aktien – oder durch eine Kombination dieser Möglichkeiten.⁸ Zwar kommt es bei allen ausser der letztgenannten Finanzierungsart zu Bargeldbewegungen, doch bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass diese Finanzierungsarten mit Devisentransaktionen verbunden sind; dies ist dann nicht der

⁸ Der Aktientausch im Rahmen von Fusionen und Übernahmen dürfte sich hier indirekt auswirken. Obwohl er nicht unmittelbar mit Barzahlungen verbunden ist, hat er über den sogenannten Rückfluss (flowback) von Aktien potentiell Auswirkungen auf die Wechselkurse. Der Rückfluss wiederum hängt davon ab, wie die Anleger ihr Portfolio anpassen und ob bzw. in welchem Umfang die Erlöse aus den Aktienverkäufen repatriiert werden.

Fall, wenn eine Fusion oder Übernahme in der Währung des Zielunternehmens abgewickelt wird.⁹

... Portfolioeffekt ...

Die zweite Hypothese, deren Auswirkungen denen der Geldströme gleichgerichtet sind, beruht auf einem Portfolioausgleichseffekt (oder Aktieneffekt), wonach transatlantische Fusionen und Übernahmen eine im Vergleich zum Euro erhöhte Nettonachfrage nach Anlagen in Dollar erzeugen. Wenn auf Dollar und Euro lautende Vermögenswerte nicht voll substituierbar sind, müssen die Anleger einen entsprechenden Ausgleich in Form von höheren Renditen erhalten. Das wiederum setzt voraus, dass sich der Wechselkurs anpasst, um die Rentabilitätserwartungen mit der neuen Zusammensetzung des Portfolios in Einklang zu bringen. Die Auswirkungen der Finanzströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen auf die Wechselkurse hängen hier entscheidend davon ab, in welchem Umfang die Fremdwährungspositionen abgesichert werden. Da jedoch zu Absicherungsgeschäften kaum Daten vorliegen, ist es sehr schwierig, diese Hypothese empirisch zu verifizieren.

... und Ankündigungseffekt

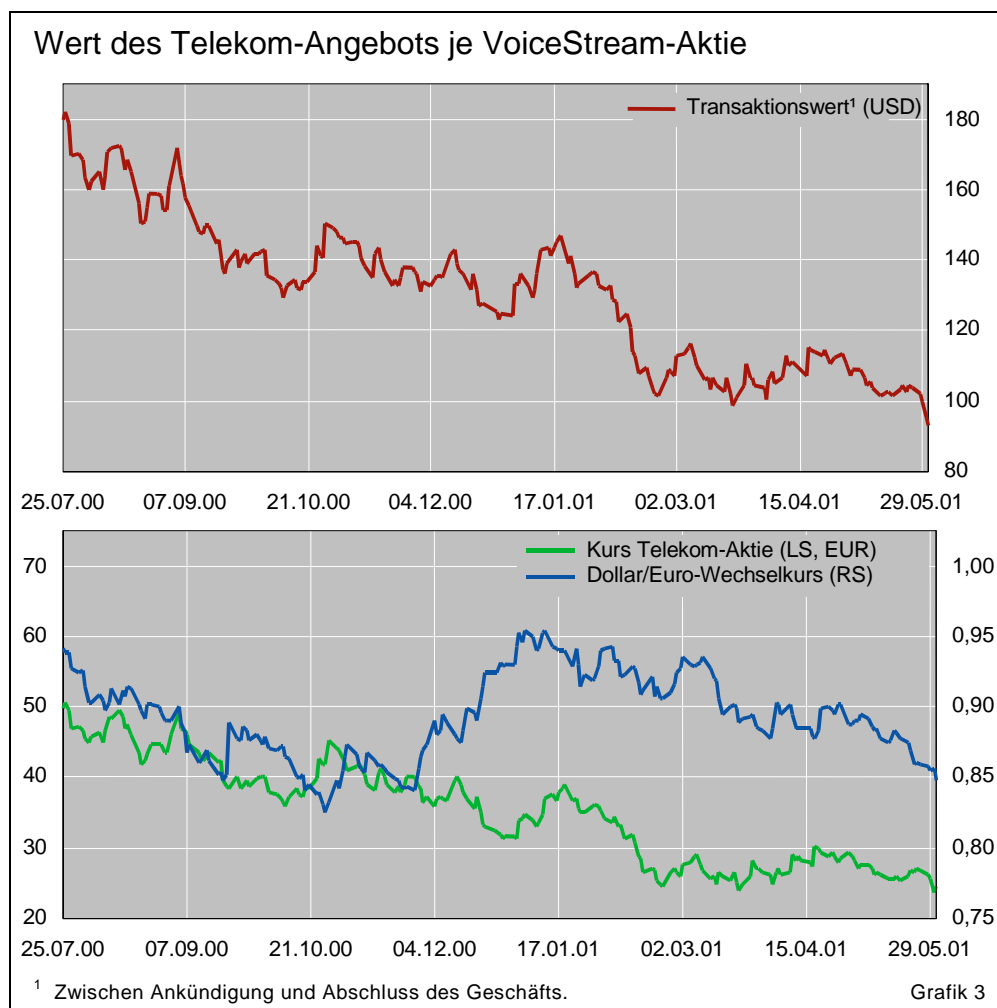
Ausgangspunkt der dritten Hypothese zur Erklärung der Einflüsse grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen auf die Wechselkurse ist die Überlegung, dass schon die Ankündigung des Vorgangs – und nicht erst der Abschluss und die Abwicklung des entsprechenden Geschäfts – die Wechselkursentwicklung beeinflusst. Die Wirkung könnte dabei auf zwei Arten erfolgen: Zunächst dürfte der Wechselkurs auf die Ankündigung reagieren, da die Devisenhändler alles daran setzen werden, sich im Vorgriff auf den erwarteten Aufwertungsdruck auf die Währung entsprechend zu positionieren (Erwartungseffekt). Darüber hinaus könnten Ankündigungen von Unternehmensfusionen und -übernahmen signalisieren, wie die Unternehmen die Wachstumsaussichten in den betroffenen Währungszonen beurteilen (Signalwirkung). Ankündigungen werden so zum Ausdruck der Stärke einer Volkswirtschaft im Vergleich mit einer anderen – insbesondere, wenn die entsprechenden Ströme immer in die gleiche Richtung gehen (Grafik 2). Aufgrund dieser zweifachen Wirkung des Ankündigungseffekts dürften sich die Wechselkurse auch dann bewegen, wenn neu angekündigte Geschäfte nicht unmittelbar Devisentransaktionen zur Folge haben, und unabhängig von der jeweiligen Finanzierungsstrategie.

Änderung von Umfang und Finanzierung eines Geschäfts im Zeitverlauf

Der Versuch, ausgehend vom Ankündigungseffekt Devisentransaktionen vorwegzunehmen, wird durch beträchtliche Unsicherheit erschwert, da die zum Zeitpunkt der Ankündigung eines Geschäfts genannten Zahlen erheblich vom tatsächlichen Umfang des Geschäfts abweichen können. Die Übernahme des US-Mobilfunkunternehmens VoiceStream durch die Deutsche Telekom veranschaulicht dies. Als die Modalitäten des geplanten Geschäfts erstmals an die Öffentlichkeit kamen, wurde das US-Unternehmen im Übernahmeangebot mit \$ 53 Mrd. (€ 57,6 Mrd.) bewertet, wovon \$ 7,8 Mrd. in bar geboten wurden. Als das Geschäft schliesslich besiegelt war, belief sich der Wert auf \$ 27,1 Mrd. (€ 31,9 Mio.) und lag damit um ca. 49 % unter dem ursprünglich genannten

⁹ Aufgrund der liquiden Märkte für Unternehmensanleihen ist dies für die USA und den Euro-Raum besonders von Bedeutung.

Betrag; davon wurden \$ 4,6 Mrd. in bar gezahlt (Grafik 3).¹⁰ Auch wenn zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses der Umfang sowie die Barkomponente des Geschäfts wesentlich unter den ursprünglich genannten Zahlen lagen, war es doch im Hinblick auf die Leistungsbilanz von grosser Bedeutung.¹¹ Am Beispiel Telekom wird somit deutlich, welche signifikante Auswirkungen von grossen Fusions- und Übernahmetransaktionen ausgehen können, da grosse Akquisitionen tendenziell Ströme auslösen, die die Wechselkurse beeinflussen. Es macht allerdings auch deutlich, wie stark sich die Angaben über den Gesamtumfang eines Geschäfts und dessen Barkomponente mit der Zeit verändern können. Das macht es dem Handel schwer, den Umfang der Kapitalströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen im



¹⁰ Als am 20. Juli 2000 die Konditionen des geplanten Geschäfts bekannt wurden, betrug der Wert des US-Unternehmens aufgrund des Übernahmeangebots von 3,2 Telekom-Aktien und \$ 30 in bar gegen eine VoiceStream-Aktie rund \$ 53 Mrd. Als das Geschäft am 24. Juli dann offiziell angekündigt wurde, belief sich das Gesamtvolumen des Geschäfts nur noch auf \$ 46,5 Mrd., da der Kurs der Telekom-Aktien seit dem Schlusskurs von € 60,4 am 19. Juli um ca. 15 % gefallen war. Kurz vor Abschluss des Geschäfts wurde das Angebot geändert auf 3,7 Telekom-Aktien und \$ 15,90 in bar für eine VoiceStream-Aktie, womit sich am 31. Mai 2001 ein Gesamtwert von \$ 27,1 Mrd. ergab. S. *Financial Times* (2000, 2001).

¹¹ S. oben und EZB (2001).

voraus richtig einzuschätzen, und kann die Wirkung von Ankündigungseffekten von Fusionen und Übernahmen beeinflussen.

Empirisches Vorgehen und Bewertung

Eine empirische Überprüfung der drei genannten Arten von Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen auf die Devisenmärkte ist wegen der nur beschränkt zur Verfügung stehenden Daten schwierig; insbesondere fehlen genaue Angaben dazu, wie einzelne Fusionen bzw. Übernahmen tatsächlich finanziert wurden und wie dabei abgesichert wurde. Da genaue Portfoliodaten fehlen, ist es nicht möglich, die Relevanz der Bestands- und Stromeffekte getrennt und im Detail zu untersuchen. Demgegenüber stehen Daten über die Auswirkung angekündigter transatlantischer Unternehmensfusionen und -übernahmen zur Verfügung, um die dritte Hypothese nachzuprüfen, d.h. den Ankündigungseffekt nachzuweisen. Darüber hinaus lässt sich die Transaktionshypothese indirekt belegen, indem man prüft, ob die Stärke des Ankündigungseffekts von der Art der Finanzierung einer Fusion oder Übernahme abhängt, d.h. ob ein bestimmtes Geschäft eine Barkomponente aufweist.

Die empirische Untersuchung der Beziehung zwischen Dollar/Euro-Wechselkurs einerseits und der Ankündigung transatlantischer Fusionen und Übernahmen andererseits erfolgt anhand eines Datensatzes mit Tagesangaben zu den Fusions- und Übernahmetransaktionen zwischen den USA und dem Euro-Raum. Die von Bloomberg stammenden Daten beziehen sich auf angekündigte grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen im Zeitraum Januar 1999 bis Ende September 2001. Der Datensatz enthält Angaben zum Umfang gemessen in US-Dollar und zur Finanzierung sämtlicher Transaktionen über \$ 100 Mio. (s. dazu Tabelle 1). Zwischen Januar 1999 und Ende September 2001 wurden 499 Geschäfte abgeschlossen, an denen US-Unternehmen das Ziel der Übernahme waren und Unternehmen aus dem Euro-Raum als Erwerber auftraten; demgegenüber gab es 372 Geschäfte, bei denen Unternehmen aus dem Euro-Raum das Ziel der Übernahme waren. Darüber hinaus enthält die Tabelle summarische statistische Daten zum Volumen transatlantischer Fusions- und Übernahme-geschäfte.

Untersuchung von
Fusions- und Über-
nahmedaten von
Januar 1999 bis
Ende September
2001

Kapitalströme zwischen den USA und dem Euro-Raum aus Fusionen und Übernahmen ¹								
	Kapitalströme in die USA				Kapitalströme in den Euro-Raum			
	Anzahl Transaktionen		Transaktionsumfang		Anzahl Transaktionen		Transaktionsumfang	
	Ins- gesamt	Davon: in bar (%)	Durch- schnitt (\$ Mio.)	Ins- gesamt (\$ Mrd.)	Ins- gesamt	Davon: in bar (%)	Durch- schnitt (\$ Mio.)	Ins- gesamt (\$ Mrd.)
1999	154	51,3	715	89,2	147	42,9	240	40,0
2000	234	44,0	778	176,4	133	31,6	330	50,1
2001	111	49,5	360	35,2	92	50,0	195	18,9
¹ Alle abgeschlossenen und hängigen Geschäfte. 2001: Januar bis Ende September. Quelle: Bloomberg. Tabelle 1								

Methodologisch wird eine Regression der logarithmischen Differenzen des Dollar/Euro-Wechselkurses (XR) auf die Änderungen der Vergangenheit, den Logarithmus der Volumina der derzeitigen bzw. zurückliegenden Fusionen und Übernahmen (M) sowie eine Reihe von anderen Erklärungsvariablen (X) verwendet.¹² In der verwendeten Spezifikation wird nach der Richtung der fusions- und übernahmebedingten Ströme differenziert. Um die Wirkung von Fusions- und Übernahmeankündigungen von der Wirkung von Meldungen über wichtige makroökonomische Variablen vom gleichen Tag unterscheiden zu können, wurde für beide Wirtschaftsräume eine zusätzliche Variable zur Erfassung der Wirkung der Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten aufgenommen. Die herangezogene Variable ist die unerwartete Komponente des NAPM- bzw. des Ifo-Index, die von Devisenhändlern genau beobachtet wird.¹³ Um schliesslich noch Wochentageeffekte erfassen zu können, werden für jeden Werktag binäre Erklärungsvariablen aufgenommen.

$$\Delta \log XR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^5 \alpha_{1,i} \Delta \log XR_{t-i} + \sum_{i=0}^5 (\beta_{EUR,i} \log M_{t-i} + \beta_{US,i} \log M_{t-i}) + \sum_{i=1}^5 \gamma_i X_i + \varepsilon_t$$

Die Gleichung wurde mit Daten der täglichen New Yorker Devisenkassakurse um 12 Uhr Ortszeit geschätzt. In Tabelle 2 sind die wichtigsten Ergebnisse wiedergegeben. Die Koeffizienten der fusions- und übernahmebedingten Ströme in die und aus den USA hatten die richtigen Vorzeichen. Somit hat die Ankündigung der Übernahme eines US-Unternehmens durch ein europäisches den Dollar gegenüber dem Euro gestärkt, während die Akquisition eines europäischen Unternehmens tendenziell, im Durchschnitt, den Euro stützte.

Statistische Signifikanz des Ankündigungseffekts

Geschätzter Einfluss der Kapitalströme aus Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs								
Januar 1999-September 2001								
	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz
Ströme in den Euro-Raum	0	0,118	1,23	0,22	0-5	0,346	1,55	0,12
Ströme in die USA	0	-0,157	-1,89	0,06	0-5	-0,481	-2,52	0,01
US-NAPM-Index für die Industriekonjunktur	0	-0,972	-1,36	0,17	0-5	0,377	0,22	0,82
Deutsche ifo-Erhebung	0	4,551	5,04	0,00	0-5	7,857	3,28	0,00
Die abhängige Variable geht als logarithmische Differenz in die Regressionsgleichung ein, Fusions/Übernahmewerte als logarithmische Grössen, und die Ankündigungsvariable in ihrer ursprünglichen Form X_k . Koeffizient = $\beta \cdot 10^3$. R^2 bereinigt = 0,09.								

Tabelle 2

¹² Im gesamten Feature wird der Dollar/Euro-Wechselkurs in Dollar pro Euro angegeben.

¹³ Die Anzahl der Makrovariablen wurde beschränkt, um Kollinearitätsprobleme zu vermeiden, die entstehen, wenn eine grosse Anzahl von Erklärungsvariablen verwendet wird. Spezifikationen mit anderen Variablen hatten keinen Einfluss auf die wichtigsten Ergebnisse. Zur Analyse der Bedeutung des Einflusses von Meldungen aus der Gesamtwirtschaft auf den Euro/Dollar-Wechselkurs s. Galati und Ho (2001).

Allerdings waren bei den fusions- und übernahmebedingten Zuflüssen in den Euro-Raum keine statistisch signifikanten Auswirkungen auf den Wechselkurs festzustellen, wohingegen sich die zeitgleich auftretenden Auswirkungen transatlantischer Fusionen und Übernahmen mit US-Zielunternehmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs auf dem 6 %-Niveau als signifikant erwiesen. Darüber hinaus zeigt sich, dass die kumulativen Koeffizienten der Volumina der laufenden Fusionen und Übernahmen sowie die der letzten fünf Lags für fusions- und übernahmebedingte Ströme in die USA statistisch hoch signifikant waren. Die entsprechende Wirkung von Akquisitionen europäischer Unternehmen durch US-Firmen hat zwar das richtige Vorzeichen, war aber wiederum statistisch nicht signifikant. Die Ergebnisse der Regression legen nahe, dass die wirtschaftliche Bedeutung der Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen im Durchschnitt gering ist. Allerdings können die errechneten Auswirkungen sehr grosser Geschäfte auf den Euro/Dollar-Wechselkurs beträchtlich sein.¹⁴

Insgesamt betrachtet lassen diese Ergebnisse in bezug auf die Auswirkungen angekündigter Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Markt eine gewisse Asymmetrie vermuten, während sie gleichzeitig auf eine anhaltende Wirkung von Fusions- und Übernahmeankündigungen mit US-Zielunternehmen auf den Wechselkurs hinweisen.

In einem nächsten Schritt wurde der Inhalt von Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen näher untersucht. Wie oben ausgeführt, dürfte bei Fusionen und Übernahmen die Wirkung des Ankündigungseffekts von den besonderen Merkmalen des Geschäfts abhängen, einschliesslich Umfang und Art der Finanzierung. Anhand von Informationen über die Bar- bzw. Aktienkomponente der einzelnen Geschäfte unseres Datensatzes wurde zunächst geprüft, ob die Reaktion des Wechselkurses auf die Ankündigung einer Fusion oder Übernahme von der Zahlungsart abhängt, d.h. davon, ob Zahlungen in bar vorgesehen sind. Dazu wurde die Regressionsgleichung um zwei binäre Variablen (jeweils eine pro Richtung der fusions- und übernahmebedingten Ströme) erweitert; bei Geschäften mit Barkomponente hat die Variable den Wert „1“, ansonsten „0“. Alternativ dazu wurden in einer zweiten Spezifikation Interaktionsvariablen verwendet, die im Falle von Bartransfers den Wert des Geschäfts annahmen und ansonsten den Wert „0“ hatten. Die empirischen Ergebnisse beider Spezifikationen legen nahe, dass statistisch betrachtet die Zahlungsart im Durchschnitt keinen signifikanten Einfluss darauf hat, wie sich Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs auswirken.¹⁵

Finanzierungsart
offenbar uner-
heblich ...

¹⁴ Nach Tabelle 2 haben transatlantische Fusionen und Übernahmen mit US-Zielunternehmen für jeweils \$ 1 Mrd. eine Aufwertung des Dollars um 0,11 % gegenüber dem Euro zur Folge. Das Angebot der Telekom für VoiceStream, das am Tag der Ankündigung einen Wert von \$ 46,5 Mrd. hatte, impliziert eine Dollaraufwertung von 0,169 %, was der am 24. Juli 2000 festgestellten Änderung des Dollar/Euro-Wechselkurses um 0,17 % entspricht.

¹⁵ Die Ergebnisse, die hier aus Platzgründen nicht wiedergegeben sind, stimmen mit denjenigen von Breedon and Fornasari (2000) überein, wonach die Geschäfte ohne Barkomponente zwar den Wechselkurs beeinflussen, doch von der Wirkung her statistisch nicht signifikant sind.

Zusätzlich wurde untersucht, ob die Auswirkungen transatlantischer Fusionen und Übernahmen von der Grösse der Transaktion abhängen, d.h. ob sogenannte „Mega-Deals“ noch zusätzliche Wirkungen haben. Dazu wurde die Regressionsgleichung nochmals um binäre Variablen erweitert (jeweils eine pro Richtung der fusions- und übernahmebedingten Ströme), die den Wert „1“ annehmen, wenn das Geschäftsvolumen \$ 1 Mrd. übersteigt; ansonsten beträgt der Wert „0“.¹⁶ Als Alternative wurden Interaktionsvariablen verwendet. Auch hier hat sich gezeigt, dass sich in keiner der Spezifikationen Hinweise für eine statistisch signifikante Wirkung der Grösse einer Transaktion ergeben.

... und kein Zusatzeffekt von „Mega-Deals“

Schliesslich wurde geprüft, ob sich Ende 2000 der Einfluss von Informationen über Fusionen und Übernahmen verändert hat, als die grenzüberschreitenden Nettozuflüsse in die USA deutlich nachliessen.¹⁷ Da Chow-Tests auf einen strukturellen Bruch Ende August 2000 hindeuteten, wurden unsere wichtigsten Regressionsgleichungen für die Zeit von September 2000 bis Ende September 2001 neu berechnet. Die in Tabelle 3 dargestellten Ergebnisse lassen im Gegensatz zum gesamten Zeitraum von Januar 1999 bis September 2001 vermuten, dass während dieses Teilzeitraums Informationen über Akquisitionen von Unternehmen des Euro-Raums durch US-Firmen im Durchschnitt einen statistisch signifikanten, positiven Einfluss auf den Euro gegenüber dem Dollar hatten.

Zusammenfassung

Dieses Feature ging der Frage nach, inwiefern Ankündigungen transatlantischer Fusionen und Übernahmen mit Bewegungen der Dollar/Euro-Kassakurse im Zeitraum von Januar 1999 bis September 2001 in Einklang stehen. Dabei hat sich gezeigt, dass Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen,

Geschätzter Einfluss der Kapitalströme aus Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs								
September 2000-September 2001								
	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz
Ströme in den Euro-Raum	0	0,494	2,85	0,00	0-5	1,089	2,63	0,01
Ströme in die USA	0	- 0,483	- 3,23	0,00	0-5	- 0,616	- 1,45	0,15
US-NAPM-Index für die Industriekonjunktur	0	- 2,159	- 1,94	0,05	0-5	3,699	1,08	0,28
Deutsche ifo-Erhebung	0	1,595	0,93	0,35	0-5	9,007	2,25	0,02
Die abhängige Variable geht als logarithmische Differenz in die Regressionsgleichung ein, Fusions/Übernahmewerte als logarithmische Grössen, und die Ankündigungsvariable in ihrer ursprünglichen Form X_k . Koeffizient = $\beta \cdot 10^3$. R^2 bereinigt = 0,18.								
Tabelle 3								

¹⁶ Die Ergebnisse sind bei Schwellenwerten von \$ 2 oder \$ 5 Mrd. gesichert. Aus Platzgründen werden die Ergebnisse hier nicht wiedergegeben; sie stehen aber bei den Verfassern auf Anfrage zur Verfügung.

¹⁷ S. *Economist* (2001).

bei denen eine Firma des Euro-Raums ein US-Unternehmen erwirbt, tatsächlich einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Wechselkurse hatten und dass die Stärke dieses Einflusses von der Finanzierung des Fusions- bzw. Übernahmegeschäfts unabhängig war. War jedoch ein Unternehmen des Euro-Raums Ziel einer Fusion bzw. Übernahme, war kein statistisch signifikanter Einfluss auf den Wechselkurs festzustellen. Darüber hinaus gab es keine Bestätigung dafür, dass sogenannte „Mega-Deals“ zusätzliche Wirkungen haben. Die starken fusions- und übernahmebedingten Nettoströme vom Euro-Raum in die USA sind deshalb mit der Abschwächung des Euro gegenüber dem Dollar konsistent.

Aus diesen Ergebnissen lässt sich implizit schliessen, dass die Hypothese der Ankündigungseffekte offenbar die jeweiligen besonderen Merkmale (d.h. die Finanzierung) nicht voll abbildet. Das bedeutet, dass die Ankündigungseffekte die Reaktion der Händler auf die vorweggenommenen Devisenströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen nicht unbedingt widerspiegeln. Da statistisch signifikante Zusammenhänge hinsichtlich Grösse und Finanzierung fehlen, scheint es eher angezeigt, davon auszugehen, dass die Reaktion der Wechselkurse auf Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen von der Stärke der kumulierten Nettoströme abhängen könnte, d.h. davon, wie der Markt den allgemeinen Trend von fusions- und übernahmebedingten Strömen wahrnimmt. Das könnte als Nachweis von Signaleffekten interpretiert werden: Die Ankündigung von Fusionen und Übernahmen ist ein Indikator für die relative Stärke des erwarteten Wirtschaftswachstums der beiden an einem solchen Geschäft beteiligten Volkswirtschaften – und somit gleichzeitig ein Indikator für zukünftige Fusionen und Übernahmen. Diese Interpretation des Ankündigungseffekts wird auch durch das Ergebnis gestützt, wonach gegen Ende des Jahres 2000 Meldungen über Akquisitionen von Firmen des Euro-Raums durch US-Unternehmen den Euro stützten und damit die bisherige asymmetrische Reaktion der Wechselkurse auf angekündigte Übernahmen europäischer Unternehmen im Vergleich zu amerikanischen beendete.

Insgesamt lässt sich als Schlussfolgerung feststellen, dass die grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit die Stärkung des Dollars zwischen 1999 und 2000 gefördert hat. Allerdings bleibt auch festzustellen, dass sich das Tempo der Fusions- und Übernahmetätigkeit mit Beginn des vierten Quartals 2000 deutlich verlangsamt hat. Das durchschnittliche monatliche Nettovolumen neu angekündigter transatlantischer Fusionen und Übernahmen brach nach den Zahlen unseres Datensatzes von ca. \$ 10,5 Mrd. im Jahr 2000 auf \$ 1,8 Mrd. in den ersten drei Quartalen des Jahres 2001 ein. Dies ist ein Hinweis auf veränderte relative Wachstumsaussichten der beiden betroffenen Volkswirtschaften, die sich ihrerseits negativ auf den Dollar ausgewirkt haben dürften.

Bibliographie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001a): *71. Jahresbericht*, Basel, Juni, S. 92-113.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001b): *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data*, Basel, Oktober.

Breedon, F. und F. Fornasari (2000): „FX impact of cross-border M&A“, Lehman Brothers, *Global Economics Research Series*, April.

Economist (2000): „Bouncing back“, 2. November.

Economist (2001): „The great merger wave breaks“, 25. Januar.

Europäische Zentralbank (2001): „Euro area balance of payments“, *ECB Statistical Press Release*, 30. Juli.

Financial Times (2000): „Deutsche Telekom and VoiceStream approve \$ 50bn deal“, 24. Juli.

Financial Times (2001): „Deutsche Telekom deals give big US presence“, 1. Juni.

Galati, G. und C. Ho (2001): „The effect of macro news on the euro/dollar exchange rate“, *BIS Working Papers*, Nr. 105, Basel, Dezember.

Montgomery, J., A. Freiheit-Kinch und R. McCaughrin (2001): *Global linkages: cross-border M&A prospects*, Morgan Stanley Dean Witter, Global Equity Research, Juli.