

M&As im europäischen und nordamerikanischen Energiemarkt: Implikationen für die Beurteilung von Legal und Ownership Unbundling

Eine Event Study Analyse

Stefan Bogner*

Stephan Gasser†

Margarethe Rammerstorfer‡

Stichworte

Fusionen, Übernahmen, Energiemarkt, Regulierung, Unbundling

JEL Klassifizierung

G34, G38, L40, L97

Übersicht

Das Wettbewerbs- bzw. Kartellrecht soll Unternehmen daran hindern, sich an wettbewerbswidrigem Verhalten zu beteiligen und den Marktwettbewerb fördern und schützen. In diesem Zusammenhang stehen Fusionen und Übernahmen (M&As) unter besonderer Beobachtung, da man bei diesen Vorgängen oft davon ausgeht, dass sie durch mögliche Marktmacht-Steigerungen motiviert sind, was sich nachteilig auf die Effizienz des Marktes auswirken würde. Mit Blick auf die jüngsten Bemühungen der Europäischen Union, die Effektivität des Wettbewerbsrechts im Energiemarkt zu erhöhen (insbesondere mittels Legal und Ownership Unbundling), wird in dieser Arbeit eine Event Study Analyse angewandt, um die Reaktion des Marktes auf die Ankündigung von Fusionen und Übernahmen in EU und US Energiemärkten zu bestimmen und in weiterer Folge zu analysieren, ob die Hypothese, dass M&As zu erhöhter Marktmacht der nun verbundenen Unternehmen führen, tatsächlich Gültigkeit besitzt. Unsere Ergebnisse zeigen, dass eine Erhöhung der Marktmacht nicht das Hauptmotiv für M&As im Energiesektor darstellt. Des Weiteren bestätigen unsere Ergebnisse auch nicht die allgemeine Angemessenheit von Legal und Ownership Unbundling als Instrumente des Wettbewerbsrechts gegen Marktverzerrungen bzw. Marktversagen.

Methodik

Zwei Datensätze angekündigter Energiemarkt-M&As in der Europäischen Union und Nordamerika zwischen 1996 und 2010 bilden die Grundlage unserer Forschung. Da die Reaktion des Marktes als die beste auf öffentlich zugänglichen Informationen basierende Schätzung bezüglich der Auswirkungen eines M&As auf zukünftige Unternehmensgewinne interpretiert werden kann (Cox & Portes, 1998), wenden wir den durch Brown und Warner (1980, 1985) bzw. Kothari et al. (2007) skizzierten Event Study Ansatz an, um die Reaktion des Marktes zu analysieren. Wir berechnen daher für ein Fenster von 11 Handelstagen (ein Fenster, das den Tag der ursprünglichen Ankündigung eines M&As umgibt bzw. diesen auch beinhaltet) sowohl sogenannte Average Abnormal Returns () als auch Cumulative Average Abnormal Returns (, über Zeit aggregiert), getrennt für beide Märkte und jeweils drei Subsamples an Daten (kaufende Unternehmen = Acquirers, gekaufte Unternehmen = Targets, Markt-Wert-gewichteten Portfolios beider Unternehmen = Portfolios). In Verbindung mit den ebenfalls berechneten rivalisierender Unternehmen (Konkurrenten zu den Unternehmen, die an den M&As beteiligt sind; ein Ansatz, der durch Eckbo (1983, 1989) begründet wurde), ist es somit möglich, die Interpretation des Marktes hinsichtlich der den M&A Transaktionen zu Grunde liegenden Motivation zu analysieren. Prinzipiell gibt es vier Mainstream Hypothesen, die in der Regel herangezogen werden um die Motive von M&As zu erklären (Marktmacht Hypothese, Effizienz Hypothese, Hybris Hypothese, Principal-Agent-Hypothese), wobei jedoch festzuhalten ist, dass die Marktmacht Hypothese die einzige dieser Hypothesen ist, bei der das Wohl der Verbraucher bzw. der Marktwettbewerb nachteilig betroffen wären. Die Marktmacht Hypothese stellt somit auch die einzige Hypothese dar, unter der Marktintervention durch Legal und Ownership Unbundling allgemein gerechtfertigt wäre, um den Wettbewerb im Markt zu erhöhen bzw. das Wohl der Verbraucher zu fördern.

* Vienna University of Economics and Business, +431313364242, stefan.bogner@wu.ac.at

† Vienna University of Economics and Business, +431313364392, stephan.gasser@wu.ac.at

‡ Vienna University of Economics and Business, +431313365995, margarethe.rammerstorfer@wu.ac.at

Ergebnisse

für die EU und die USA ähneln einander stark in Bezug auf die statistische Signifikanz der Ergebnisse (mit Ausnahme der Acquirer) sowie deren Richtung (d.h. positive/negative Werte). Target über einen Kern-Ereigniszeitraum von 5 Handelstagen (Tag -2 bis Tag +2), sind in beiden Datensätzen hochsignifikant und positiv (EU: 3,19%, USA: 11.23%). Portfolio sind sowohl in der EU (1,05%) als auch in den USA (2,12%) ebenfalls signifikant und positiv. Die von EU Acquirern sind statistisch nicht signifikant, während die von US Acquirern statistisch signifikant bei -1.39% liegen.

Unter Miteinbeziehung der Abnormal Returns Daten rivalisierender Unternehmen können die untersuchten M&A Transaktionen in den EU- und US-Datensätzen wie folgt eingeteilt werden:

	EU		US	
	#	%	#	%
H ₁ Marktmacht	16		22	
H ₂ Effizienz	11		5	
H ₃ Hybris	11		14	
H ₄ Principal-Agent	42		32	
Keine Hypothese	25	%	5	
Gesamt	105		78	

Tabelle 1, Absolute Anzahl & Prozentzahlen von M&As, die auf Basis ihrer einer spezifischen Hypothese zugeordnet werden können

Interpretation der Ergebnisse

Die Cumulative Average Abnormal Returns über den Kern-Ereigniszeitraum von 5 Handelstagen (Tag -2 bis Tag +2, inklusive Ankündigungstag 0) unterstützen die Marktmacht Hypothese nicht. Insgesamt weisen die Ergebnisse darauf hin, dass die Ankündigung eines M&As negative Auswirkungen auf die übernehmende Gesellschaft hat, während das Übernahmeziel von der Ankündigung profitiert. Der Gesamteffekt auf die kombinierten Unternehmen ist ebenso positiv. Diese Ergebnisse liegen völlig im Widerspruch zu den erwarteten Auswirkungen eines M&As nach der Marktmacht Hypothese.

Als weiterer Beweise gegen die Marktmacht Hypothese als wichtigsten Faktor bei Energiemarkt M&As kann die Anzahl der spezifischen M&As, die gemäß unseren Ergebnissen der Marktmacht Hypothese zuordenbar sind, gesehen werden. Basierend auf einer Auswertung der Acquirer, Target und Portfolio , können nur etwas weniger als ein Sechstel (15,24%) aller M&A Transaktionen in der EU bzw. nur ein knappes Drittel (28,21%) aller M&As in den USA auf Motivation durch Marktmacherhöhung (also auf die Marktmacht Hypothese) zurückgeführt werden - ein Ergebnis, das dazu führt, dass Marktinterventionsmaßnahmen (wie z.B. Legal und Ownership Unbundling) in 84,76% (EU) bzw. 71,79% (USA) aller Fälle als nicht wünschenswert eingestuft werden müssen. Dabei kann dies noch als konservative Interpretation der Ergebnisse gesehen werden, da die Problematik des sogenannten Positive Information Signaling Effects (resultierend in einer möglichen Überschätzung der durch Marktmacht motivierten M&As gemäß Eckbo (1989)) hier nicht berücksichtigt werden kann.

Die bisherigen Ergebnisse widersprechen somit der Möglichkeit, Legal und Ownership Unbundling wirkungsvoll als Standard-Instrument im Wettbewerbs- und Kartellrecht einzusetzen. In der Tat zeigen unsere Ergebnisse, dass ein Zwang für Unternehmen, sich zu entflechten und so einmal durchgeführte M&A Transaktionen wieder rückgängig zu machen, in einigen Fällen sogar negative Auswirkungen auf die Effizienz des Marktes haben kann und somit nicht dazu geeignet ist, den Wettbewerb bzw. den Nutzen der Verbraucher im Energiemarkt zu sichern.

Wettbewerbsgesetze, die es Regulierungsbehörden allerdings auf individueller Basis erlauben zu beurteilen, ob ein bestimmtes im Energiemarkt tätiges Unternehmen zu einer Entflechtung seiner Operationen gezwungen werden sollte (mittels Legal oder Ownership Unbundling), scheinen allerdings eine durchaus tragfähige politische Lösung zur Verbesserung der Wettbewerbssituation zu sein.

Referenzen

- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Cox, A. J., & Portes, J. (1998). Mergers in Regulated Industries: the Uses and Abuses of Event Studies. *Journal of Regulatory Economics*, 14(3), 281-304. doi: 10.1023/A:1008087424850
- Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 241-273.
- Eckbo, B. E. (1989). The Role of Stock Market Studies in Formulating Antitrust Policy Toward Horizontal Mergers: Comment. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 28(4), 22.
- Kothari, S. P., Warner, J. B., & Eckbo, B. E. (2007). Chapter 1 - Econometrics of Event Studies *Handbook of Empirical Corporate Finance* (pp. 3-36). San Diego: Elsevier.