

Thomas W. Thomas

Unternehmens- zusammenschlüsse in der Energieversorgung

**Empirische Analyse der
Übernahmewelle der 1990er Jahre
in Nordamerika und Europa**

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Dirk Schiereck

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort.....	V
Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Tabellenverzeichnis.....	XV
Abbildungsverzeichnis	XXVII
Abkürzungsverzeichnis	XXIX

I. Einführung 1

I.1 Motivation und Ziele der Arbeit	1
I.2 Aufbau der Arbeit	4

II. Transformation der Märkte für Energieversorgung und Übernahmeaktivitäten in Nordamerika und Europa 6

II.1 Begriffliche Abgrenzung.....	6
II.1.1 Unternehmenszusammenschlüsse.....	6
II.1.2 Energiewirtschaft und Energieversorgungsunternehmen	7
II.2 Wertschöpfungsstufen der leitungsgebundenen Energieversorgung	7
II.2.1 Stromversorgung.....	7
II.2.2 Gasversorgung	13
II.3 Wandel der Rahmenbedingungen, Wettbewerbsaspekte und Marktstrukturen in der Energieversorgung	17
II.3.1 Nordamerika	17
II.3.1.1 Stromversorgung	17
II.3.1.2 Gasversorgung.....	23
II.3.2 Europa.....	27
II.3.2.1 Stromversorgung	27
II.3.2.2 Gasversorgung	32
II.3.3 Zusammenfassung	35
II.4 Übernahmen von Energieversorgern.....	36
II.5 Stand der Forschung zu den Auswirkungen von Übernahmen durch Energieversorger	38
II.5.1 Ereignisstudien	38
II.5.2 Performancestudien	42
II.5.3 Kritik an den Untersuchungsansätzen von Ereignis- und Performancestudien	45
II.5.4 Zusammenfassung	47

III. Erklärungsansätze für Unternehmenszusammenschlüsse.....	49
III.1 Unternehmenszusammenschlüsse aus der Perspektive der Rational Choice-Theorie	49
III.1.1 Unternehmenswertmaximierende Motive	50
III.1.1.1 Wertmaximierung durch Effizienzsteigerung	50
III.1.1.2 Wertmaximierung durch Rentenumverteilung	62
III.1.1.3 Wertmaximierung durch private Information	67
III.1.2 Maximierung des Managementnutzens	70
III.2 Unternehmenszusammenschlüsse als Ergebnis eines Strategieprozesses.....	74
III.3 Unternehmenszusammenschlüsse als Reaktion auf makroökonomische Veränderungen	76
III.4 Zusammenfassung.....	79
IV. Untersuchungsmethodik und Datensample.....	82
IV.1 Methodik zur Messung der Übernahmewirkungen.....	82
IV.1.1 Ereignisstudie	82
IV.1.1.1 Messung der Kursreaktionen von Käufer-, Ziel- und hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	82
IV.1.1.2 Messung der Marktreaktionen auf Übernahmeankündigungen von Wettbewerbern	92
IV.1.1.3 Multivariate Analyse der Börsenreaktionen.....	93
IV.1.2 Entwicklung der Unternehmensleistung.....	94
IV.1.2.1 Indikatoren für die Unternehmensleistung.....	94
IV.1.2.2 Veränderung der Unternehmensleistung.....	100
IV.1.2.3 Multivariate Analyse der Leistungsentwicklung.....	103
IV.2 Auswahl des Datensamples.....	104
IV.3 Charakteristika des Datensamples.....	105
V. Bewertung der Zusammenschlüsse von Energieversorgern durch den Kapitalmarkt	113
V.1 Kapitalmarktreaktionen von Käufer-, Ziel- und hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	113
V.1.1 Untersuchung des gesamten Datensatzes	113
V.1.2 Potentielle Verzerrungen der Kapitalmarktbeurteilung	121
V.1.3 Analyse von Subsamples	127
V.1.3.1 Übernahmen nordamerikanischer und europäischer Energieversorger	127
V.1.3.2 Operative Synergien.....	131
V.1.3.3 Finanzielle Synergien.....	143
V.1.3.4 Manageriale Synergien.....	150
V.1.4 Analyse von Einflussvariablen	163
V.1.4.1 Art des Kontrollübergangs	164
V.1.4.2 Art der Übernahmefinanzierung.....	167
V.1.4.3 Börsennotierung der Zielunternehmen.....	171
V.1.4.4 Staatliche Eigentümer	174

V.1.4.5 Übernahmeerfahrung der Käuferunternehmen	179
V.1.5 Zusammenfassung	184
V.2 Kapitalmarktreaktionen auf Übernahmen von Branchenwettbewerbern	185
V.2.1 Identifikation von Branchenwettbewerbern	185
V.2.2 Wettbewerbsreaktionen in den USA	186
V.2.2.1 Untersuchung des gesamten Datensatzes	187
V.2.2.2 Univariate Analyse von Teilstichproben	190
V.2.2.3 Multivariate Analyse der Wettbewerbsreaktionen	197
V.2.3 Wettbewerbsreaktionen in Deutschland	200
V.2.3.1 Untersuchung des gesamten Datensatzes	201
V.2.3.2 Untersuchung von Teilstichproben	204
V.2.3.3 Multivariate Analyse der Wettbewerbsreaktionen	208
V.2.4 Zusammenfassung	210
V.3 Multivariate Analyse der Kapitalmarktreaktionen	211
V.3.1 Deskriptive Analyse der Einflussvariablen	211
V.3.2 Analyse der kumulierten abnormalen Renditen der Käuferunternehmen	214
V.3.3 Analyse der kumulierten abnormalen Renditen der Zielunternehmen	217
V.3.4 Analyse der kumulierten abnormalen Renditen der hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	220
V.3.5 Zusammenfassung	222
VI. Entwicklung der Unternehmensleistung nach Zusammenschlüssen von Energieversorgern	225
VI.1 Analyse der rohen Unternehmenskennzahlen	225
VI.1.1 Entwicklung der Käuferunternehmen	225
VI.1.2 Entwicklung der Zielunternehmen	229
VI.1.3 Entwicklung der hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	232
VI.2 Analyse der branchenbereinigten Unternehmenskennzahlen	235
VI.2.1 Entwicklung der Käuferunternehmen	235
VI.2.2 Entwicklung der Zielunternehmen	239
VI.2.3 Entwicklung der hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	242
VI.2.4 Zusammenfassung	245
VI.3 Multivariate Analyse der branchenbereinigten Cash-flow-Rentabilität	246
VI.3.1 Regressionsmodell	246
VI.3.2 Entwicklung der Käuferunternehmen	247
VI.3.3 Entwicklung der hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	249
VI.3.4 Zusammenfassung	252
VI.4 Vergleich der Kapitalmarkteinschätzungen und der Veränderung der Unternehmensleistung	252
VII. Zusammenfassung und Ausblick	260
Literaturverzeichnis	267

Anhang (auf beiliegender CD-ROM):

Anhang I: Struktur der Energieversorgung in Nordamerika und Europa	A1
Anhang II: Untersuchte Transaktionen.....	A6
Anhang II.1: Übernahmen europäischer Energieversorger	A6
Anhang II.2: Übernahmen nordamerikanischer Energieversorger.....	A15
Anhang III: Kapitalmarktreaktionen auf Zusammenschlüsse nordamerikanischer und europäischer Energieversorgungsunternehmen	A28
Anhang III.1: Operative Synergien	A28
Anhang III.2: Finanzielle Synergien	A37
Anhang III.3: Manageriale Synergien	A45
Anhang III.4: Analyse von Einflussvariablen	A53
Anhang IV: Multivariate Analyse der Kapitalmarktreaktionen.....	A63
Anhang IV.1: Analyse des gesamten Datensatzes.....	A63
Anhang IV.2: Übernahmen nordamerikanischer Energieversorger.....	A73
Anhang IV.3: Übernahmen europäischer Energieversorger (EU).....	A83
Anhang V: Entwicklung der Unternehmensleistung	A93
Anhang V.1: Unternehmensleistung aller hypothetischen Gemeinschaftsunternehmen	A93
Anhang V.2: Entwicklung der Unternehmensleistung nach Übernahmen nordamerikanischer und europäischer Energieversorgungsunternehmen (EU).....	A96
Anhang V.3: Multivariate Analyse der Entwicklung der Unternehmensleistung.....	A100