

Entrepreneurial and Financial Studies

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Prof. Dr. Christoph Kaserer

Jens Mittnacht

Die Kapitalmarktbewertung von Desinvestitionen

Verlag Wissenschaft & Praxis



Die Kapitalmarktbewertung von Desinvestitionen –
eine Ereignisstudie über Selloffs und Unit Buyouts in Kontinentaleuropa

Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Band 8

Jens Mittnacht

Die Kapitalmarktbewertung von Desinvestitionen –

**eine Ereignisstudie über Selloffs und
Unit Buyouts in Kontinentaleuropa**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-89673-275-7

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2006
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Danksagung

Ich möchte mich an dieser Stelle herzlich bei meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Christoph Kaserer, für die Annahme meines Forschungsvorschlags und die Betreuung bei der Durchführung meiner Dissertation bedanken. Er ließ mir viel Freiheit bei der Durchführung meines Forschungsvorhabens und gab mir dennoch immer die notwendige Hilfe bei der Beantwortung der entscheidenden Fragestellungen. Ich empfand die Art der Zusammenarbeit als äußerst angenehm. Mein Dank gilt ebenfalls Herrn Professor Dr. Rudi Zagst für die Übernahme der Zweitkorrektur.

Weiterhin möchte ich meinem Arbeitgeber McKinsey & Company für die finanzielle Hilfe und den Zugang zu entscheidenden Informationsquellen danken. Meinen Kollegen und Freunden danke ich für manche inhaltliche Diskussion, aber auch für die notwendige gemeinsame Ablenkung.

Einen großen Dank möchte ich auch Laureen aussprechen. Sie hat mich in den letzten 8 Jahren und insbesondere auch bei der Erstellung dieser Arbeit immer voll und ganz unterstützt. Sie hat mir den notwendigen Rückhalt beim Durchleben der Hochs und Tiefs, die mit einer Dissertation verbunden sind, gegeben.

Mein besonderer Dank gilt meinen Eltern. Sie haben mir meine Ausbildung ermöglicht und mich bei all meinen beruflichen und privaten Entscheidungen unterstützt. Sie waren einfach immer für mich da. Ihnen und Laureen widme ich diese Arbeit.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	VII
Abbildungsverzeichnis	X
Tabellenverzeichnis	XI
Verzeichnis der Abkürzungen	XIII
Verzeichnis wiederkehrender Formelsymbole	XIV
1 Einleitung und Problemstellung	1
1.1 Ausgangssituation	1
1.2 Zielsetzung der Arbeit	3
1.3 Aufbau der Arbeit	4
2 Begriffsabgrenzung	5
2.1 Definition und Systematisierung von Desinvestitionen	5
2.1.1 Definition von Desinvestitionen	5
2.1.2 Arten von Desinvestitionen	6
2.1.2.1 Selloffs	6
2.1.2.2 Unit Buyouts	6
2.1.2.3 Spinoffs	9
2.1.2.4 Equity Carveouts	9
2.1.3 Motive von Desinvestitionen	10
2.1.4 Richtungen von Desinvestitionen	12
2.2 Abgrenzung zu verwandten Konzepten	13
2.2.1 Stilllegung	13
2.2.2 Liquidation	13
2.2.3 Sanierungs-/ Restrukturierungsmanagement	13
2.2.4 Kerngeschäftsstrategie	14
2.2.5 Kernkompetenzstrategie	15
3 Wertsteigerung durch Desinvestition	17
3.1 Konzept des wertorientierten Managements	17
3.1.1 Begründung der Ausrichtung am Unternehmenswert	17
3.1.2 Ermittlung des Unternehmenswertes	19
3.1.3 Strategien zur Erhöhung des Unternehmenswertes	21

3.2	Prinzipal-Agent-Theorie	22
3.2.1	Agency-Problematik.....	22
3.2.2	Agency-Problematik und Desinvestitionen	26
3.2.3	Möglichkeiten zur Verringerung der Agency-Problematik	27
3.2.3.1	Kontrollmechanismen.....	27
3.2.3.2	Anreizmechanismen	32
3.3	Empirische Studien zu Kurseffekten von Desinvestitionen.....	35
3.3.1	Empirische Studien zu Selloffs.....	35
3.3.2	Empirische Studien zu Unit Buyouts.....	37
3.4	Bestimmungsgrößen der Wertsteigerung bei Desinvestitionen	37
3.4.1	Effizienzeffekte beim Käufer	39
3.4.1.1	Synergieeffekte bei Selloffs.....	40
3.4.1.2	Buyout-spezifische Effizienzeffekte.....	47
3.4.2	Effizienzeffekte beim Verkäufer	59
3.4.2.1	Fokussierung der Geschäftstätigkeit.....	59
3.4.2.2	Verkauf verlustbringender Assets.....	69
3.4.3	Finanzierungseffekte beim Verkäufer	72
3.4.4	Signalingeffekte	79
3.4.5	Werttransfereffekte.....	81
3.4.6	Sekundäre Einflussfaktoren.....	91
3.4.6.1	Agency-Variablen	91
3.4.6.2	Finanzielle Situation des Verkäufers	92
3.4.6.3	Performance des Verkäufers.....	94
3.4.6.4	Relative Größe.....	95
3.4.6.5	Preisbekanntgabe.....	96
3.4.6.6	Nationalität des Käufers bzw. der Assets	97
3.4.6.7	Wahrscheinlichkeit der Transaktion	99
3.4.6.8	Liquidität der Assets.....	100
3.4.6.9	Übernahmeabwehr.....	100
3.4.7	Übersicht der empirischen Ergebnisse zu Bestimmungsgrößen	102
3.5	Entscheidung über optimalen Käufer.....	103
4	Datengewinnung und Methodik	109
4.1	Untersuchungshypothesen	109
4.2	Datenauswahl.....	115
4.2.1	Stichprobenbildung	115
4.2.2	Bestimmung des Ereigniszeitpunktes	121
4.2.3	Ermittlung der Analyse-Variablen.....	124

4.3	Methodik von Ereignisstudien.....	126
4.3.1	Informationseffizienz als Voraussetzung	126
4.3.2	Berechnung abnormaler Renditen	128
4.3.3	Probleme bei Berechnung und Test der abnormalen Renditen ..	133
4.3.3.1	Verletzung der Normalverteilungsannahme	133
4.3.3.2	Thin-Trading	134
4.3.3.3	Autokorrelation	135
4.3.3.4	Heteroskedastizität	136
4.3.3.5	Varianzerhöhung durch Ereignis	138
4.3.3.6	Clustering	138
4.3.4	Auswahl der Teststatistiken.....	141
4.3.4.1	Teststatistiken auf Signifikanz einer Stichprobe.....	141
4.3.4.2	Teststatistiken auf Signifikanzunterschiede zweier Stichproben	147
5	Ergebnisse der empirischen Untersuchung.....	149
5.1	Beschreibung der Untersuchungsgruppe	149
5.2	Kumulierte abnormale Rendite der Stichprobe.....	151
5.2.1	Gesamte Untersuchungsgruppe	151
5.2.2	Vergleich von Selloffs und Unit Buyouts	154
5.3	Einflussfaktoren	157
5.3.1	Effizienzsteigerungen beim Käufer	157
5.3.2	Fokussierung beim Verkäufer	160
5.3.3	Verkauf verlustbringender Unternehmensteile	163
5.3.4	Finanzierungseffekte	167
5.3.5	Performance des Verkäufers.....	175
5.3.6	Relative Größe der verkauften Assets	179
5.3.7	Preisbekanntgabe.....	181
5.3.8	Nationalität der verkauften Assets und des Käufers	182
5.3.9	Phase des Konjunkturzyklus.....	184
5.3.10	Ermittlung des Gesamteinflusses in multivariaten Analysen.....	186
6	Zusammenfassung.....	191
	Anhang	195
	Literaturverzeichnis.....	203

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1:	Buyout Entwicklung in Kontinentaleuropa	2
Abbildung 1.2:	Quellen von Buyouts in Kontinentaleuropa.....	3
Abbildung 1.3:	Aufbau der Arbeit.....	4
Abbildung 2.1:	Arten von Desinvestitionen	10
Abbildung 3.1:	Unternehmensbewertung mit Entity- und Equity-Methode ...	21
Abbildung 3.2:	Wertsteigerungs-Hexagon	22
Abbildung 3.3:	Bestandteile der Bezahlung	33
Abbildung 3.4:	Wertsteigerungspotentiale durch Desinvestitionen.....	38
Abbildung 3.5:	Überhang der Einflüsse in Private Equity Fonds.....	90
Abbildung 3.6:	Einflussfaktoren auf Entscheidung über optimalen Käufer .	108
Abbildung 4.1:	Reife der Buyout Märkte in Europa.....	116
Abbildung 4.2:	Buyout Aktivität in einzelnen Ländern Kontinentaleuropas	116
Abbildung 4.3:	Quellen der Buyout Aktivität in einzelnen Ländern	117
Abbildung 4.4:	Generierung der finalen Stichprobe.....	119
Abbildung 4.5:	Zusammensetzung der finalen Stichprobe	121
Abbildung 4.6:	Schätzung normaler Renditen.....	131
Abbildung 4.7:	Zeitliche Verteilung der Transaktionen	139
Abbildung 4.8:	Branchenverteilung Verkäufer – Makro-Industrien.....	140
Abbildung 4.9:	Branchenverteilung Verkäufer – Mid-Industrien.....	140
Abbildung 4.10:	Statistische Probleme bei Berechnung und Test abnormaler Renditen	141
Abbildung 4.11:	Auswahl Teststatistiken.....	147
Abbildung 5.1:	Ankündigungseffekt der Gesamtstichprobe.....	152
Abbildung 5.2:	Ankündigungseffekt für Selloffs und Unit Buyouts	154
Abbildung 5.3:	Ankündigungseffekt für MBO's und IBO's	155
Abbildung 5.4:	Einfluss der Fokussierung – Selloffs	161
Abbildung 5.5:	Einfluss der Fokussierung – Unit Buyouts	163
Abbildung 5.6:	Einfluss der Profitabilität der Zielfirma – Selloffs.....	165
Abbildung 5.7:	Einfluss der Mittelverwendung – Gesamtstichprobe	168
Abbildung 5.8:	Einfluss des Verschuldungsgrades – Unit Buyouts	173
Abbildung 5.9:	Einfluss der relativen Aktienperformance – Gesamtstichprobe	176
Abbildung 5.10:	Einfluss der Profitabilität – Selloffs	178
Abbildung 5.11:	Einfluss der relativen Größe – Gesamtstichprobe.....	180

Tabellenverzeichnis

Tabelle 3.1:	Studienübersicht Selloffs	36
Tabelle 3.2:	Studienübersicht Unit Buyouts	37
Tabelle 3.3:	Übernahmeprämien.....	40
Tabelle 3.4:	Studienübersicht Kurseffekt für den Käufer und Gesamtwerteffekt.....	41
Tabelle 3.5:	Übernahmeprämien bei Going Private Buyouts.....	47
Tabelle 3.6:	Studienübersicht Effizienzeffekte von Buyouts	54
Tabelle 3.7:	Übersicht Einflussfaktoren bei Selloffs	102
Tabelle 3.8:	Übersicht Einflussfaktoren bei Unit Buyouts.....	103
Tabelle 4.1:	Einteilung Makro- und Mid-Industrien.....	124
Tabelle 5.1:	Größenverhältnis der Transaktionen.....	149
Tabelle 5.2:	Bewertung des Verkäufers und der Zielfirma	150
Tabelle 5.3:	Firmencharakteristika der Verkäufer	151
Tabelle 5.4:	Abnormale Rendite zum Spekulationsdatum.....	152
Tabelle 5.5:	Abnormale Rendite zum Ankündigungsdatum	152
Tabelle 5.6:	Abnormale Rendite der Gesamtstichprobe	153
Tabelle 5.7:	Kumulierte abnormale Rendite der Gesamtstichprobe.....	153
Tabelle 5.8:	Kumulierte abnormale Rendite für Selloffs und Unit Buyouts	155
Tabelle 5.9:	Kumulierte abnormale Rendite für MBO's und IBO's	156
Tabelle 5.10:	Einfluss der Synergie beim Käufer – Selloffs.....	158
Tabelle 5.11:	Einfluss der Prämie – Gesamtregression.....	159
Tabelle 5.12:	Einfluss der Prämie – Einzelregressionen.....	159
Tabelle 5.13:	Einfluss der Prämie und weiterer Variablen – Regression Selloffs	160
Tabelle 5.14:	Einfluss der Fokussierung – Gesamtstichprobe	161
Tabelle 5.15:	Einfluss der Fokussierung – Selloffs	162
Tabelle 5.16:	Einfluss der Fokussierung – Unit Buyouts.....	163
Tabelle 5.17:	Einfluss der Profitabilität der Zielfirma – Gesamtstichprobe...	164
Tabelle 5.18:	Einfluss der Profitabilität der Zielfirma – Selloffs.....	164
Tabelle 5.19:	Einfluss der Profitabilität der Zielfirma – Einzelregressionen .	166
Tabelle 5.20:	Einfluss von Profitabilität und Prämie – Regression Selloffs ..	167
Tabelle 5.21:	Kumulierte abnormale Renditen bei Motiv Finanzierung.....	168
Tabelle 5.22:	Einfluss der Mittelverwendung – Gesamtstichprobe	169
Tabelle 5.23:	Einfluss der Mittelverwendung – Selloffs.....	169

Tabelle 5.24: Einfluss der Mittelverwendung – Unit Buyouts.....	169
Tabelle 5.25: Charakteristika der Verkäufer bei Mittelauszahlung bzw. -einbehalt.....	170
Tabelle 5.26: Einfluss der Verschuldung und Liquidität – Gesamtregression.....	171
Tabelle 5.27: Einfluss der Verschuldung und Liquidität – Einzelregressionen.....	172
Tabelle 5.28: Einfluss des Verschuldungsgrades – Unit Buyouts.....	173
Tabelle 5.29: Charakteristika der Verkäufer bei Gewinn bzw. Verlust der Zielfirma	174
Tabelle 5.30: Einfluss von Performance-Variablen – Gesamtregression.....	175
Tabelle 5.31: Einfluss der relativen Aktienperformance – Gesamtstichprobe	177
Tabelle 5.32: Einfluss der Profitabilität – Einzelregressionen	177
Tabelle 5.33: Einfluss der Profitabilität – Selloffs.....	178
Tabelle 5.34: Einfluss der relativen Größe – Einzelregressionen	179
Tabelle 5.35: Einfluss der relativen Größe – Gesamtstichprobe	180
Tabelle 5.36: Einfluss der Preisbekanntgabe – Gesamtstichprobe.....	181
Tabelle 5.37: Einfluss der Preisbekanntgabe – Selloffs.....	182
Tabelle 5.38: Einfluss der Preisbekanntgabe – Unit Buyouts	182
Tabelle 5.39: Einfluss der Nationalität der verkauften Assets – Gesamtstichprobe	183
Tabelle 5.40: Einfluss der Nationalität der verkauften Assets – FR/GR.....	183
Tabelle 5.41: Einfluss der Nationalität des Käufers – Selloffs	184
Tabelle 5.42: Einfluss der wirtschaftlichen Lage – Gesamtregression	185
Tabelle 5.43: Einfluss der wirtschaftlichen Lage – Gesamtstichprobe	185
Tabelle 5.44: Multivariate Analyse – Selloffs	186
Tabelle 5.45: Bivariate Korrelationen – Selloffs	187
Tabelle 5.46: Multivariate Analyse – Unit Buyouts	188
Tabelle 5.47: Bivariate Korrelationen – Unit Buyouts	188

Verzeichnis der Abkürzungen

AD	Ankündigungsdatum
BSP	Bruttosozialprodukt
EBO	Employee Buyout
ED	Effektives Datum
f.	Folgend
ff.	Folgende
F&E	Forschung & Entwicklung
FR	Frankreich
GR	Deutschland
IBO	Institutional Buyout
IPO	Initial Public Offering
LBO	Leveraged Buyout
MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
MTB	Market to Book
NT	Niederlande
q	Tobin's q
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
SD	Spekulationsdatum
SG&A	Sales, General & Administration
Sig.	Signifikanz
SW	Schweden
SZ	Schweiz
VIF	Variance Inflation Factors
WACC	Weighted Average Capital Costs

Verzeichnis wiederkehrender Formelsymbole

α	Regressionskonstante
AR	Abnormale Rendite
\overline{AR}	Durchschnittliche abnormale Rendite der Stichprobe
β	Regressionskoeffizient
CAR	Kumulierte abnormale Rendite
\overline{CAR}	Durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite der Stichprobe
d	Anzahl der Tage in Ereignisfenster [a,b]
DIV	Dividende
ε	Störvariable
i	Laufvariable für Wertpapiere
L	Anzahl der Tage in Schätzperiode
N	Anzahl der Aktien in Stichprobe
P	Aktienkurs
R	Rendite
R^2	Bestimmtheitsmaß
SAR	Standardisierte abnormale Rendite
\overline{SAR}	Durchschnittliche standardisierte abnormale Rendite der Stichprobe
SCAR	Standardisierte kumulierte abnormale Rendite
\overline{SCAR}	Durchschnittliche standardisierte kumulierte abnormale Rendite der Stichprobe
T	Anzahl der Tage in Ereignisperiode
t	Laufvariable für Zeit
$T\Delta$	Teststatistik des t-Tests auf Unterschied der Mittelwerte
T_{SQ}	Teststatistik des Standardisierten Querschnittstest
WΔ	Teststatistik des Wilcoxon-Mann-Whitney Rangsummentests

1 Einleitung und Problemstellung

1.1 Ausgangssituation

Auf dem US-Markt entwickelte sich in den 80er Jahren nach der Welle der konglomeraten Zusammenschlüsse in den 60er und 70er Jahren ein klarer Trend weg von der Diversifikation hin zur Fokussierung von Unternehmen.¹ Die Entwicklung führte zu einer Welle feindlicher Übernahmen und anschließenden Aufspaltungen konglomerater Unternehmen durch Leveraged Buyout Gesellschaften in den 80er Jahren.² Der Druck durch den Markt für Unternehmenskontrolle führte auch zu Konzentrationsbemühungen der nicht betroffenen Unternehmen. In Kontinentaleuropa begannen eine Abkehr vom Gedanken der Diversifikation und ein verstärkter Trend in Richtung Fokussierung erst mit einiger Verspätung in den 90er Jahren. In den späten 90er Jahren kam es dann sowohl in den USA als auch in Europa zu einer neuen Welle von verwandten Übernahmen, bei denen Zielfirma und Käufer der gleichen Industrie angehörten.³ Durch das starke Wachstum haben viele Unternehmen in dieser Zeit hohe Schuldenberge aufgebaut. Seit dem Ende der wirtschaftlichen Boomjahre mit dem Start des neuen Jahrtausends steht erneut häufig die Konsolidierung im Mittelpunkt der Unternehmensbemühungen.

Desinvestitionen vermögen einen wichtigen Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung zu leisten. Sie können beispielsweise eine Fokussierungsstrategie des Unternehmens unterstützen oder zum Abbau hoher Verschuldung beitragen. Grundsätzlich sollten Unternehmen nur solche Unternehmensteile in ihrem Portfolio besitzen, für die sie einen komparativen Vorteil innehaben. Ist ein solcher nicht gegeben, sollte immer eine Desinvestition ins Auge gefasst werden. Desinvestitionen gilt es grundsätzlich mit der gleichen Konsequenz zu planen und durchzuführen wie Akquisitionen. Im Rahmen der Planung und Durchführung einer Desinvestition sollte immer die Frage im Mittelpunkt stehen, auf welche Weise sich der Wert des verkaufenden Unternehmens am stärksten steigern lässt. Ein wichtiger Aspekt ist die Frage nach dem optimalen Käufer. Das verkaufende Unternehmen sollte analysieren, welche Art von Käufer die größten Vorteile aus der Transaktion zieht und daher am meisten zu zahlen bereit ist.⁴

Bis Ende der 80er Jahre stellte sich allerdings zumindest in Kontinentaleuropa diese Frage kaum. Unternehmensteile wurden fast ausschließlich im Rahmen von Selloffs an strategisch orientierte Drittunternehmen verkauft. In den 90er Jahren entwickelten sich dagegen auch in Kontinentaleuropa Desinvestitionen

¹ Vgl. Comment, R./Jarrell, G. A. (1995), S. 71.

² Vgl. Jensen, M. C. (1986), S. 31-32.

³ Vgl. Shleifer, A./Vishny, R. W. (2003), S. 296.

⁴ Vgl. Clarke, C. J./Gall, F. (1987), S. 21.

durch Unit Buyouts als interessante Alternative zu Verkäufen an strategische Investoren. Berichte wie "Henkel verkauft Spezialchemiesparte Cognis an Permira und Goldman Sachs", "Bayer verkauft seine Duftstofftochter Harmann & Reimer an die schwedische Investmentgesellschaft EQT Northern Europe Private Equity Fonds" und "Siemens: Töchter-Verkauf an KKR perfekt" sind nur drei prominente Beispiele aus den jüngsten Wirtschaftsmedien.⁵

In den USA als Ursprungsland der Leveraged Buyouts erlebten diese in den 80er Jahren eine rasante Entwicklung.⁶ Obwohl in Kontinentaleuropa vereinzelt Buyouts bereits in den 80er Jahren zu beobachten waren, setzte der eigentliche Durchbruch erst Anfang der 90er Jahren ein. Im Jahr 2002 fanden in Kontinentaleuropa rund 500 Buyout Transaktionen statt. Der Wert dieser Transaktionen stieg rapide von EUR 5,3 Mrd. in 1990 auf EUR 44,3 Mrd. in 2001 an.⁷

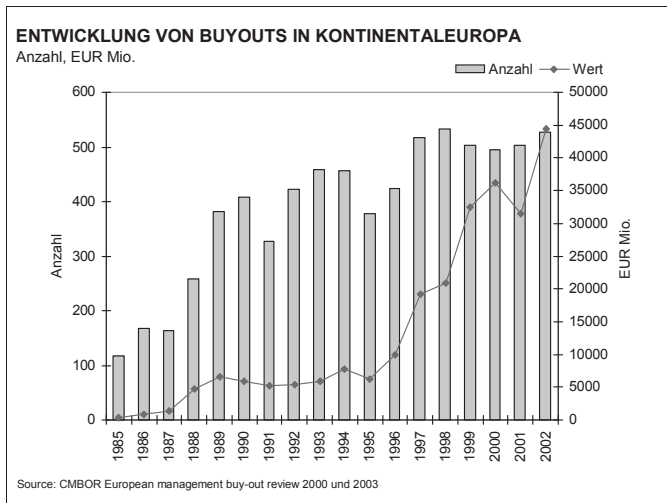


Abbildung 1.1: Buyout Entwicklung in Kontinentaleuropa

Desinvestitionen von Konzernen sind die wichtigste Quelle der Buyout Transaktionen in Kontinentaleuropa. Solche Unit Buyouts besitzen einen Anteil von über 50% sowohl von der Anzahl als auch vom Wert aller Transaktionen in Kontinentaleuropa. Aufgrund ihrer gestiegenen Bedeutung stellen sie somit ein hoch aktuelles Forschungsobjekt dar.

⁵ Zitate aus Überschriften der Financial Times Deutschland vom 13.09.2001, 19.07.2002 und 26.07.2002.

⁶ Vgl. Weitnauer, W. (2003), S. 13.

⁷ Vgl. Centre for Management Buy-out Research (2003), S. 41.

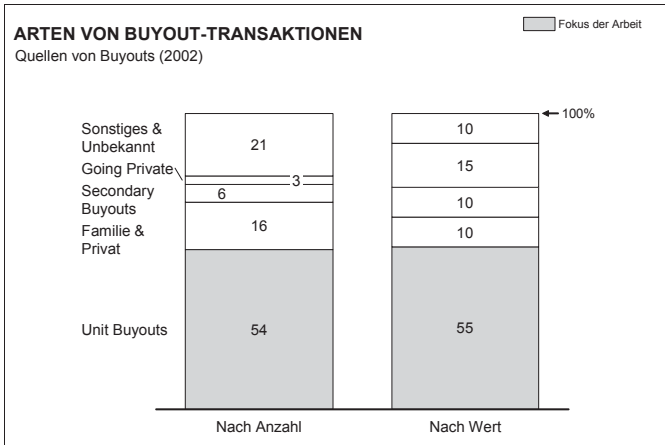


Abbildung 1.2: Quellen von Buyouts in Kontinentaleuropa

1.2 Zielsetzung der Arbeit

Empirische Studien ermitteln einen Wertsteigerungseffekt von Selloffs auf den angelsächsischen Märkten. Unit Buyouts führen in den USA zu positiven Kurseffekten für den Verkäufer, für UK wurden negative bzw. nicht signifikante Kapitalmarktreaktionen ermittelt.⁸ Dagegen existieren nur sehr wenige Studien zu Kursreaktionen von Desinvestitionen in Kontinentaleuropa. Neben wenigen länderspezifischen Analysen⁹ mit gemischten Ergebnissen gibt es nur eine einzige länderübergreifende Studie zu Selloffs in Kontinentaleuropa.¹⁰ Analysen zu Kurseffekten von Unit Buyouts wurden für Kontinentaleuropa bisher überhaupt noch nicht durchgeführt. Vorrangiges Ziel der Arbeit ist somit zunächst einmal die Bestimmung der Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung von Desinvestitionen in Kontinentaleuropa. Die Art des Käufers findet besondere Beachtung. Es soll die Frage beantwortet werden, ob die Aktionäre des Verkäufers bei Unit Buyouts stärker oder schwächer profitieren als bei Selloffs an strategische Drittfirmen. Nach einer konsequenten Strukturierung und Beurteilung der möglichen Erklärungsfaktoren aus theoretischer Sicht interessiert der Erklärungsgehalt einzelner Einflussfaktoren. Die Arbeit soll somit zum Verständnis der Bewertung von Desinvestitionen an strategische und finanzielle Käufer beitragen.

⁸ Für eine umfangreiche Übersicht der Studienergebnisse vgl. Kapitel 3.3.

⁹ Vgl. Eichinger, A. (2001), S. 143-170, Löffler, Y. (2001), S. 158-176 für Deutschland, Sentis, P. (1996), S. 41-69 für Frankreich, Corhay, A./Tourani Rad, A. (1996), S. 529-538 für die Niederlande.

¹⁰ Vgl. Kaiser, K./Stouraitis, A. (1995), S. 164-174. Bühner, R./Digmayer, J. (2003) nutzen sowohl amerikanische als auch europäische Daten, vgl. Bühner, R./Digmayer, J. (2003), S. 664.