



Marktorientierte Unternehmensführung
und Internetmanagement

Hrsg.: Bernd W. Wirtz

Timo Defren

Desinvestitions- Management

Erfolgsfaktoren in der
Verhandlungsphase
eines Sell-Offs

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Timo Defren

Desinvestitions-Management

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

**Marktorientierte Unternehmensführung
und Internetmanagement**

Herausgegeben von Professor Dr. Bernd W. Wirtz

Die Schriftenreihe publiziert wissenschaftliche Arbeiten im Bereich der marktorientierten Unternehmensführung und des Internetmanagements. Im Mittelpunkt stehen innovative betriebswirtschaftliche Themenstellungen zu modernen Konzepten der marktorientierten Unternehmensführung und der Bedeutung moderner Informations- und Kommunikationstechnologien für die Unternehmensführung. Die Untersuchungen widmen sich insbesondere wichtigen Managemententscheidungsproblemen auf einer empirischen Basis.

Die Reihe setzt die 2003 gegründete Schriftenreihe „eBusiness-Studien“ fort.

Timo Defren

Desinvestitions- Management

Erfolgsfaktoren in der
Verhandlungsphase
eines Sell-Offs

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Bernd W. Wirtz

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Witten/Herdecke, 2008

1. Auflage 2009

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2009

Lektorat: Frauke Schindler / Stefanie Loyal

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



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

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-1288-6

Geleitwort

Investitions- und Desinvestitionsaktivitäten sind im Rahmen der Gestaltung des Unternehmensportfolios von zentraler Bedeutung für die Unternehmensführung. Gerade im Kontext intensiver M&A-Aktivitäten und der Fokussierung auf Kernkompetenzen werden vielfach strategische Desinvestitionen durchgeführt. Nicht nur die Zahl durchgeführter Unternehmensteilverkäufe hat in den letzten Jahren erheblich zugenommen, sondern auch die Größe und Komplexität der Transaktionen. In diesem Zusammenhang weisen zahlreiche Untersuchungen darauf hin, dass ein Großteil der Unternehmensverkäufe bereits in der Verhandlungsphase scheitert bzw. Verkäufer nicht den erhofften Verkaufserfolg erzielen. Eine Ursache hierfür besteht im Informationsproblem zwischen dem Verkäufer und Käufer eines Unternehmensteils. Interessenskonflikte und unterschiedliche Informationsstände zwischen den an der Transaktion beteiligten Parteien führen beim Käufer zu Unsicherheiten bezüglich der Qualität des Verkaufsobjekts und gegebenenfalls zum Abbruch der Verhandlungen.

An dieser gleichsam für die Wissenschaft und die Unternehmenspraxis relevanten Problemstellung setzt die Dissertationsschrift von Herrn Timo Defren an. Ziel des Autors ist, „einen theoriegeleiteten, hypothesentestenden Beitrag zur empirischen Identifikation und Messung von Erfolgsfaktoren zur Überwindung des Informationsproblems und deren Erfolgswirkung“ im Rahmen der Desinvestition zu erbringen. Hierzu nimmt der Verfasser zunächst eine strukturierte Bestandsaufnahme des Forschungsstands zum Themenfeld vor. Die Erkenntnisse der Literatur verbindet er mit ausgewählten Theorien der Neuen Institutionenökonomik und leitet daraus einen theoriegeleiteten Bezugsrahmen zu einem umfassenden Untersuchungsmodell ab. Darauf aufbauend werden Hypothesen zur Wirkung der Erfolgsfaktoren auf den Desinvestitionserfolg, zum Einfluss moderierender Variablen auf diese Erfolgsbeziehung und zur Wirkung von Determinanten der Erfolgsfaktoren deduziert. Das hergeleitete Untersuchungsmodell wird einer branchenübergreifenden empirischen Prüfung unterzogen. Hierbei verwendet Herr Defren vor allem das Verfahren der Strukturgleichungsanalyse. Abschließend fasst er die wesentlichen Erkenntnisse seiner Untersuchung zusammen und leitet wissenschaftliche und managementorientierte Implikationen auf Basis der Ergebnisse ab.

Mit seiner Untersuchung hat es Herr Defren geschafft, den wissenschaftlichen Erkenntnisfortschritt im Bereich Desinvestitions-Management voranzutreiben. Die konzeptionellen Ausführungen sind als fruchtbar für die weiteren Forschungsbemühungen in diesem Bereich zu bezeichnen. Die Stringenz der Argumentation, der Aufbau, die Strukturierung und Aufbereitung der Themenstellung ist in sehr guter Art und Weise gelungen. Ferner sind die Ergebnisse für die Unternehmenspraxis bedeutend.

Der Praktiker gewinnt Einsichten über die Faktoren, denen er im Rahmen der Verhandlungsphase eines Sell-Offs besondere Beachtung schenken sollte. Mit diesen Erkenntnissen können gezielt Maßnahmen zur Steigerung des Desinvestitionserfolgs ergriffen werden. Zusammenfassend bleibt zu wünschen, dass die Arbeit eine weite Verbreitung in Wissenschaft und Praxis findet.

Prof. Dr. Bernd W. Wirtz

Vorwort

Die Anfertigung einer Dissertation erfordert ein hohes Maß an Eigenmotivation und Durchhaltevermögen. Hierzu ist es aus meiner Sicht unabdingbar, sich mit einem Forschungsgebiet zu beschäftigen, das einen begeistert und motiviert. Das Forschungsfeld Desinvestitionen ist während meines gesamten Dissertationsprojektes diesem Anspruch gerecht geworden. Insbesondere hat mir die Beantwortung der zentralen Fragestellung, welche Erfolgsfaktoren das Informationsproblem zwischen Verkäufer und Käufer in der Verhandlungsphase eines Sell-Offs überwinden, große Freude bereitet.

Die vorliegende Schrift wurde von der Wirtschaftsfakultät der Universität Witten/Herdecke als Dissertationsschrift angenommen. An dieser Stelle möchte ich die Gelegenheit nutzen, all jenen Personen zu danken, die mich während der Erstellung und beim Abschluss meiner Promotion begleitet und gefördert haben. Zunächst möchte ich mich bei meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Bernd W. Wirtz, für die effiziente Betreuung meines Dissertationsvorhabens bedanken. Ihm verdanke ich, dass ich das Dissertationsprojekt erfolgreich und zügig durchführen konnte. Ebenso gilt ein herzlicher Dank Herrn Prof. Dr. Christoph Burmann für seine kompetenten Anregungen im Rahmen der Doktorandenseminare. Darüber hinaus danke ich Herrn Prof. Dr. Klaus Tiedtke und Frau PD Dr. Michèle Morner für die Erstellung des Zweit- bzw. Drittgutachtens zur vorliegenden Dissertation. Trotz ihrer zeitlich hohen Beanspruchung haben sie sich sofort zur Mitwirkung an meinem Dissertationsverfahren bereit erklärt. Zudem gebührt mein Dank Herrn Prof. Dr. Matthias Kettner für die Betreuung meines Akademiediskurses.

Einen wichtigen Beitrag zum Gelingen des Projektes leisteten meine Freunde und Kollegen am Lehrstuhl. Hierbei gilt mein besonderer Dank Herrn Dr. Paul Gerhardt Schierz für die vielen sportlichen und gesellschaftlichen Aktivitäten. Insbesondere freut es mich, zu ihm eine sehr gute nachhaltige Freundschaft aufgebaut zu haben. Auch bei Herrn Dr. Sebastian Lütje möchte ich mich für die vielen Abendgestaltungen und die zahlreichen Hinweise und Tipps während der Promotionszeit bedanken. Stets ein kompetenter Ansprechpartner auch über seine Promotionszeit hinaus war für mich Herr Dr. Oliver Schilke, der mir mit seinen kompetenten Ratschlägen sogar aus den fernen USA zur Verfügung stand. Von nicht nachrangiger Bedeutung waren die zahlreichen methodischen Diskussionen mit Herrn Sebastian Ullrich. Bei Herrn Dr. Johannes C. Kerner möchte ich mich vor allem für die vielen Hilfestellungen in sämtlichen IT-bezogenen Angelegenheiten bedanken. Darüber hinaus gilt ein großer Dank auch Frau Verena Pannenbäcker, die mir in schwierigen Phasen vor allem zu Beginn der Promotionszeit in aufmunternden Gesprächen immer zur Seite stand.

Da ein Promotionsprozess von einem stetigen Auf und Ab gekennzeichnet ist, bin ich froh und dankbar, gerade in den schwierigen Phasen einen sehr guten Freundeskreis vorgefunden zu haben. Es ist unmöglich, allen Freunden an dieser Stelle zu danken, einigen möchte ich dennoch besonderen Dank aussprechen. Vor allem seien Herrn Markus Jahn und Herrn Bernhard Metz gedankt. Sie haben mich durch zahlreiche gesellschaftliche und sportliche Aktivitäten jederzeit vom Dissertationsprojekt ablenken können. Bei Herrn Sebastian Callies möchte ich mich für die vielen sprachlichen Hinweise und Verbesserungen im Rahmen der Überarbeitung bedanken.

Schließlich gehört mein ganz besonderer herzlicher Dank meiner Freundin Rabea. Sie hat viel Verständnis und Geduld aufgebracht und mich in den schwierigsten Phasen mental unterstützt. Mit Geduld und Gesprächen hat sie mich stets ermuntert und mir den notwendigen Rückhalt gegeben. Auch meiner Schwester Anja danke ich für ihre Unterstützung in vielen Situationen.

Ganz besonderer Dank gebührt meinen Eltern. Ohne ihre umfassende Förderung und Unterstützung während meiner Schul-, Studien- und Promotionszeit wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen. Sie standen mir mit ihrer Lebenserfahrung und ihrem Weitblick in vielen Situationen stets mit gutem Rat zur Seite. Sie haben somit einen entscheidenden Anteil daran, dass diese Promotion überhaupt durchgeführt und zum Abschluss gebracht werden konnte. Hierfür kann ich ihnen nicht genug danken. Ihnen ist daher diese Schrift gewidmet!

Timo Defren

Inhaltsübersicht

1	Einleitung	1
1.1	Ausgangssituation im Bereich Desinvestitionen	1
1.2	Problemstellung der Untersuchung	14
1.3	Zielsetzung und Abgrenzung der Untersuchung	18
1.4	Aufbau der Untersuchung	28
2	Grundlagen der Untersuchung	31
2.1	Wissenschaftstheoretische Grundlagen	31
2.2	Terminologische Grundlagen	38
2.3	Stand der Forschung	51
2.4	Neue Institutionenökonomik als theoretischer Bezugsrahmen	93
3	Konzeptionalisierung und Modellentwicklung	111
3.1	Konzeptionalisierung und Hypothesen zu den Erfolgsfaktoren	113
3.2	Konzeptionalisierung und Hypothesen zum Desinvestitionserfolg und zu den Erfolgswirkungen	137
3.3	Konzeptionalisierung und Hypothesen zu den Determinanten der Erfolgsfaktoren	155
3.4	Konzeptionalisierung und Hypothesen zu den situativen Faktoren	165
3.5	Zusammenfassung der Untersuchungshypothesen	174
4	Methodik und Vorgehensweise der empirischen Untersuchung	177
4.1	Grundlagen von Strukturgleichungsmodellen	177
4.2	Beurteilung von Strukturgleichungsmodellen	183
4.3	Datengrundlage und Datenerhebung	207
5	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	226
5.1	Operationalisierung der Konstrukte	226
5.2	Erfolgswirkungen der Erfolgsfaktoren	261
5.3	Einfluss von Determinanten	272
5.4	Einfluss von situativen Faktoren	275
6	Zusammenfassung und Implikationen	282
6.1	Zusammenfassung und Würdigung der zentralen Ergebnisse	282
6.2	Implikationen für die betriebswirtschaftliche Forschung	288
6.3	Implikationen für die Unternehmenspraxis	292

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangssituation im Bereich Desinvestitionen	1
1.2 Problemstellung der Untersuchung	14
1.3 Zielsetzung und Abgrenzung der Untersuchung	18
1.4 Aufbau der Untersuchung	28
2 Grundlagen der Untersuchung	31
2.1 Wissenschaftstheoretische Grundlagen	31
2.1.1 Methodologische Leitideen	31
2.1.2 Grundlegendes Forschungsdesign	37
2.2 Terminologische Grundlagen	38
2.2.1 Begriffsverständnis „Desinvestition“ und „Desinvestitionsobjekt“	38
2.2.2 Begriffsverständnis „Informationsproblem“	45
2.3 Stand der Forschung	51
2.3.1 Forschungsbeiträge zu Informationsproblemen in Verkäufer- Käufer-Beziehungen	52
2.3.1.1 Studien zu Informationsproblemen auf Finanzmärkten	55
2.3.1.1.1 Informationsprobleme auf dem M&A-Markt	56
2.3.1.1.2 Informationsprobleme auf dem IPO-Markt	59
2.3.1.1.3 Informationsprobleme auf dem Kreditmarkt	65
2.3.1.2 Sonstige Studien zu Informationsproblemen in Käufer- Verkäufer-Beziehungen	68
2.3.1.3 Synoptische Auswertung der Studien	74
2.3.1.3.1 Forschungsdesign der Studien	74
2.3.1.3.2 Theoretische Fundierung der Studien	76
2.3.1.3.3 Maßnahmen zur Überwindung des Informationsproblems	78

2.3.1.3.4	Erfolgswirkungen der identifizierten Maßnahmen	80
2.3.2	Forschungsbeiträge zur Desinvestitionserfolg-Messung	82
2.3.2.1	Studien mit quantitativ-objektiven Erfolgskennzahlen	82
2.3.2.1.1	Jahresabschlussorientierte Untersuchungen	82
2.3.2.1.2	Kapitalmarktorientierte Untersuchungen	84
2.3.2.2	Studien mit quantifizierter Erfolgswahrnehmung	86
2.3.2.3	Bewertung der Erfolgsforschung und Implikationen	89
2.3.3	Auswertung des Forschungsstands im Hinblick auf die einzelnen Forschungsfragestellungen	90
2.4	Neue Institutionenökonomik als theoretischer Bezugsrahmen	93
2.4.1	Principal-Agent-Theorie	96
2.4.1.1	Gegenstand der Principal-Agent-Theorie	96
2.4.1.2	Bezugspunkte zur eigenen Untersuchung	101
2.4.2	Transaktionskostentheorie	102
2.4.2.1	Gegenstand der Transaktionskostentheorie	102
2.4.2.2	Bezugspunkte zur eigenen Untersuchung	106
2.4.3	Informationsökonomie	107
2.4.3.1	Gegenstand der Informationsökonomie	107
2.4.3.2	Bezugspunkte zur eigenen Untersuchung	110
3	Konzeptionalisierung und Modellentwicklung	111
3.1	Konzeptionalisierung und Hypothesen zu den Erfolgsfaktoren	113
3.1.1	Ableitung der Erfolgsfaktoren aus dem theoretischen Bezugsrahmen und aus der Analyse des Schrifttums	113
3.1.1.1	Ermittlung von Antezedenzvariablen	114
3.1.1.2	Deduktion der Erfolgsfaktoren auf Basis der Antezedenzvariablen	121
3.1.2	Ergebnisse der Expertengespräche zu den Erfolgsfaktoren	133
3.1.3	Zusammenfassung der Konzeptionalisierung und Hypothesen	136
3.2	Konzeptionalisierung und Hypothesen zum Desinvestitionserfolg und zu den Erfolgswirkungen	137
3.2.1	Theoretische Bezugspunkte des Desinvestitionserfolgs	138
3.2.1.1	Erfolgskonzept	138

3.2.1.2	Zeitpunkt und -raum der Erfassung des Desinvestitionserfolgs	143
3.2.1.3	Dimensionalität des Desinvestitionserfolgs	144
3.2.2	Spezifikation des Desinvestitionserfolgs.....	145
3.2.3	Ergebnisse der Expertengespräche zu den Erfolgsdimensionen	148
3.2.4	Zusammenfassung der Konzeptionalisierung und Hypothesen.....	151
3.3	Konzeptionalisierung und Hypothesen zu den Determinanten der Erfolgsfaktoren	155
3.3.1	Spezifikation der Determinanten	156
3.3.2	Hypothesen zu den Determinanten	160
3.3.2.1	Desinvestitionserfahrung.....	161
3.3.2.2	Qualität des Transaktionsteams.....	163
3.4	Konzeptionalisierung und Hypothesen zu den situativen Faktoren	165
3.4.1	Spezifikation der situativen Faktoren.....	165
3.4.2	Hypothesen zu den situativen Faktoren	168
3.4.2.1	Verschiedenheit zwischen Käufer und Verkaufsobjekt	169
3.4.2.2	Umweltunsicherheit.....	170
3.4.2.3	Komplexität des Verkaufsobjekts	171
3.4.2.4	Akquisitionserfahrung des Käufers	172
3.4.2.5	Reputation des Käuferberaters	173
3.5	Zusammenfassung der Untersuchungshypothesen	174
4	Methodik und Vorgehensweise der empirischen Untersuchung.....	177
4.1	Grundlagen von Strukturgleichungsmodellen.....	177
4.1.1	Allgemeiner Ansatz von Strukturgleichungsmodellen.....	178
4.1.2	Ansätze der konfirmatorischen Faktorenanalyse.....	181
4.2	Beurteilung von Strukturgleichungsmodellen	183
4.2.1	Spezifikation und Beurteilung der Messmodelle	183
4.2.1.1	Messtheoretische Grundlagen	183
4.2.1.2	Gütebeurteilung von Messmodellen.....	189
4.2.2	Spezifikation und Beurteilung des Strukturmodells	202
4.2.3	Aspekte der statistischen Datenauswertungsverfahren.....	203
4.3	Datengrundlage und Datenerhebung	207
4.3.1	Grundgesamtheit der Erhebung	207
4.3.2	Datenerhebung.....	208

4.3.2.1	Datenerhebungsmethode.....	208
4.3.2.2	Entwicklung des Erhebungsinstruments	211
4.3.2.3	Verfahren der Haupterhebung	215
4.3.3	Datenbasis	217
4.3.3.1	Deskriptive Analyse der Datenbasis	217
4.3.3.2	Analyse verschiedener Biases	221
4.3.3.3	Test auf Normalverteilung und Ersetzung fehlender Werte	224
5	Ergebnisse der empirischen Untersuchung.....	226
5.1	Operationalisierung der Konstrukte.....	226
5.1.1	Operationalisierung der Erfolgsfaktoren	226
5.1.1.1	Desinvestitionsbezogene Reputation des Verkäufers.....	227
5.1.1.2	Reputation des mandatierten Desinvestitionsberaters.....	228
5.1.1.3	Informationsqualität bei der Due Diligence.....	230
5.1.1.4	Qualität der Verkäufergarantien	232
5.1.1.5	Offenheit der Kommunikation.....	234
5.1.1.6	Glaubwürdigkeit der Kommunikationsaktivitäten.....	235
5.1.1.7	Überprüfung des Gesamtmodells	237
5.1.2	Operationalisierung des Desinvestitionserfolgs.....	240
5.1.2.1	Verkaufserlös	241
5.1.2.2	Geschwindigkeit des Verhandlungsprozesses.....	242
5.1.2.3	Transaktionssicherheit	243
5.1.2.4	Überprüfung des mehrdimensionalen Erfolgskonstrukts....	245
5.1.3	Operationalisierung der Determinanten.....	250
5.1.3.1	Desinvestitionserfahrung.....	250
5.1.3.2	Qualität des Transaktionsteams.....	251
5.1.4	Operationalisierung der situativen Faktoren	253
5.1.4.1	Verschiedenheit zwischen Käufer und Verkaufsobjekt	253
5.1.4.2	Umweltunsicherheit.....	255
5.1.4.3	Komplexität des Verkaufsobjekts	257
5.1.4.4	Akquisitionserfahrung des Käufers	258
5.1.4.5	Reputation des Käuferberaters	260
5.2	Erfolgswirkungen der Erfolgsfaktoren.....	261

5.2.1	Separate Betrachtung der Erfolgswirkungen einzelner Erfolgsfaktoren	262
5.2.2	Simultane Betrachtung der Erfolgsfaktoren in einem Gesamtmodell	267
5.3	Einfluss von Determinanten	272
5.4	Einfluss von situativen Faktoren.....	275
6	Zusammenfassung und Implikationen.....	282
6.1	Zusammenfassung und Würdigung der zentralen Ergebnisse.....	282
6.2	Implikationen für die betriebswirtschaftliche Forschung	288
6.3	Implikationen für die Unternehmenspraxis	292
	Anhang	295
	Literaturverzeichnis	303

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anzahl der Desinvestitionen von 1965 bis 2007 in den USA	7
Abbildung 2: Vergleich der Anzahl amerikanischer und deutscher Desinvestitionen.....	8
Abbildung 3: Desinvestitionsmotive	9
Abbildung 4: Forschungsfragestellungen der Untersuchung	19
Abbildung 5: Erstes Untersuchungsmodell	20
Abbildung 6: Idealtypischer Ablauf eines Desinvestitionsprozesses.....	22
Abbildung 7: Desinvestitionsinstrumente	25
Abbildung 8: Aufbau der Untersuchung.....	30
Abbildung 9: Einordnung von Kapitel 2 in die Untersuchung.....	31
Abbildung 10: Formen der Informationsasymmetrie	47
Abbildung 11: Beiträge zu Informationsproblemen in Vertragsbeziehungen	55
Abbildung 12: Bewertung des Forschungsstands nach Untersuchungsfragen.....	92
Abbildung 13: Lösungsmöglichkeiten für Agency-Probleme.....	98
Abbildung 14: Transaktionskosten in Abhängigkeit von Transaktionsmerkmalen...	106
Abbildung 15: Güterkategorien aus informationsökonomischer Sicht.....	108
Abbildung 16: Einordnung von Kapitel 3 in die Untersuchung.....	111
Abbildung 17: Bezugsrahmen zur Entwicklung des Untersuchungsmodells.....	112
Abbildung 18: Transaktionskosten in Abhängigkeit der Koordinationsform	119
Abbildung 19: Sukzessive Modellentwicklung inklusive der Antezedenzvariablen	121
Abbildung 20: Ergebnisse der Expertengespräche zu den Erfolgsfaktoren	134
Abbildung 21: Sukzessive Modellentwicklung inklusive der Erfolgsfaktoren.....	135
Abbildung 22: Erfolgsfaktoren auf Basis der Neuen Institutionenökonomik.....	137
Abbildung 23: Ergebnisse der Expertengespräche zu den Erfolgsdimensionen.....	149
Abbildung 24: Sukzessive Modellentwicklung inklusive der Erfolgsdimensionen ...	151

Abbildung 25: Konzeptionalisierung des Desinvestitionserfolgs	152
Abbildung 26: Ergebnisse der Expertengespräche zu den Determinanten.....	158
Abbildung 27: Sukzessive Modellentwicklung inklusive der Determinanten	159
Abbildung 28: Konzeptionalisierung der Wirkungsbeziehungen zwischen Determinanten und Erfolgsfaktoren	161
Abbildung 29: Ergebnisse der Expertengespräche zu den situativen Faktoren	167
Abbildung 30: Finale Modellentwicklung inklusive der situativen Faktoren.....	168
Abbildung 31: Integriertes Gesamtmodell der Untersuchung.....	175
Abbildung 32: Einordnung von Kapitel 4 in die Untersuchung	177
Abbildung 33: Exemplarischer Aufbau eines Strukturgleichungsmodells	179
Abbildung 34: Zweisprachentheorie in der empirischen Forschung.....	184
Abbildung 35: Alternative Spezifikation von Konstrukten zweiter Ordnung.....	186
Abbildung 36: Fragenkatalog zur Ermittlung der geeigneten Korrespondenzregel.....	187
Abbildung 37: Vorgehensweise bei der Modellüberprüfung von Konstrukten.....	202
Abbildung 38: Vorgehensweise bei der Entwicklung des Erhebungsinstruments...215	
Abbildung 39: Position der Befragten im Unternehmen	218
Abbildung 40: Anzahl von Desinvestitionen und Kompetenz- Selbsteinschätzung.....	219
Abbildung 41: Größenverteilung der Unternehmen nach der Mitarbeiterzahl	220
Abbildung 42: Branchenzugehörigkeit und Umsatzgröße der Verkaufsobjekte	221
Abbildung 43: Einordnung von Kapitel 5 in die Untersuchung	226
Abbildung 44: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Desinvestitionsbezogene Reputation des Verkäufers“	228
Abbildung 45: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Reputation des mandatierten Desinvestitionsberaters“	230
Abbildung 46: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Informationsqualität bei der Due Diligence“	232

Abbildung 47: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Qualität der Verkäufergarantien“	234
Abbildung 48: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Offenheit der Kommunikation“	235
Abbildung 49: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Glaubwürdigkeit der Kommunikationsaktivitäten“	237
Abbildung 50: Konfirmatorische Faktorenanalyse erster Ordnung über alle Erfolgsfaktoren	239
Abbildung 51: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Verkaufserlös“	242
Abbildung 52: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Geschwindigkeit des Verhandlungsprozesses“	243
Abbildung 53: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Transaktionssicherheit“	245
Abbildung 54: Konfirmatorische Faktorenanalyse erster Ordnung über alle Erfolgsdimensionen	246
Abbildung 55: Konfirmatorische Faktorenanalyse zweiter Ordnung des Drei-Dimensionen-Modells des Desinvestitionserfolgs	248
Abbildung 56: Relative Bedeutung der drei Erfolgsdimensionen	250
Abbildung 57: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Desinvestitionserfahrung“	251
Abbildung 58: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Qualität des Transaktionsteams“	253
Abbildung 59: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Verschiedenheit zwischen Käufer und Verkaufsobjekt“	255
Abbildung 60: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Umweltunsicherheit“	257
Abbildung 61: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Komplexität des Verkaufsobjekts“	258

Abbildung 62: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Akquisitionserfahrung des Käufers“	259
Abbildung 63: Ergebnisse der ersten und zweiten Generation für das Konstrukt „Reputation des Käuferberaters“	261
Abbildung 64: Ergebnisse zur Erfolgswirkung der desinvestitionsbezogenen Reputation des Verkäufers	262
Abbildung 65: Ergebnisse zur Erfolgswirkung der Reputation des mandatierten Desinvestitionsberaters.....	263
Abbildung 66: Ergebnisse zur Erfolgswirkung der Informationsqualität bei der Due Diligence.....	264
Abbildung 67: Ergebnisse zur Erfolgswirkung der Qualität der Verkäufergarantien	265
Abbildung 68: Ergebnisse zur Erfolgswirkung der Offenheit der Kommunikation ...	266
Abbildung 69: Ergebnisse zur Erfolgswirkung der Glaubwürdigkeit der Kommunikationsaktivitäten	267
Abbildung 70: Gesamtmodell zu den Erfolgswirkungen der sechs Erfolgsfaktoren.....	268
Abbildung 71: Einfluss der sechs Erfolgsfaktoren auf den Desinvestitionserfolg....	270
Abbildung 72: Ergebnisse zum Einfluss der Determinanten auf die Erfolgsfaktoren.....	273
Abbildung 73: Konzeptionelle Darstellung der Untersuchung situativer Faktoren...276	
Abbildung 74: Einordnung von Kapitel 6 in die Untersuchung	282

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Entwicklung der Desinvestition im Unternehmenskontext.....	4
Tabelle 2:	Ausgewählte Definitionen des Begriffs Desinvestition	40
Tabelle 3:	Eigene Definition von Desinvestition.....	42
Tabelle 4:	Forschungsdesign relevanter Studien.....	75
Tabelle 5:	Theoretische Fundierung der Studien.....	76
Tabelle 6:	Maßnahmen zur Überwindung des Informationsproblems.....	78
Tabelle 7:	Erfolgswirkungen der identifizierten Maßnahmen	81
Tabelle 8:	Studien mit quantifizierter Erfolgswahrnehmung.....	88
Tabelle 9:	Untersuchungsintensitäten verschiedener Erfolgskonzepte	89
Tabelle 10:	Das Hypothesensystem der Untersuchung im Überblick.....	176
Tabelle 11:	Zusammenfassung der Gütekriterien und Anforderungen	199
Tabelle 12:	Methodenvergleich zwischen Kovarianzstrukturanalyse und PLS ...	206
Tabelle 13:	Exploratorische Faktorenanalyse über alle Erfolgsfaktoren.....	238
Tabelle 14:	Überprüfung der Diskriminanzvalidität der Erfolgsfaktoren nach dem Fornell/Larcker-Kriterium.....	240
Tabelle 15:	Exploratorische Faktorenanalyse über alle Erfolgsdimensionen.....	246
Tabelle 16:	Überprüfung der Diskriminanzvalidität der Erfolgsdimensionen nach dem Fornell/Larcker-Kriterium.....	247
Tabelle 17:	Situative Wirkung der Verschiedenheit zwischen Käufer und Verkaufsobjekt	277
Tabelle 18:	Situative Wirkung der Umweltunsicherheit.....	278
Tabelle 19:	Situative Wirkung der Komplexität des Verkaufsobjekts	279
Tabelle 20:	Situative Wirkung der Akquisitionserfahrung des Käufers	280
Tabelle 21:	Situative Wirkung der Reputation des Käuferberaters	281
Tabelle 22:	Empirische Ergebnisse der Hypothesenüberprüfung.....	288

Abkürzungsverzeichnis

ADF	Asymptotical Distribution Free
AGFI	Adjusted Goodness-of-Fit-Index
AMOS	Analysis of Moment Structures
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CFI	Comparative-Fit-Index
corp.	corporate
d. h.	das heißt
DEV	durchschnittlich erfasste Varianz
df	degrees of freedom (Freiheitsgrade)
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBO	Employee-Buy-Out
E-Mail	Electronic Mail
EQS	Equation based Structural Program
et al.	et alii
etc.	et cetera
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FR	Faktorreliabilität
GFI	Goodness-of-Fit-Index
ggf.	gegebenenfalls
GLS	Generalized Least Squares
H	Hypothese
Hrsg.	Herausgeber
IPO	Initial Public Offering
IR	Indikatorreliabilität
ITK	Item-to-Total-Korrelation
Jg.	Jahrgang
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin-Kriterium
LISREL	Linear Structural Relationship Model
MBO	Management-Buy-Out
Mio.	Millionen
ML	Maximum-Likelihood-Methode
Mrd.	Milliarden
NFI	Normal-Fit-Index

No.	Nummer
o. V.	ohne Verfasser
pdf	Portable Document Format
PLS	Partial Least Squares
RMSEA	Root-Mean-Squared-Error of Approximation
S.	Seite
SLS	Scale Free Least Squares
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
TLI	Tucker-Lewis-Index
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
ULS	Unweighted Least Squares
USA	United States of America
vgl.	vergleiche
vs.	versus
z. B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Ausgangssituation im Bereich Desinvestitionen

Desinvestitionen, der Verkauf ganzer Unternehmensteile und -beteiligungen, wurden sowohl in der Praxis als auch in der Theorie lange Zeit nur am Rande behandelt und fanden eine äußerst geringe Beachtung.¹ Dies lag insbesondere daran, dass über viele Jahre hinweg Fusionen und Übernahmen die Unternehmenspraxis in hohem Maße bestimmten.² Ein hoher Diversifikationsgrad³ galt lange als ein geeignetes Mittel, um Skalenerträge und Verbundvorteile zu nutzen und dadurch langfristig den Wert eines Unternehmens zu steigern.⁴ Bis Anfang der 80er Jahre waren Unternehmen daher verstärkt damit beschäftigt, Akquisitionen in hohem Umfang zu tätigen und auch in Märkte einzutreten, die zum Teil außerhalb ihres eigentlichen Kerngeschäfts lagen. Wachstum und Größe waren die damals vorherrschenden Ziele. Desinvestitionen hatten dagegen zu diesem Zeitpunkt eher das Ziel, das Wachstum durch Akquisitionen zu finanzieren oder waren darauf gerichtet, im Rahmen von Großakquisitionen miterworbene Teile wieder abzustoßen bzw. enttäuschende Akquisitionen durch hoffnungsvollere zu ersetzen.⁵ Darüber hinaus hatten Desinvestitionen häufig eine negative Konnotation und wurden mit Krisensituationen, finanziellen Notlagen, Sanierungen und Rationalisierungen eines Unternehmens in Verbindung gebracht.

Allerdings zeigte sich, dass Diversifikation und Größe per se keinen Eigenwert besaßen und den Fortbestand eines Unternehmens weder rechtfertigten noch sicherten. Die meisten konglomeraten Unternehmen konnten die an die Expansion gestellten Erwartungen nicht erfüllen.⁶ Zahlreiche empirische Untersuchungen in diesem Gebiet kommen zu dem Ergebnis, dass das Käuferunternehmen keine über dem Markt liegenden Wertzuwächse generiert bzw. zum Teil sogar an Wert verliert. Ein allgemeiner Schluss vieler dieser Untersuchungen ist, dass mehr als 50 % der Zusammenschlüsse ihre Ziele nicht erreichen.⁷

¹ Für eine detaillierte Darstellung des Desinvestitionsbegriffs vgl. Abschnitt 2.2.1.

² Fusionen und Übernahmen werden in der deutsch- und englischsprachigen Literatur auch häufig als „Mergers & Acquisitions“ oder kurz „M&A“ bezeichnet.

³ Diversifikation beschreibt in diesem Zusammenhang die Aufnahme und das Hinzugewinnen von Eigentumsanteilen, deren Renditen nicht vollständig mit den Renditen der im Unternehmen bereits vorhandenen Teile korreliert sind. Vgl. Charifdazeh (2002), S. 20.

⁴ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 1; Lindstädt (2006), S. 64 ff.

⁵ Vgl. Friedrich von den Eichen (2002a), S. 2.

⁶ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 1.

⁷ Vgl. Becker (2004), S. 16.

Als Antwort auf die wertzestörenden Akquisitionen begannen Unternehmen damit, sich von den Unternehmensteilen zu trennen, denen es nicht gelingt, sich zu wertschaffenden Geschäften zu entwickeln.¹ Diese Maßnahmen, die sich konsequent am Shareholder-Value-Ansatz² orientierten, wurden auch im Allgemeinen als Corporate-Restructuring-Maßnahmen bezeichnet. So wurden im Laufe der 80er und 90er Jahre mehr als die Hälfte aller Akquisitionen rückgängig gemacht und der Diversifikationsgrad in vielen Unternehmen deutlich zurückgeführt.³ Zahlreiche Unternehmensteile wurden abgetrennt und bspw. an institutionelle Investoren verkauft oder über den Kapitalmarkt veräußert. Grundsätzlich lassen sich Restrukturierungen bzw. Desinvestitionen mit Hilfe unterschiedlicher Konzepte durchführen.⁴

Europaweit nahm das Ausmaß der Restrukturierungen in den 90er Jahren signifikant zu. Laut einer Studie der Investmentbank J. P. Morgan erhöhte sich das Transaktionsvolumen so genannter Equity-Carve-Outs zwischen 1992 und 1999 von 928 Mio. auf 17,1 Mrd. US-Dollar. Im gleichen Zeitraum wuchs das Volumen europäischer Spin-Offs von 900 Mio. auf ca. 30 Mrd. US-Dollar.⁵ Aber auch andere Desinvestitionsinstrumente wurden in diesen Jahren der Unternehmensumstrukturierungen herangezogen und nahmen hinsichtlich des Transaktionsvolumens ähnlich stark zu.

Desinvestitionen hatten am Ende des letzten Jahrzehnts somit das hauptsächliche Ziel, Wertzerstörer zu eliminieren und insgesamt zu einer Systemverbesserung beizutragen.⁶ Zahlreiche wissenschaftliche Arbeiten haben sich dem Thema der Unternehmenswertsteigerung durch Restrukturierungsmaßnahmen angenommen und belegen, dass diese Maßnahmen zu positiven Kursreaktionen an den Kapitalmärkten führten und folglich dem Shareholder-Value-Ansatz entsprachen.⁷

Nachdem Mitte der 90er Jahre umfangreiche Restrukturierungsmaßnahmen vieler Unternehmen abgeschlossen waren, vollzog sich mit dem Verkauf von Unternehmensteilen ein weiterer Strategiewechsel. Desinvestitionen dienten nicht mehr nur dazu, falsche Akquisitionsentscheidungen rückgängig zu machen und ein überdiversifiziertes Unternehmensportfolio zu bereinigen, sondern stellen seit einigen Jahren

¹ Vgl. Dohm (1988), S. 5.

² Bei einer auf den Shareholder-Value angelegten Unternehmenspolitik wird versucht, den Kurswert der Aktien und damit den Marktwert des Gesamtunternehmens zu maximieren sowie die Anspruchsgruppe der Anteilseigner („shareholder“) im Hinblick auf die Realisierung ihrer Ziele einer möglichst hohen Rendite bzw. eines möglichst hohen Wertzuwachses zu priorisieren.

³ Vgl. Gaughan (2002), S. 39; Johnson/Scholes (2002), S. 296.

⁴ Für eine Darstellung verschiedener Desinvestitionsinstrumente vgl. Abschnitt 1.3.

⁵ Vgl. J.P.Morgan (2000), S. 5.

⁶ Vgl. Friedrich von den Eichen (2002a), S. 2.

⁷ Vgl. Charfdazeh (2002), S. 144 ff. beispielhaft für die Zusammenstellung empirischer Forschungsergebnisse zu Kapitalmarkt-Überrenditen bei Corporate-Restructuring-Maßnahmen.

Mittel und Voraussetzung der Transformation und des Umbaus von Unternehmen dar.¹ Der Verkauf von Unternehmensteilen ist mittlerweile ein wertvolles Instrument zur proaktiven Gestaltung des konzerneigenen Unternehmensportfolios, mit dem insbesondere die Fokussierung auf die Kerngeschäfte und die Stärkung der Kernkompetenzen vorangetrieben werden.² Dies zeigt sich daran, dass nicht nur unbedeutende Randaktivitäten aufgegeben werden, sondern durch den Verkauf auch größerer Geschäftsbereiche die oben angesprochene Transformation des Unternehmens beschleunigt wird. Die andauernden Veränderungen des Wettbewerbsumfelds machen eine ständige Portfolioanalyse zur Optimierung des Geschäftsportfolios erforderlich.

Die Bedeutung der Desinvestition als reaktive Anpassungsmaßnahme auf interne Probleme oder exogene Zwänge hat somit stark abgenommen. Desinvestitionen werden immer weniger als außergewöhnliche oder irreguläre Maßnahme in Krisensituationen verstanden, sondern vielmehr als aktive und reguläre Anpassungshandlung im Rahmen einer zukunftsorientierten Portfolioausrichtung.³ Dadurch hat sich die Desinvestition von einer rein finanziellen zu einer strategischen Option entwickelt. Sie dient nicht mehr nur der bloßen Mittelbeschaffung, sondern liefert zunehmend einen wertvollen Beitrag zur Umsetzung strategischer Zielsetzungen.⁴ Durch die Betrachtung einzelner Geschäftsbereiche im Portfoliokontext wird von einer geschäftsfeld- zu einer unternehmensbezogenen Sichtweise übergegangen, d. h. dass das Desinvestieren nicht mehr nur an der (schlechten) Entwicklung einzelner Geschäftsbereiche ansetzt, sondern verstärkt vor der Logik des Ganzen erfolgt.⁵ Tabelle 1 stellt die Entwicklung und Bedeutung der Desinvestition im Unternehmenskontext über die letzten Jahrzehnte dar.

¹ Vgl. Friedrich von den Eichen (2002a), S. 3.

² Vgl. Scheiter/Rockenhäuser (2000), S. 35; Achleitner/Wahl (2003), S. 2.

³ Vgl. Bartsch (2005), S. 1 f.

⁴ Vgl. Thissen (2000), S. 1; Müller-Stewens et al. (2001), S. 13.

⁵ Vgl. Friedrich von den Eichen (2002b), S. 95.

Zeitraum	Zentrale Themen	Typische Desinvestition	Vorherrschende Desinvestitionsziele
Mitte 60er bis Anfang 80er Jahre	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Uneingeschränktes Wachstum durch „Mergers & Acquisitions“ ▪ Diversifikation ▪ „Managerial capitalism“ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desinvestition als Begleiterscheinung der Diversifikation 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wachstumsfinanzierung ▪ Austausch von enttäuschenden Akquisitionen
Anfang 80er bis Mitte 90er Jahre	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Corporate Restructuring ▪ „Shareholder capitalism“ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desinvestition zur Systemverbesserung und zum Abwurf von Ballast 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Elimination von Wertzerstörern ▪ Rückgängigmachung falscher Akquisitionsentscheidungen
Seit Ende der 90er Jahre	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aufbruch in die Veränderung ▪ „Stakeholder capitalism“ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desinvestition als Mittel und Voraussetzung für die Transformation 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Umbau der diversifizierten Unternehmung ▪ Proaktive Gestaltung des Unternehmensportfolios zur Strategieerreichung

Tabelle 1: Entwicklung der Desinvestition im Unternehmenskontext¹

Ein Blick in die Unternehmenspraxis zeigt, dass viele Unternehmen in den letzten Jahren damit begonnen haben, Verkäufe in größerem Stil durchzuführen. Im Rahmen so genannter Desinvestitionsprogramme wurden dabei verstärkt die nicht ins Geschäftsportfolio passenden Einheiten herausgelöst und verkauft. So wandelte sich etwa die Siemens AG mit einem Desinvestitionsprogramm in Milliardenhöhe von einem integrierten Stammhauskonzern, der sein historisch gewachsenes Produktportfolio lange Zeit kaum in Frage stellte, zu einem hoch fokussierten Unternehmen.² Alleine im Jahr 2000 trennte sich die Siemens AG im Zusammenhang mit der Fokussierung des eigenen Portfolios von Unternehmensteilen im Wert von 10,6 Mrd. Euro (inklusive der Verkäufe der Epcos AG und Infineon AG).³ Auch in den Folgejahren verkaufte das Unternehmen weitere Geschäftsbereiche. Jüngstes medienwirksames Beispiel stellte der Verkauf der eigenen Mobilfunksparte Siemens Mobile an BenQ dar.⁴

Ein weiteres deutsches Unternehmen, das im Rahmen eines umfangreichen Desinvestitionsprogramms einen grundlegenden Umbau seines Geschäftsportfolios vollzog, ist die E.ON AG. So veräußerte das Unternehmen als Folge der Konzentration auf dem Energiemarkt sukzessive alle Nicht-Kerngeschäftsbereiche. Die Strategie der Fokussierung auf das Kerngeschäft wurde in den letzten Jahren konsequent vollzogen und von der E.ON AG selbst als ein Markenzeichen des Unternehmens

¹ In Anlehnung an Friedrich von den Eichen (2002a), S. 2.

² Vgl. Scheiter/Rockenhäuser (2000), S. 35.

³ Vgl. Wucknitz (2002), S. 176.

⁴ Medienwirksam daher, weil BenQ die Handysparte der Siemens AG im Jahr 2005 übernahm und bereits Ende 2006 die Zahlungen an die neue Sparte BenQ Mobile einstellte und Insolvenz beantragte.

bezeichnet.¹ Neben der Fokussierung auf den Energiemarkt brachte der systematische Beteiligungsverkauf dem Unternehmen Einnahmen in Milliardenhöhe.

Eine ebenfalls sehr starke Transformation durchlief der ehemalige Konzern Höchst AG, der später durch die Fusion mit Rhône-Poulenc den Namen Aventis erhielt.² Die Höchst AG war noch in den 90er Jahren ein Konglomerat aus Chemie-/Pharma-, Kosmetik-, Anlagenbau- und anderen Aktivitäten.³ In wenigen Jahren wurde der Konzern durch den Verkauf einer Vielzahl an Geschäftsbereichen und Tochterunternehmen, die teilweise sogar zur Keimzelle des Unternehmens gehörten, zu einem fokussierten Pharma-Konzern umgestaltet. Die Höchst AG führte in diesem Zusammenhang zahlreiche Desinvestitionen, insbesondere Verkäufe an andere Unternehmen (Sell-Offs), aber auch Börsengänge von Tochterunternehmen (Equity-Carve-Outs und Spin-Offs) durch. Auch der neue Konzern Aventis hat anschließend den Fokus auf seine Kernkompetenzfelder in der pharmazeutischen Industrie gelegt und sich konsequent von allen anderen Geschäftsbereichen getrennt. Dies zeigt bspw. der Verkauf der Pflanzenschutzsparte Aventis CropScience an die Bayer AG, woraus der Teilkonzern Bayer CropScience entstand.

Seit dem Jahr 2004 führt die Arcandor AG, früher KarstadtQuelle AG, ein breit angelegtes Programm zur Restrukturierung und Neuausrichtung des Konzerns durch und hat sich damit zum Touristik- und Handelskonzern umgewandelt. So trennte sich das Unternehmen im Rahmen eines umfassenden Portfoliobereinigungsprogramms inzwischen von zahlreichen Verlustbringern und Randaktivitäten. Durch den Verkauf kleiner Warenhäuser, durch die Trennung von allen Fachgeschäftsketten sowie durch die Veräußerung einiger Immobilien konnte der Zufluss von Liquidität und die Verringerung der Komplexität in den Geschäftsmodellen erzielt werden.⁴

Eine der spektakulärsten Desinvestitionen der jüngeren Geschichte stellt der Verkauf von Chrysler durch die Daimler AG dar. Im Jahr 1998 zahlte das Unternehmen 36 Mrd. Dollar für den amerikanischen Autokonzern. Allerdings erwies sich dieser Teilbereich später als großes „Sorgenkind“ und Verlustbringer für das neu geschaffene Unternehmen. Eine erfolgreiche Integration von Chrysler fand nie statt. Im Jahr 2007 entschloss sich der Großkonzern schließlich dazu, sich von der verlustreichen Unternehmenssparte zu trennen. Die Daimler AG erhofft sich durch den Verkauf mehr

¹ Vgl. E.ON AG (2002).

² Aventis selbst wurde im Jahr 2004 durch den Konkurrenten Sanofi-Synthelabo übernommen und trägt seitdem den Namen Sanofi-Aventis.

³ Vgl. im Folgenden Stienemann (2003), S. 1.

⁴ Vgl. KarstadtQuelle (2006), S. 53.

unternehmerischen Spielraum sowie eine erhöhte Liquidität und verfolgt eine insgesamt stärkere Fokussierung auf das Luxussegment.¹

Die dargestellten Beispiele unterstreichen die zunehmende praktische Relevanz von Desinvestitionen in der Unternehmenspraxis. Das Interesse an Verkäufen von Unternehmensteilen spiegelt sich auch in der Entwicklung und der Anzahl an Transaktionen wider. Zur Quantifizierung der empirischen Bedeutung von Desinvestitionen lassen sich verschiedene Quellen heranziehen. Ähnlich wie M&A-Transaktionen verliefen Desinvestitionen seit Mitte der 60er Jahre stark wellenförmig. Eine gewisse Korrelation zum Aktivitätsniveau auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen lässt sich daher eindeutig feststellen.² Da für den europäischen und deutschen Markt erst seit einigen Jahren aussagekräftigere Desinvestitionsstatistiken existieren, es dagegen für den US-Markt Datenbanken gibt, die schon seit Jahrzehnten die Desinvestitionsaktivitäten systematisch erfassen, wird nachfolgend die Entwicklung von Desinvestitionen auf dem US-Markt beschrieben.³ Allerdings werden die Erkenntnisse und begrenzten Statistiken auf dem deutschen Markt an entsprechender Stelle eingearbeitet.

Während das Akquisitionsniveau in den 70er Jahren aufgrund des Diversifikationsmotivs sehr hoch war, nahm die Anzahl an Desinvestitionen in diesem Zeitraum ebenfalls sprunghaft zu. Im Jahr 1971 gab es nahezu 2000 Desinvestitionen.⁴ Nachdem durch das Corporate Restructuring ein Großteil der Bereinigungen hoch diversifizierter Konzerne abgeschlossen war, flachte das Desinvestitionsniveau bis Ende der 80er Jahre stark ab und pendelte um die Marke von 1000 Transaktionen jährlich.⁵ Erst in den 90er Jahren nahm die Anzahl an Desinvestitionen wieder signifikant zu. Im Jahr 1995 wurde die Grenze von jährlich 2000 Transaktionen auf dem US-Markt zum ersten Mal durchbrochen und seither zum Teil deutlich übertroffen. Dies ist auf die neuerliche Fusions- und Übernahmewelle Ende der 90er Jahre sowie auf den verstärkten Einsatz der Desinvestition zur proaktiven Gestaltung des Unternehmensportfolios zurückzuführen. Im Rekordjahr 1998 gab es 2946 Desinvestitionen, jedoch verharrt die Verkaufsaktivität seitdem auf hohem Niveau mit etwas über 2500 Transaktionen pro Jahr.⁶ Abbildung 1 stellt die zahlenmäßige Entwicklung der Desinvestitionen auf dem US-Markt von 1965 bis 2007 dar.

¹ Vgl. Manager-Magazin.de (2007).

² Vgl. Rechsteiner (1994), S. 7.

³ Vgl. Weiher (1996), S. 2.

⁴ Vgl. Florescu (1991), S. 2.

⁵ Vgl. Rechsteiner (1994), S. 7.

⁶ o.V. (2008), S. 91.



Abbildung 1: Anzahl der Desinvestitionen von 1965 bis 2007 in den USA¹

Bei einem Vergleich der Desinvestitionsaktivität in den USA mit der in Deutschland ist festzustellen, dass die Anzahl an Desinvestitionen mit deutscher Beteiligung geringer ausfällt. Allerdings verringerte sich der Unterschied in den letzten Jahren zunehmend. Mitte bis Ende der 90er Jahre fiel der Vorsprung der USA sowohl bezüglich der absoluten Anzahl der Transaktionen als auch bezüglich des Verhältnisses der Transaktionszahlen zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt noch sehr deutlich aus. So wurden in den USA bis zu siebenmal mehr Transaktionen als in Deutschland durchgeführt.² Allerdings ist seit dem Jahr 2000 die absolute Anzahl an Desinvestitionen deutscher Unternehmen angestiegen, so dass die Desinvestitionsaktivität in den USA seitdem nur noch etwa das Vierfache im Vergleich zu Deutschland beträgt.³ Abbildung 2 stellt diesen Zusammenhang grafisch dar.

¹ Eigene Darstellung. Datenquelle: 1965 bis 1989: Florescu (1991), S. 2; 1990 bis 1995: Weiher (1996), S. 6; 1996 bis 2007: o.V. (2008), S. 91.

² Vgl. Müller-Stewens et al. (2001), S. 13.

³ Berechnungen auf Basis der Datenbank „Thomson Financial“ (vgl. o.V. (2008), S. 91) und der Datenbank „ZEPHYR“ der Firma „Bureau van Dijk Electronic Publishing“.

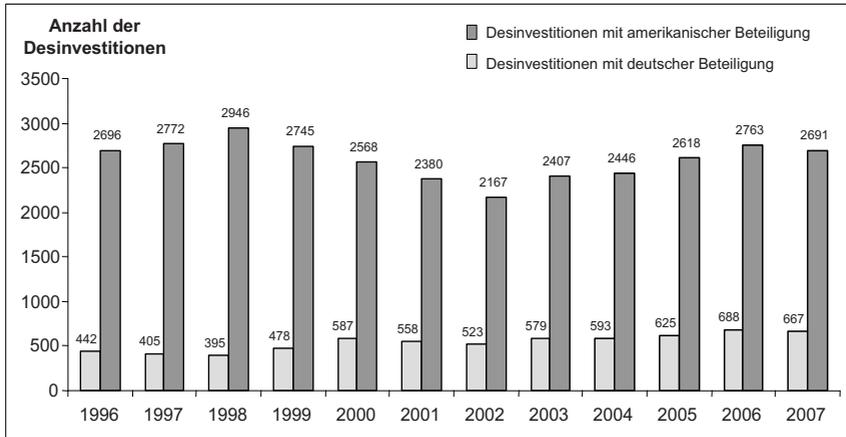


Abbildung 2: Vergleich der Anzahl amerikanischer und deutscher Desinvestitionen¹

Wie die Darstellungen zeigen, nehmen Desinvestitionen in der Unternehmenspraxis auch in Deutschland eine immer wichtigere Rolle ein. Zudem deuten die Zahlen an, dass es verschiedene Gründe und Motive für die Durchführung von Desinvestitionen gibt und dass sich diese im Laufe der Zeit verändern. Auch wenn heutzutage Unternehmen vermehrt aus strategischen Gründen Desinvestitionen durchführen, gibt es dennoch ein breites Spektrum an Motiven für den Verkauf von Unternehmensteilen. Darüber hinaus desinvestieren Unternehmen teilweise nicht nur aus einem, sondern aus einer Vielzahl an verschiedenen Motiven, die zum Teil nicht eindeutig trennscharf sind.²

Im Folgenden werden die wichtigsten Motive einer Desinvestition vorgestellt. Dabei wird zwischen internen und externen Motiven unterschieden.³ In Bezug auf die internen Motive lässt sich zwischen mutter- und verkaufsobjektspezifischen Motiven differenzieren. Externe Motive lassen sich in konkurrenz- und marktbedingte sowie in umweltbedingte und unfreiwillige Motive unterteilen. Abbildung 3 stellt die verschiedenen Desinvestitionsmotive dar.

¹ Eigene Darstellung. Datenquelle: Desinvestitionen mit amerikanischer Beteiligung: o.V. (2008), S. 91; Desinvestitionen mit deutscher Beteiligung 1996 bis 1999: Berechnet auf Basis von Müller-Stewens et al. (2001), S. 13; 2000-2007: Datenbank „ZEPHYR“ der Firma „Bureau van Dijk Electronic Publishing“.

² Vgl. Dohm (1988), S. 52; KarstadtQuelle (2006), S. 52.

³ Vgl. Böllhoff et al. (2007), S. 25.

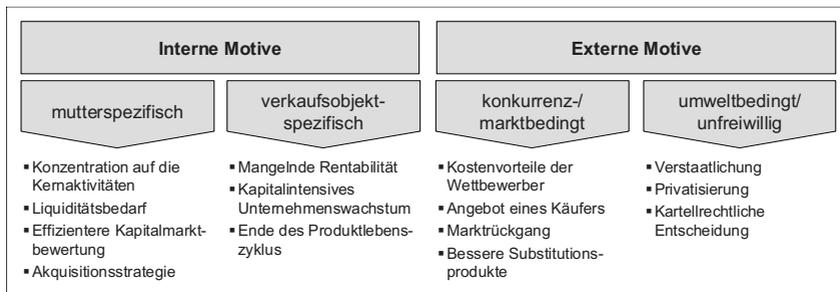


Abbildung 3: Desinvestitionsmotive¹

Im Rahmen mutterspezifischer Motive ist die Konzentration des Unternehmens auf Kerngeschäfte durch den Abbau von strategischen Misfits ein häufiges Verkaufsmotiv.² Das Unternehmen konzentriert sich auf einige wichtige Stärken und überprüft sein Portfolio im Hinblick auf die Übereinstimmung der Geschäftseinheiten mit diesen Stärken.³ Bei fehlender Kompatibilität wird der Geschäftsbereich desinvestiert.

Ein weiteres verkäuferspezifisches Motiv ist der erhöhte Liquiditätsbedarf, der verschiedene Ursachen haben kann.⁴ Häufig wird mit der Generierung von Cash der Verschuldungsgrad vermindert oder die Durchführung neuer Investitionen bei fehlenden Mitteln ermöglicht.⁵ Desinvestitionen können in diesem Fall eine Alternative zur Ausgabe neuer Aktien oder zur Aufnahme von Fremdkapital sein. Zudem kann ein Unternehmen, das aufgrund einer schlechten Geschäftsentwicklung in finanzielle Notlagen geraten ist, Desinvestitionsmaßnahmen ergreifen, um Liquiditätsengpässe oder sogar eine Unternehmensilliquidität zu verhindern.⁶

Insbesondere für börsennotierte Unternehmen zielt der Verkauf eines Unternehmensteils u. a. darauf ab, den Börsenwert des Mutterunternehmens zu erhöhen.⁷ Die Unternehmen erhoffen sich durch den Verkauf eine effizientere Bewertung am Aktienmarkt und gehen davon aus, dass der Unternehmensteil mehr wert ist, wenn er aus dem Konzernverbund herausgelöst wird.⁸ Zahlreiche empirische Untersuchun-

¹ In Anlehnung an Böllhoff et al. (2007), S. 25.

² Vgl. Blumentritt (1993), S. 117 ff.; Schultze (1998), S. 108 ff.; Cumming/Mallie (1999), S. 75 f.; Achleitner/Wahl (2003), S. 94 f.; Cascorbi (2003), S. 33 ff.; Schmitz-Valckenberg (2003), S. 17.

³ Vgl. Dohm (1988), S. 50.

⁴ Vgl. Charifdazeh (2002), S. 191; Weihe (2003), S. 28; Wirtz (2003), S. 409; Schiereck/Stienemann (2004), S. 15.

⁵ Vgl. Steiner (1997), S. 233; Mitnacht (2005), S. 11.

⁶ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 102.

⁷ Vgl. Rechsteiner (1994), S. 37; Schultze (1998), S. 120; Charifdazeh (2002), S. 191; Bartsch (2005), S. 2.

⁸ Vgl. Habel (2001), S. 23; Achleitner/Wahl (2003), S. 78 ff.

gen bestätigen, dass sowohl kurz- als auch langfristig gewisse Wertsteigerungen am Kapitalmarkt durch Desinvestitionen von Tochtergesellschaften und Unternehmensbeteiligungen möglich sind.¹ Mit einer höheren Bewertung am Kapitalmarkt lassen sich zudem feindliche Übernahmeveruche durch Konkurrenten abwehren.²

Desinvestitionen können darüber hinaus integraler Bestandteil von Akquisitionsstrategien sein und bewusst eingesetzt werden, um bestimmte Unternehmensteile - die beim Kauf des Akquisitionsobjekts miterworben werden mussten, allerdings nicht in das strategische Kernportfolio hineinpassen - nach vollzogenem Kauf wieder abzustoßen.³ Folglich werden nur die Teilbereiche des Zielunternehmens integriert, die von eigentlichem Interesse sind. Wirtz (2003) spricht in diesem Zusammenhang auch von einem so genannten Demerger.⁴

Neben den mutterspezifischen Motiven kommt auch den verkaufsobjektspezifischen bei der Desinvestitionsentscheidung eine tragende Rolle zu. So stellt der wirtschaftliche Misserfolg einer Teileinheit ein häufiges Verkaufsmotiv dar.⁵ Handelt es sich bei dieser Teileinheit um einen verlustbringenden Bereich, der eine Kapitalrentabilität unterhalb der Kapitalkosten erwirtschaftet, kann durch den Verkauf eine unmittelbare Quelle von Verlusten beseitigt werden.⁶ In vielen Fällen setzt ein Verkaufssignal allerdings nicht erst dann ein, wenn der betroffene Bereich Verluste erwirtschaftet, sondern schon dann, wenn bestimmte Schwellenwerte (Hurdle Rates) hinsichtlich verschiedener Rentabilitätskennzahlen nicht erreicht werden.⁷ Durch den Verkauf dieser so genannten „Poor Performer“ oder „Underperformer“ lassen sich die Rentabilität und der Gewinn auf Gesamtunternehmensebene steigern.

Zusätzlich können in bestimmten Fällen negative Zukunftsaussichten eines Geschäftsbereichs ein Unternehmen zu einem Verkauf veranlassen, selbst dann, wenn dieser Bereich heute noch Gewinne erwirtschaftet.⁸ Ist abzusehen, dass ein gewisses Unternehmenswachstum nur noch mit erhöhtem Kapitaleinsatz aufrecht zu erhalten wäre, lassen sich durch den Verkauf dieses Geschäftsbereichs wichtige Ressourcen schonen.⁹ Darüber hinaus kann der Fall eintreten, dass Produkte einer Geschäftseinheit den Höhepunkt ihres Lebenszyklus erreicht oder sogar überschritten

¹ Vgl. Abschnitt 2.3.2.1.2 für eine Darstellung kapitalmarktorientierter Studien.

² Vgl. Cascorbi (2003), S. 45; Weihe (2003), S. 32.

³ Vgl. Blumentritt (1993), S. 128; Depamphilis (2001), S. 529; Wirtz/Wecker (2006), S. 1169.

⁴ Vgl. Wirtz (2003), S. 411.

⁵ Vgl. Depamphilis (2001), S. 527; Cascorbi (2003), S. 40 f.; Mitnacht (2005), S. 11.

⁶ Vgl. Dohm (1988), S. 52; Charifdazeh (2002), S. 190.

⁷ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 96.

⁸ Vgl. Schmitz-Valckenberg (2003), S. 19; Weihe (2003), S. 31; Böllhoff et al. (2007), S. 25.

⁹ Vgl. Dohm (1988), S. 51.

haben und ein weiteres Engagement in dieser Marktsituation als nicht mehr wirtschaftlich erachtet wird, so dass betroffene Geschäftsbereiche abgestoßen werden.¹ Die durch eine frühzeitige Desinvestition frei gewordenen Mittel lassen sich wiederum in aussichtsreichere Nachfolgeprodukte investieren.

Im Rahmen externer Desinvestitionsmotive werden zunächst konkurrenz- bzw. marktbedingte Auslösefaktoren dargestellt. So kann ein konkurrenzbedingtes Motiv bspw. darin liegen, dass der Wettbewerb einer Geschäftseinheit durch bestimmte Kostenvorteile über einen längeren Zeitraum zu günstigeren Preisen am Markt anbieten kann.² Dies würde längerfristig höchstwahrscheinlich zu gewissen Marktanteilsverschiebungen zugunsten der Konkurrenz führen. Schafft es die betroffene Geschäftseinheit nicht, die Kostenvorteile der Konkurrenz zu kompensieren und Produkte ähnlich billig am Markt anzubieten, ist ein Verkauf in der Regel die beste Lösung.

Ein weiteres konkurrenzbedingtes Motiv kann ein konkretes Kaufangebot durch einen Wettbewerber oder einen Finanzinvestor sein.³ Dieses kann z. B. im Rahmen eines feindlichen Übernahmeversuchs vorliegen. Häufig kommt es aber auch dann zu Angeboten, wenn bekannt wird, dass sich ein Unternehmen mittelfristig von einem Geschäftsbereich trennen möchte und der Käufer durch ein Kaufangebot hiermit sein Interesse bekundet.⁴

Ein marktbedingtes Verkaufsmotiv stellt der Marktrückgang eines Geschäftsbereichs dar.⁵ Sieht sich das Management einem schrumpfenden Markt ausgesetzt, so kann es für das Unternehmen vorteilhaft sein, diesen Bereich zu verkaufen und sich stattdessen auf Einheiten zu konzentrieren, die sich in einem Wachstumsmarkt befinden.⁶ Darüber hinaus kann ein marktbedingter Verkauf darin begründet sein, dass Konsumenten günstigere bzw. qualitativ hochwertigere Substitutionsprodukte bevorzugen.⁷ Sind diese aufgrund neuer Produktionsverfahren verbesserten Produkte den Produkten des Unternehmens überlegen und gelingt keine rasche Adaption dieser Techniken, erscheint ein Verkauf dieses Teilbereichs sinnvoll.

¹ Vgl. Rechsteiner (1994), S. 42; Achleitner/Wahl (2003), S. 110.

² Vgl. Weihe (2003), S. 31.

³ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 88; Schiereck/Stienemann (2004), S. 15.

⁴ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 88.

⁵ Vgl. Jansen (1986), S. 136; Hamilton/Chow (1993), S. 483; Achleitner/Wahl (2003), S. 95; Müller (2006), S. 1191 f.

⁶ Auch wenn das Motiv „Marktrückgang“ in gewisser Hinsicht Ähnlichkeiten zum Motiv „Ende des Produktlebenszyklus“ aufweist, unterscheidet es sich dahingehend, dass es einen Absatzrückgang involviert, der nicht auf eine technologische oder wirtschaftliche Obsoleszenz eines speziellen Produkts oder einer speziellen Produktgruppe zurückzuführen ist. Vgl. Jansen (1986), S. 136.

⁷ Vgl. Blumentritt (1993), S. 135; Rechsteiner (1994), S. 38; Weihe (2003), S. 31.

Abschließend wird im Rahmen externer Motive auf die Verstaatlichung, die Privatisierung und die kartellrechtliche Entscheidung als umweltbedingte bzw. unfreiwillige Auslöser einer Desinvestitionsentscheidung eingegangen. Ein unfreiwilliges Verkaufsmotiv kann die Enteignung von Privateigentum zugunsten des Staats darstellen.¹ Allerdings haben Verstaatlichungen heutzutage eine immer geringere Bedeutung und würden im aktuellen politischen Umfeld auf erhebliche Widerstände stoßen. Vielmehr haben sich öffentliche Körperschaften in den vergangenen Jahren im Rahmen ihrer Privatisierungspolitik zunehmend von ihrem Anteilsbesitz getrennt. So wurden z. B. Anteile an Flughäfen, Stadtwerken, Kliniken etc. veräußert, um u. a. den Staatshaushalt zu entlasten. Die Aufhebung von staatlichen Subventionen und andere Maßnahmen der Deregulierung können bewirken, dass Unternehmensteile nicht mehr wettbewerbsfähig sind und verkauft werden müssen.²

Der Verkauf eines Geschäftsbereichs kann sinnvoll sein, wenn dieser mit rechtlichen Problemen oder gesetzlichen Auflagen konfrontiert ist oder wenn diese zu erwarten sind.³ Dies kann z. B. dann der Fall sein, wenn das Unternehmen verdächtigt wird, die aufgrund seiner Größe erlangte Marktmacht zum Nachteil von Wettbewerbern auszunutzen und daher mit kartellrechtlichen Konsequenzen, wie etwa dem Zwangsverkauf einer Teileinheit, rechnen muss.⁴ Ein bekanntes Unternehmen, das sich in der Vergangenheit bereits häufiger mit der Kartellbehörde auseinandersetzen musste, ist Microsoft. Die Ausgliederung bestimmter Geschäftsbereiche war bei diesem Unternehmen schon mehrmals im Gespräch.

Angesichts der stetig steigenden praktischen Relevanz und der zunehmenden Verbreitung von Desinvestitionen im Unternehmenskontext überrascht es, dass dieses Themenfeld in der betriebswirtschaftlichen Literatur bisher nur wenig Beachtung findet.⁵ Die Kauf-, Fusions- und Integrationsperspektive dominiert eindeutig.⁶ So kommen z. B. auch Haynes et al. (2002) zu folgendem Ergebnis: „Compared to merger activity (...) divestment by firms is a strongly under-researched topic.“⁷ Ein Grund dafür, dass Desinvestitionen im Vergleich zu M&A-Studien vernachlässigt wurden, hängt auch damit zusammen, dass der Desinvestition lange Zeit der Makel des Versagens anhaftete.⁸ Um vor allem einen entsprechend großen Leserkreis

¹ Vgl. Rechsteiner (1994), S. 36; Mittnacht (2005), S. 12.

² Vgl. Weihe (2003), S. 32.

³ Vgl. Achleitner/Wahl (2003), S. 111 f.

⁴ Vgl. Wirtz/Wecker (2006), S. 1169.

⁵ Vgl. Schultze (1998), S. 3; Gehrke (1999), S. 2; Eichinger (2001), S. 1; Jäger (2002), S. 1; Succilopez et al. (2003), S. 307; Böllhoff et al. (2007), S. 23.

⁶ Vgl. Cascorbi (2003), S. 2; Schiereck/Stienemann (2004), S. 13.

⁷ Vgl. Haynes et al. (2002), S. 191.

⁸ Vgl. Friedrich von den Eichen (2002b), S. 25 f.

anzusprechen, wendeten sich viele Studien daher den „Erfolgsgeschichten“ im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen zu.

Beim Blick auf die M&A-Forschung fällt auf, dass eine Mehrheit der Literaturbeiträge Transaktionen aus der Perspektive des Käufers untersucht und weitaus seltener eine Analyse aus der Sicht des Verkäufers erfolgt.¹ Darüber hinaus treten Untersuchungen zu Desinvestitionen außerhalb der USA nur in sehr geringer Anzahl auf.² Dies bestätigen u. a. Haynes et al. (2000): „... corporate divestment has attracted comparatively little academic interest, particularly outside the US.“ Insbesondere die Forschung in Deutschland hat in dieser Hinsicht noch Nachholbedarf. Im Bereich Desinvestitionen gibt es bisher nur sehr wenige Studien. Zudem ist ein großer Bedarf an empirischen Studien festzustellen, wie die Aussage von Appelbaum et al. (1999) belegt: „... there is still much room for research, especially empirical studies, to be undertaken in the field of (divestiture).“³

Beim Blick auf den Inhalt verschiedener Desinvestitionsstudien kristallisieren sich gewisse Forschungsschwerpunkte heraus.⁴ Demnach arbeiten bestimmte Beiträge Desinvestitionsmotive heraus, andere untersuchen, welchen Einfluss einzelne Kontextfaktoren und Merkmale von Verkäufern bzw. Verkaufsobjekten auf den Desinvestitionserfolg haben. Hierbei handelt es sich aber überwiegend um kapitalmarktorientierte Studien, die den Einfluss dieser Merkmale auf den Aktienkurs als Erfolgsgröße untersuchen. Anderen Beiträgen geht es um die Analyse der „Responsiveness“ von Unternehmen. Dabei steht die Untersuchung der Reaktionszeit bis zur Desinvestitionsentscheidung im Mittelpunkt des Interesses.

Insgesamt wird im Schrifttum eine stärkere Beschäftigung mit einzelnen Gestaltungsmöglichkeiten bei der Desinvestition von Unternehmensteilen postuliert und die Frage gestellt, welche Schlussfolgerungen diese Gestaltungsparameter im Hinblick auf den Desinvestitionserfolg zulassen.⁵ An diesem Punkt möchte diese Untersuchung ansetzen und einen Beitrag zur Identifikation und Messung bestimmter Gestaltungsparameter und deren Erfolgswirkung leisten. Bevor der nächste Abschnitt auf die konkrete Problemstellung dieser Untersuchung eingeht, wird die wesentliche Ausgangssituation für die eigene Untersuchung kurz zusammengefasst:

¹ Vgl. Charifdazeh (2002), S. 2; Weihe (2003), S. 1. Auch der bei Müller-Stewens et al. (1999) gegebene Überblick über die seit 1990 zum Thema „Mergers & Acquisitions“ veröffentlichte Literatur zeigt, dass nach wie vor die Käuferperspektive im Mittelpunkt der Betrachtung steht. Vgl. Müller-Stewens et al. (1999), S. 195 ff.

² Vgl. Cooney et al. (2004), S. 136.

³ Vgl. Appelbaum et al. (1999), S. 549.

⁴ Vgl. im Folgenden Friedrich von den Eichen (2002b), S. 27 ff.

⁵ Vgl. Charifdazeh (2002), S. 4; Cascorbi (2003), S. 3.

- Nach mehreren Fusionswellen haben sich Unternehmen in den letzten Jahren verstärkt von Unternehmensteilen getrennt; auch für die Zukunft wird der Desinvestition eine große Bedeutung vorausgesagt.
- Desinvestitionen haben sich von der finanziellen Option zur reinen Mittelbeschaffung oder der reaktiven Anpassungsmaßnahme auf interne Probleme zunehmend zu einem strategischen Instrument zur proaktiven Veränderung des Unternehmensportfolios entwickelt.
- In den USA finden die meisten Desinvestitionen statt, allerdings verringert sich der Unterschied hinsichtlich der Anzahl durchgeführter Desinvestitionen zu anderen Ländern, wie z. B. Deutschland.
- Ein Unternehmen desinvestiert aus internen und externen Motiven; interne Motive können mutter- oder verkaufsobjektspezifisch sein, während externe Motive entweder konkurrenz- bzw. marktbedingt oder umweltbedingt bzw. unfreiwillig sind.
- Die betriebswirtschaftliche Forschung schenkt dem Themenfeld Desinvestitionen wesentlich weniger Beachtung als dem Bereich Fusionen und Übernahmen; insbesondere besteht ein Defizit an empirischen Studien, an Studien aus der Verkäuferperspektive und an Studien auf dem deutschen Markt.
- Die Identifikation und Messung bestimmter Gestaltungsparameter bei der Desinvestition von Unternehmensteilen und deren Wirkung auf den Desinvestitionserfolg sind von hoher Relevanz sowohl für die Praxis als auch für die Wissenschaft.

1.2 Problemstellung der Untersuchung

Auf Basis der dargestellten Ausgangssituation wird sich im Folgenden der zentralen Problemstellung der Untersuchung angenähert. Ausgangspunkt der Betrachtungen stellt die Vertragsgestaltung zwischen einem Verkäufer und einem Käufer bzw. Käuferkonsortium bei einem Unternehmensverkauf dar. Bietet der Verkäufer einen Geschäftsbereich zum Verkauf an, muss dieser mit einem oder mehreren Käufern in Verhandlungen treten, um schließlich einen Vertrag über den Verkauf der Unternehmenseinheit abzuschließen. Dass es sich bei der Vertragsgestaltung zwischen Verkäufer und Käufer um eine äußerst erfolgskritische Phase im gesamten Desinvestitionsprozess handelt, zeigt, dass eine große Zahl bereits angekündigter Transaktionen noch während der Verhandlungsphase scheitert.¹ Ein häufiger Grund für den Abbruch von Verhandlungen stellt dabei eine fehlende Einigung bezüglich eines aus Verkäufer- und Käufersicht angemessenen Verkaufspreises dar, was ein Hinweis

¹ Vgl. Ragotzky (2003) S. 2.

dafür ist, dass der Preis in besonderem Maße über Erfolg und Misserfolg eines Unternehmensverkaufs entscheidet.¹

Die Vertragsgestaltung bei einem Unternehmensverkauf ist in der Regel durch zwei grundlegende Aspekte gekennzeichnet, die belastend für die Verhandlungen sein können. Einerseits liegen Informationsasymmetrien und andererseits gewisse Interessens- und Zielkonflikte zwischen dem Verkäufer und Käufer vor.² Das Auftreten von Informationsasymmetrien, d. h. die ungleiche Verteilung von Informationen zwischen den Vertragsparteien, äußert sich beim Unternehmensverkauf dadurch, dass der Verkäufer in der Regel über mehr und bessere Informationen als der Käufer verfügt.³ So besitzt er im Idealfall sämtliche Informationen hinsichtlich des Desinvestitionsobjekts oder hat direkten Zugriff auf Informationen. Dieser Informationsvorteil kann sich auf Vergangenheitsinformationen, wie z. B. vergangene Bilanzierungs- und Abschreibungspolitik, Umweltrisiken oder rechtliche Risiken, sowie auf Zukunftsinformationen, wie z. B. die aktuelle Auftragslage, Chancen neuer Produkte oder die Kostenentwicklung, beziehen.⁴

Die Tatsache, dass Informationsasymmetrien beim Unternehmensverkauf bestehen, ist zum einen auf die mit der Informationssuche des Käufers verbundenen Kosten, die so genannten Opportunitätskosten der Informationssuche, und zum anderen auf den asymmetrischen Zugang zu Informationen zurückzuführen.⁵ Dadurch ist es dem schlechter informierten Käufer nicht möglich, die Qualität des Verkaufsobjekts und damit bewertungsrelevante Eigenschaften ex-ante vollständig zu erkennen. Darüber hinaus kann er nicht sämtliche Verhaltensweisen des Verkäufers beobachten und überprüfen. Da sich für den Verkäufer vor der Vertragsschließung ein Spielraum für opportunistisches Verhalten ergibt, kann der Käufer nicht ausschließen, dass der Verkäufer die bestehende Informationsasymmetrie auszunutzen versucht.⁶ Aufgrund seines Informationsvorteils hat der Verkäufer einen so genannten diskretionären Handlungsspielraum. So könnte er, ohne dass es unmittelbar zum Vorschein käme, bestimmte gegen ihn zu verwendende Informationen zurückhalten oder aber mit Absicht falsche Informationen verbreiten.

Neben den ungleich verteilten Informationen sind Vertragsverhandlungen zusätzlich durch Interessenskonflikte zwischen Verkäufer und Käufer gekennzeichnet. So stre-

¹ Vgl. Friedrich (1998), S. 11; Löwe (2004), S. 10.

² Vgl. Strasser (2004), S. 19.

³ Vgl. Niemann (1995), S. 2. Für eine genaue Darstellung der Begriffsdefinition „Informationsasymmetrie“ siehe Abschnitt 2.2.2.

⁴ Vgl. Ragotzky (2003), S. 14.

⁵ Vgl. McLachlan (2004), S. 48.

⁶ Vgl. Vogt (1997), S. 27 f.; Scholtis (1998), S. 9.