

Dirk Schiereck/Marc Stienemann

# Desinvestitionsmanagement großer deutscher Konzerne

## Einführung

1. Untersuchungsaufbau und -umfang
2. Desinvestitionshäufigkeit und -volumina
  - 2.1 »Wie viele Desinvestitionen hat Ihr Unternehmen in den letzten drei Jahren durchgeführt? (Angabe in Kategorien)«
  - 2.2 »Welche Transaktionsvolumina (im Sinne von ›Wert der veräußerten Anteile‹) hatten die Desinvestitionen? (Bitte geben Sie die Anzahl der Desinvestitionen für die jeweilige Kategorie an)«
3. Desinvestitionsentscheidung und -verantwortung
  - 3.1 »Wodurch werden in Ihrem Unternehmen Desinvestitionsentscheidungen ausgelöst?«
  - 3.2 »Wer bereitet Desinvestitionsentscheidungen (des Vorstands) vor?«
4. Erfolgsmaßstab, -beurteilung und wesentliche Erfolgsfaktoren
  - 4.1 »Was ist für Sie der Erfolgsmaßstab für Desinvestitionen?«
  - 4.2 »Welche wesentlichen Erfolgsfaktoren bestimmen aus Ihrer Erfahrung das Gelingen einer Desinvestition?«
5. Abschließende Beurteilung der Umfrageergebnisse

Zusammenfassung/Summary  
Anmerkungen

## Einführung

Fusionen und Großakquisitionen wie die der *Ruhrgas AG* durch die *E.ON AG* finden in Deutschland ein breites Echo und auch die Wissenschaft hat sich ausführlich mit der Thematik befasst. Desinvestitionen, also der Verkauf ganzer Unternehmensteile als die Umkehrung derartiger Akquisitionen, finden hingegen deutlich geringere Beachtung. Folgt man aber der Sichtweise von Dieckhaus (1993) zur Existenz

von Beteiligungslebenszyklen und einem Verständnis des Gesamtkonzerns als Portfolio an Teilunternehmen, dann durchläuft jedes Konzernunternehmen aus Sicht der Konzernspitze eine Entwicklung von der Akquisition über die Integration bis zur Desinvestition.<sup>1</sup> Im Gegensatz zum Unternehmenslebenszyklus kann ein Unternehmen diesen Beteiligungslebenszyklus durchaus mehrfach in verschiedenen Konzernen durchlaufen. Dabei ist der Informationsstand über die Auslösung von Desinvestitionen und den Umsetzungsprozess in Deutschland noch gering. Hier setzt die nachfolgende Analyse an, wenn sie versucht, sowohl den Entscheidungsprozess zur Desinvestition als auch die konkrete Umsetzung von Sell-offs und Carve-outs/Spin-offs in der Praxis zu erfassen. Dabei wird neben der prozessualen Vorgehensweise auch die aufbauorganisatorische Existenz und Eingliederung des Desinvestitionsmanagements untersucht. Die Ergebnisse werden ergänzt durch die Analyse möglicher externer Einflussfaktoren (Unternehmensgröße etc.), die Unterschiede im Desinvestitionsmanagement der einzelnen Konzerne erklären können.

## 1. Untersuchungsaufbau und -umfang

Um den Umsetzungsstand des Desinvestitionsmanagements in Deutschland zu erforschen, wurde im April 2002 eine Umfrage unter den DAX-100-Unternehmen durchgeführt.<sup>2</sup> Den Finanzvorständen dieser Unternehmen wurde ein Fragebogen zugesandt, der neun Fragen zur Häufigkeit und zum Volumen von Desinvestitionen, zum Desinvestitionsprozess und zur Beurteilung des Desinvestitionserfolges umfasst. Entsprechend gliedert sich die Dokumentation der Auswertungen in den nachfolgenden Abschnitten. Als Desinvestitionen wurden hierzu die Instrumente *Sell-offs* (außerbörslicher Verkauf), *Carve-outs* (teilweiser Verkauf über die Börse) und *Spin-offs* (Abspaltung unter Ausgabe von Anteilen an die Aktionäre der Mutter) von untergeordneten Einheiten eines Konzerns (Geschäftsbereich oder Tochtergesellschaft) vorgegeben. Es wurden 36 Fragebögen ausgefüllt zurückgesandt. In drei weiteren Fällen wurde ein telefonisches Interview geführt. So ergibt sich eine Rücklaufquote von 39%.

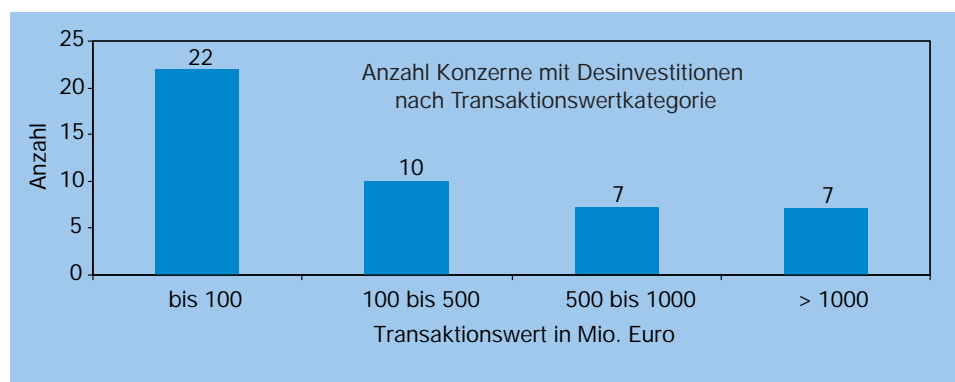
Diese Quote gilt auch wertgewichtet, denn bezogen auf die Marktkapitalisierung des DAX 100 und die Marktkapitalisierung der Unternehmen, die den Fragebogen beantwortet haben, ergibt sich eine Quote von 40 %.

## 2. Desinvestitionshäufigkeit und -volumina

### 2.1 »Wie viele Desinvestitionen hat Ihr Unternehmen in den letzten drei Jahren durchgeführt? (Angabe in Kategorien)«

Um erfassen zu können, inwieweit die weiteren Antworten zum Desinvestitionsprozess aus einer großen Erfahrung heraus beantwortet wurden, war im ersten Schritt die Desinvestitionshäufigkeit der letzten Jahre zu ermitteln. Dabei zeigt sich, dass von den 39 Konzernen sechs (15 %) in den letzten drei Jahren (1999 bis 2001) sehr rege mehr als zehn Desinvestitionen durchgeführt haben, während gleichzeitig aber die doppelte Anzahl (31 %) überhaupt keine Desinvestitionen getätigt haben.<sup>3</sup> Für diesen beobachteten Verzicht auf Desinvestitionen gibt es einige nahe liegende Erklärungen. Konzerne, die nicht desinvestiert haben, sind eher kleinere Unternehmen mit bereits relativ fokussierter Geschäftstätigkeit. Eine Abhängigkeit der Desinvestitionshäufigkeit von der Unternehmensgröße ist zudem zu erwarten, da mit der Größe tendenziell die Anzahl veräußerbarer Einheiten und auch die Diversifikation steigt. Außerdem ließe sich argumentieren, dass größere Konzerne eher dem Druck der Kapitalmärkte ausgesetzt sind, die eine Konzentration auf das Kerngeschäft fordern, als kleinere Unternehmen mit ggf. hohem Anteilsbesitz von Familien und somit geringerem Interesse für internationale Anleger. Schließlich kann eine geringe aktuelle/historische Rendite des Konzerns zur Abgabe von (unrentablen) Geschäftsbereichen führen.

Abb. 1 Anzahl der Konzerne mit Transaktionsvolumina in den Kategorien (Mehrfachnennungen möglich)



### 2.2 »Welche Transaktionsvolumina (im Sinne von »Wert der veräußerten Anteile«) hatten die Desinvestitionen? (Bitte geben Sie die Anzahl der Desinvestitionen für die jeweilige Kategorie an)«

Auf die Frage nach der Gesamtzahl der Desinvestitionen in verschiedenen Kategorien von Transaktionsvolumina gaben nur 30 von 39 Konzernen die konkreten Werte an. Die erwarteten Zusammenhänge zur Wirkung von Diversifikationsgrad, Eigentümerstruktur und Performance wurden mittels einer multiplen Regression analysiert. In das Regressionsverfahren wurden die in Abbildung 1 aufgeführten Variablen einbezogen. Dann wurde nach einer Stepwise-Vorgehensweise, bei der die Variablen in der Reihenfolge ihres Erklärungsgehaltes und ihrer statistischen Signifikanz in die Gleichung aufgenommen werden, die bestmögliche Regressionsgleichung ermittelt. Dabei dient die Anzahl der Branchen-Codes (NACE)<sup>4</sup> in der ersten Stelle, die die unterschiedlichen Aktivitäten des Unternehmens auf Basis der Klassifizierung des Statistischen Bundesamtes widerspiegeln, als Maßstab für die Diversifizierung des Konzerns. Die Marktkapitalisierung steht für die Konzerngröße und die Eigenkapitalrendite für die Performance. Der *Free Float*, also der Anteil des Eigenkapitals im Streubesitz, und der Anteil des größten Einzelaktionärs spiegeln die Besitzverhältnisse und damit die mögliche Einflussnahme des (breiten) Kapitalmarktes wider.

Die Marktkapitalisierung des Konzerns und der *Free Float* werden in die Regression aufgenommen und erreichen zusammen ein sehr hohes adjustiertes Bestimmtheitsmaß von 49,7 %. Die Regression als Ganzes ist zum 1 %-Niveau statistisch signifikant (P-Wert < 0,000), ebenso der Regressionskoeffizient für die Marktkapitalisierung (P-Wert 0,002). Der Koeffizient für den *Free Float* erreicht einen P-Wert von 0,042.

Diese Ergebnisse bestätigen zusammen mit den Erkenntnissen aus Frage 1 eindeutig einen Größeneinfluss auf die Desinvestitionshäufigkeit. Außerdem ist die Desinvestitionshäufigkeit umso größer, je höher der *Free Float* ist. Dies kann zumindest als Indiz dafür gewertet werden, dass ohne die »Absicherung/Rückendeckung« durch einen oder meh-

rere Großaktionäre auch deutsche Konzerne stärker durch den Kapitalmarkt unter Druck gesetzt werden und dementsprechend Desinvestitionen durchführen.<sup>5</sup>

Die anderen Variablen werden nicht in die Regression aufgenommen. Insbesondere bei der Anzahl der NACE-Codes als Maß für den Diversifikationsgrad liegt dies vor allem an einer Überlagerung des Diversifizierungsgrades durch den Größeneffekt. Das verdeutlicht eine Regression der Größe – gemessen über die Marktkapitalisierung – über die Anzahl der NACE-Codes ( $R^2 = 27,0\%$ , Regressionskoeffizient positiv mit P-Wert von 0,001).<sup>6</sup> Ein Einfluss des Diversifikationsgrades ist demnach nur durch den Größeneffekt überlagert. Somit kann aber auch von einer erhöhten Desinvestitionshäufigkeit mit zunehmender Diversifikation ausgegangen werden.

Die Untersuchung der Transaktionsvolumina an sich zeigt, dass immerhin sieben Konzerne Desinvestitionen mit einem Transaktionswert der Eigenkapitalanteile von über 1 Mrd. Euro durchgeführt haben.

Mit Blick auf die Charakteristika der Konzerne je nach Kategorien des Transaktionsvolumens zeigt sich erwartungsgemäß, dass große Konzerne auch die großen Transaktionen durchführen. So liegt die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Konzerne, die schon Transaktionen über 1 Mrd. Euro durchgeführt haben, mit 30,3 Mrd. Euro signifikant über dem durchschnittlichen Börsenwert von 3,5 Mrd. Euro der anderen Konzerne (P-Wert der Differenz 0,012). Zudem sind Konzerne mit großen Transaktionen tendenziell stärker diversifiziert (durchschnittlich 2,6 NACE-Codes in der ersten Stelle gegenüber 1,2 NACE-Codes), allerdings ist diese Differenz nicht signifikant (P-Wert 0,161). Dafür weisen diese Konzerne durchschnittlich einen signifikant höheren *Free Float* auf (69,7% gegenüber 48,3%, P-Wert der Differenz 0,062).

### 3. Desinvestitionsentscheidung und -verantwortung

Nachdem die quantitative Erfahrung deutscher Konzerne mit Desinvestitionen erfragt wurde, gehen die nächsten

Fragen auf den Desinvestitionsprozess und die Aufgabenverteilung bei Desinvestitionen im Konzern ein. Eine proaktive, am Beteiligungslebenszyklus orientierte Desinvestitionspolitik soll im Rahmen eines strategischen Gesamtkonzeptes frühzeitig mögliche Desinvestitionskandidaten erkennen und diese dann ohne Zeitdruck zu wertschaffenden Preisen veräußern. Daher ist die Veräußerung profitabler Geschäftsbereiche nicht nur denkbar, sondern wünschenswert, denn akute Performanceprobleme werden tendenziell als Ausdruck eines verpassten optimalen Desinvestitionszeitpunktes gewertet.

Zudem gilt eine Desinvestition allein zur Beschaffung finanzieller Mittel für den Gesamtkonzern meist als Ausdruck einer unternehmensweiten Krise, ebenso wie der Druck von Seiten des Kapitalmarktes (Analysten, Großaktionäre etc.). Ein positiv zu wertendes Auslösekriterium für eine Desinvestition ist ein attraktives, wertsteigerndes Kaufangebot.

#### 3.1 »Wodurch werden in Ihrem Unternehmen Desinvestitionsentscheidungen ausgelöst?«

Nachfolgend sind die Auslösemechanismen für Desinvestitionen bei den befragten Unternehmen zu ermitteln. Abbildung 2 gibt die Ergebnisse zu dieser Frage wider.

Die in Abbildung 2 dokumentierten Antworten legen den Schluss nahe, dass die meisten Konzerne die oben dargestellten Überlegungen umgesetzt haben. So geben 26 von 29 Konzernen (90%), die hier geantwortet haben, mit erster Priorität strategische Gründe an. Nur für vier Konzerne (14%) war die Performanceschwäche der Desinvestitionsobjekte in der ersten Priorität relevant. Finanzbedarf war nur in einem Fall (3%) entscheidend, der Notverkauf spielte demnach ebenso keine Rolle, wie der Druck des Kapitalmarktes zu einer Desinvestition, der gleichfalls nur in einem Fall genannt wird. Einschränkend ist allerdings zu vermuten, dass viele strategische Entscheidungen auch Folge der Forderungen von Analysten und Aktionären sind. Bei »Sonstiges« handelt es sich einmal um Kartellaufgaben bzw.

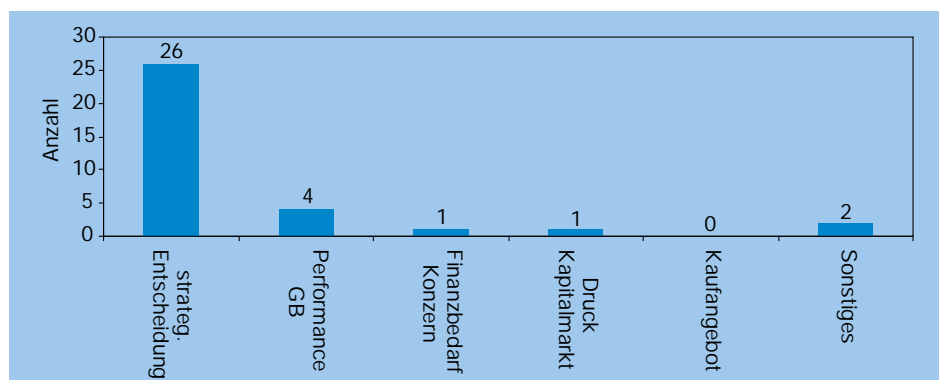


Abb. 2 Auslösekriterien für Desinvestitionen mit erster Priorität (Mehrfachnennungen möglich)<sup>7</sup>

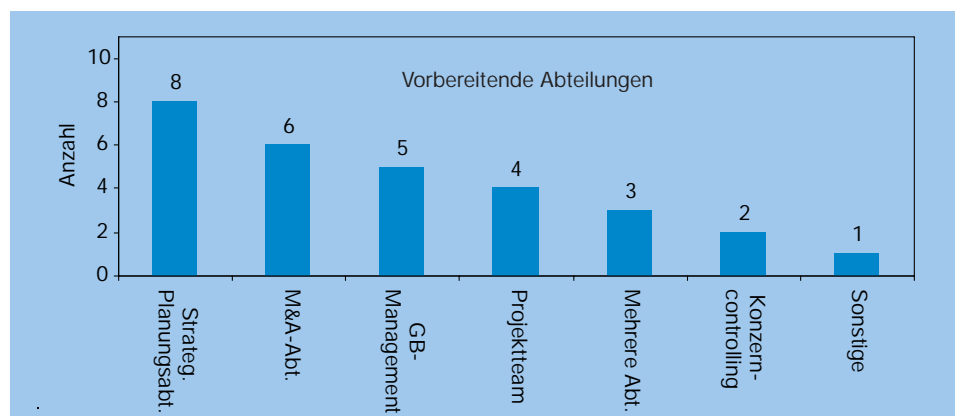
im zweiten Fall um eine sehr unternehmensspezifische Überlegung.

### 3.2 »Wer bereitet Desinvestitionsentscheidungen (des Vorstands) vor?

Im Idealfall sollte die Vorbereitung einer Desinvestitionsentscheidung im Konzern strategisch und von Eigeninteressen unabhängig durch eine strategische Planungsabteilung oder eine eigene M&A-Abteilung, die gerade in großen Konzernen wegen Spezialisierungsvorteilen sinnvoll erscheint, federführend geschehen. Diese Abteilung wird sich mit anderen Bereichen abstimmen und versuchen, das Management des betroffenen Geschäftsbereichs zu integrieren, im Konfliktfall aber auch eine Vorbereitung gegen den Geschäftsbereich vornehmen.

In der ersten Priorität wird in acht Konzernen die Vorbereitung durch eine strategische und in sechs weiteren durch eine spezielle M&A-Abteilung vorgenommen. Somit entsprechen immerhin 43 % der oben formulierten idealen Aufgabenteilung. In vier Konzernen wird ein Projektteam tätig und in drei weiteren Fällen sind mehrere Abteilungen zuständig. Zählt man die Angabe »Projektteam« und »mehrere Abteilungen« noch hinzu, haben 21 von 29 Konzernen (72 %) eine weitgehend adäquate Aufgabenwahrnehmung vorzuweisen, wo die Entscheidung durch eine von Eigeninteressen (relativ) unabhängige Instanz vorbereitet zu werden scheint. Bedenklich sind die fünf Fälle (17%), in denen sich das Management des Desinvestitionsobjektes anscheinend selbst verkaufen soll. Hier wurde die erste Priorität ausschließlich für das Geschäftsbereichsmanagement vergeben und nicht wie in drei weiteren Fällen gleichberechtigt mit einer M&A- bzw. Planungsabteilung (Kategorie »mehrere Abteilungen«). Das lässt erwarten, dass eher der Nutzen des betroffenen Managements als der des verkaufenden Konzerns optimiert wird.

**Abb. 3** Vorbereitung der Desinvestitionsentscheidung in erster Priorität (keine Mehrfachantworten möglich, Basis 29 Konzerne)



## 4. Erfolgsmaßstab, -beurteilung und wesentliche Erfolgsfaktoren

Im Sinne einer Orientierung am Shareholder Value sollte der Erfolg von Desinvestitionen als Wertsteigerung infolge der Desinvestition gemessen werden. Dies kann über die Beobachtung der Aktienkursentwicklung geschehen. Daneben sollte der erzielte Verkaufspreis im Vergleich zu einem intern berechneten Grenzpreis als Maßstab (Kategorie »relative Höhe des Verkaufspreises«) dienen. Unter der Voraussetzung, dass dieser Grenzpreis auf Basis kapitalmarktbezogener Kapitalkosten berechnet wurde, sollte sich ein über dem Grenzpreis liegender Erlös auch in einer positiven Aktienkursreaktion niederschlagen.

### 4.1 »Was ist für Sie der Erfolgsmaßstab für Desinvestitionen?«

Abbildung 4 gibt einen Überblick über erste Prioritäten beim Erfolgsmaßstab. Mehrere Antworten, die als Maßstab eine Verbesserung des Economic-Value-Added(EVA)-Wertes, eines Verfahrens zur Berechnung des Shareholder Values des Unternehmens, nannten, wurden der Kategorie »relative Höhe des Verkaufspreises« zugeordnet, da sich dieses bei der Berechnungslogik von EVA im Ergebnis weitgehend entspricht.

Vermutlich auch wegen der höheren Praktikabilität gegenüber der Aktienkursentwicklung ist für 18 Konzerne (64 %) der Preisvergleich das entscheidende Kriterium und nur ein Konzern achtet in erster Linie direkt auf die Aktienkursreaktion. Die Kategorie »mehrere« umfasst Antworten, die keine Priorisierung vornehmen. In allen diesen vier Fällen (14 %) war der Marktwert ein Kriterium, in drei Fällen zusätzlich auch die Verbesserung von Renditekennzahlen des Konzerns infolge der Desinvestition. Die Verbesserung von Renditezahlen des Konzerns, wie von drei Konzernen (11 %) als wichtigster Erfolgsmaßstab genannt, sollte indirekt auch den Aktienkurs beeinflussen. Bei der Kategorie »Sonstige Erfolgsmaßstäbe« wurde das Erreichen des strategischen Ziels

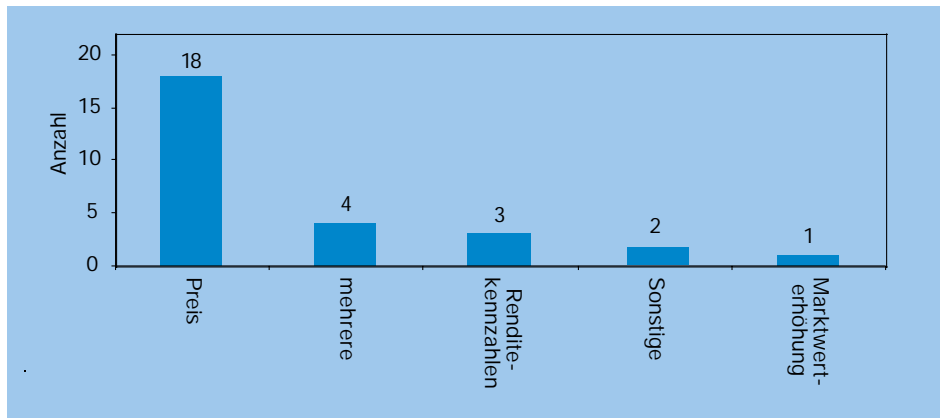


Abb. 4 Erfolgsmaßstab für Desinvestitionen in erster Priorität (keine Mehrfachantworten, Basis 28 Konzerne)

der Desinvestition genannt, ohne dieses allerdings näher auszuführen.

Zusammengefasst entsprechen die genannten Erfolgsmaßstäbe überwiegend einer Orientierung an den Interessen der Anteilseigner, wobei eine häufigere ex-post-Betrachtung der Aktienkursreaktion das Verständnis für die Einschätzung von Desinvestitionen durch den Kapitalmarkt eventuell noch verbessern könnte. Der Preisvergleich ist zwar als Entscheidungskriterium für eine Desinvestition in der Verhandlung unerlässlich, als ex-post-Erfolgsmaßstab ist die Untersuchung der Aktienkursreaktion allerdings besser geeignet. Reagiert der Aktienkurs offensichtlich negativ, obwohl der konzerninterne Preisvergleich für die Desinvestition gesprochen hat, ist dies Anlass, die internen Bewertungsmaßstäbe und die strategische Logik der Desinvestition zu hinterfragen.

#### 4.2 »Welche wesentlichen Erfolgsfaktoren bestimmen aus Ihrer Erfahrung das Gelingen einer Desinvestition?«

Abschließend wurde in einer offenen Fragestellung nach den subjektiven Erfolgsfaktoren für die gelungene Durchführung von Desinvestitionen gefragt. Dabei wurden durchgehend die Prozessverantwortung in einer Hand und die Einbeziehung von Experten aus dem Rechts- und Steuerbereich genannt. Daneben spielt die Einbindung des betroffenen Geschäftsbereichsmanagements – wie auch schon aus den Antworten zur Entscheidungsvorbereitung und Prozessdurchführung klar wurde – eine große Rolle. Weiterhin wurde mehrmals die möglichst lange Aufrechterhaltung einer Auktionssituation bzw. die vorherige systematische Auswahl von potenziellen Käufern als entscheidend betont. Diese Antworten zeigen, welch großes Gewicht der Bündelung von Transaktions-Know-how und -verantwortung innerhalb der Konzerne für erfolgreiche Desinvestitionen zugemessen wird. Dies spiegelt sich bereits durch die Einrichtung einer M&A-Abteilung in vielen Konzernen wider, dürfte aber auch weitere Konzerne veranlassen, eine solche

Abteilung einzurichten oder zumindest – bei nur wenigen Desinvestitionen – verstärkt externes Know-how einzubeziehen.<sup>8</sup>

### 5. Abschließende Beurteilung der Umfrageergebnisse

Bei einer zusammenfassenden Beurteilung der Ergebnisse ist den Konzernen, die Desinvestitionen durchgeführt haben, ein in vielen Punkten an den Interessen der Anteilseigner ausgerichtetes Verhalten zu attestieren, auch wenn an einigen Stellen eine gewisse Verzerrung hin zu von den Befragten als »gewünscht« antizipierten Antworten vermutet werden darf. Die Anzahl der Desinvestitionen und deren professionelle Durchführung ist durch die Umstrukturierungen der großen Mischkonzerne geprägt. Die häufig desinvestierenden Konzerne weisen – neben ihrer überdurchschnittlichen Größe und Diversifizierung – auch einen höheren *Free Float* auf, wodurch sie einem stärkeren Druck des Kapitalmarktes ausgesetzt sind. Die großen Konzerne verfügen zur Durchführung ihrer Desinvestitionen meist über spezialisierte M&A-Abteilungen. Die Konzerne, die keine oder wenige Desinvestitionen durchgeführt haben, sind im Durchschnitt kleiner und fokussierter, sodass auch die Notwendigkeit zu Desinvestitionen geringer ist. Außerdem ist ihr *Free Float* niedriger, was das Druckpotenzial des Kapitalmarktes verringert. Die in der Folge eher seltenen Desinvestitionen werden auch von weniger spezialisierten Abteilungen durchgeführt.

Der Erfolgsmaßstab für Desinvestitionen orientiert sich fast durchgehend am Shareholder Value. Die Zufriedenheit mit den bisherigen Desinvestitionen ist hoch. Wesentliche Erfolgsfaktoren für ihre Desinvestitionen sehen die Befragten in einer durchgehenden Prozessverantwortung, der Einbeziehung von Rechts- und Steuerexperten sowie in der Aufrechterhaltung einer Auktionssituation beim *Sell-off*.



## Zusammenfassung/Summary

Desinvestitionen ganzer Unternehmensteile finden bislang in der wissenschaftlichen Analyse eine vergleichsweise geringe Beachtung. Folgt man der Sichtweise von Dieckhaus zur Existenz von Beteiligungslebenszyklen und einem Verständnis des Gesamtkonzerns als Portfolio an Teilunternehmen, dann durchläuft jedes Konzernunternehmen aus Sicht der Konzernspitze eine Entwicklung von der Akquisition über die Integration bis zur Desinvestition. Dabei ist der Informationsstand über die Auslösung von Desinvestitionen und den Umsetzungsprozess in Deutschland noch gering.

In obiger Analyse wurde versucht, sowohl den Entscheidungsprozess zur Desinvestition wie auch die konkrete Umsetzung in der Praxis zu erfassen. Dabei wird neben der prozessualen Vorgehensweise auch die aufbauorganisatorische Existenz und Eingliederung des Desinvestitionsmanagements untersucht. Diese werden ergänzt durch die Analyse externer Einflussfaktoren (Unternehmensgröße etc.), die Unterschiede im Desinvestitionsmanagement der einzelnen Konzerne erklären können.

Als Ergebnis zeigt sich u.a., dass die Anzahl an Desinvestitionen und deren professionelle Durchführung durch die Umstrukturierungen der großen Mischkonzerne geprägt ist. Die häufig desinvestierenden Konzerne weisen – neben ihrer überdurchschnittlichen Größe und Diversifizierung – auch einen höheren *Free Float*, d. h. Streubesitz, auf, wodurch sie einem stärkeren Druck des Kapitalmarktes ausgesetzt sind. Die großen Konzerne verfügen zur Durchführung ihrer Desinvestitionen meist über spezialisierte M&A-Abteilungen. Die Konzerne, die keine oder wenige Desinvestitionen durchgeführt haben, sind im Schnitt kleiner und fokussierter, sodass auch die Notwendigkeit zu Desinvestitionen geringer ist. Außerdem ist ihr *Free Float* niedriger, was das Druckpotenzial des Kapitalmarktes verringert. Die in der Folge eher seltenen Desinvestitionen werden auch von weniger spezialisierten Abteilungen durchgeführt.

This article studies the management of divestments in big German groups. Therefore the results of a survey in April 2002 with 39 DAX100 companies are presented. The survey is dominated by the restructuring of big conglomerates. One key result is that the number of divestments is significantly dependent on the size of the group and the free float of the company. This may be a consequence of pressure from capital markets to focus on core businesses. The criteria for divestments are predominantly strategic reasons. Divestment are ➔

➔ conducted by specialized M&A departments at the big conglomerates and by less specialized departments like Group Controlling in the smaller companies. The success of divestments is mainly measured in terms of Shareholder Value. A key success factor in the divestment process is the responsibility in one hand and the early participation of legal and tax experts as well as the creation of an »auction situation«. The participants of the survey show a high satisfaction with their own divestments. Overall the management of divestments is already quite professional at German DAX 100 companies, even if some answers seem to be a bit overoptimistic.

## Anmerkungen

- 1 Vgl. Dieckhaus, Oliver-Till: Beteiligungslebenszyklus als konzeptioneller Ansatz für Management und Controlling im Rahmen der unternehmerischen Wachstumspolitik, Göttingen 1993, S. 141ff.
- 2 Die Zugehörigkeit zum DAX 100 wurde per 15.03.2002 ermittelt.
- 3 Zwölf Unternehmen tätigten zwischen fünf und zehn Transaktionen und weitere neun Unternehmen weniger als fünf.
- 4 NACE =Nomenclature des activities dans la Communauté Européenne.
- 5 Mögliche Gründe, warum dieser Druck von Großaktionären oft nicht ausgeübt wird, lassen sich zahlreich vermuten. Großaktionäre mögen nicht nur ein Interesse am Marktwert des Unternehmens haben, sondern durch ihre Rolle als Kreditgeber oder Eigentümerfamilie konfliktäre Interessen verfolgen. Zudem sind die Vertreter der Großaktionäre, also die Vorstände, in das Beziehungsgeflecht der »Deutschland AG« eingebunden, die eine reine Ausrichtung auf den Shareholder Value erschwert.
- 6 Die Regression mit der Anzahl der NACE-Codes in der zweiten Stelle weist ein Bestimmtheitsmaß von 35,7 %, bei ebenfalls signifikanten Koeffizienten (P-Wert < 0,000), auf. Auch erbringt eine Regression der Desinvestitionshäufigkeit über die Anzahl der NACE-Codes in der 1. Stelle ein Bestimmtheitsmaß von 25,6 % und einen signifikanten Regressionskoeffizienten (P-Wert 0,006).
- 7 Einige Konzerne legten sich in der Priorität nicht eindeutig fest bzw. vergaben die 1. Priorität mehrfach.
- 8 So zeigen Beitel, Derick/Börner, Christoph/Schiereck, Dirk: Warum beauftragen deutsche Käuferunternehmen Investmentbanken bei der Durchführung ihrer M&A-Transaktionen?, European Business School – Department of Finance, Working Paper 2003, dass die Beauftragung von Investmentbanken bei M&A-Transaktionen in Deutschland noch weit weniger verbreitet ist als in den USA.



### Prof. Dr. Dirk Schiereck

Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement EUROPEAN BUSINESS SCHOOL, Schloß Reichartshausen, Oestrich-Winkel  
dirk.schiereck@ebs.de



### Dr. Marc Stienemann

Unternehmensberater und Research Assistant am Institute for Mergers & Acquisitions der Universität Witten/Herdecke  
marc\_stienemann@hotmail.com