Wertschaffung durch strategische Desinvestitionen

Prof. Dr. Günter Müller-Stewens/Michael Schäfer/Georg Szeless, Universität St. Gallen

In den vergangenen Jahren haben zahlreiche deutsche Unternehmen in deutlichem Umfang Akquisitionen getätigt und dadurch ihr Portfolio von strategischen Geschäftseinheiten abgerundet. Desinvestitionen, d. h. Verkäufe von einzelnen Tochtergesellschaften bis hin zu ganzen Geschäftsfeldern, hatten hingegen einen wesentlich geringeren Stellenwert und häufig kein zugrunde liegendes strategisches Kalkül. Aufgrund dieser unabgestimmten Portfoliostrategie sind bei vielen deutschen Unternehmen bunt zusammengewürfelte Geschäftsportfolios entstanden, die den Anforderungen der Globalisierung und den Erwartungen der Investoren und Analysten nicht entsprechen können und nur noch schwer führbar sind.

Ausgehend von der geringen Bedeutung von Unternehemensverkäufen in Kontinentaleuropa, wurde in einer Kooperation des Institutes für Betriebswirtschaft an der Universität St. Gallen und der Unternehmensberatung A.T. Kearney eine Studie zu Desinvestitionen durchgeführt. Ausgangshypothese der Studie war, dass Desinvestitionen, wenn strategisch sinnvoll eingesetzt, ein wertvolles Instrument zur Optimierung des Geschäftsportfolios darstellen und einen wesentlichen Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung leisten können.

Um diese Hypothese zu überprüfen wurde in einem ersten Schritt eine umfassende Datenbankanalyse vorgenommen, in der ca. 680 Desinvestitionen der 250 größten börsennotierten Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz zwischen 1993 und 1998 auf ihre Vorteilhaftigkeit untersucht und mit den Daten aus anderen europäischen Ländern sowie den USA verglichen wurden. Um des Weiteren die relevanten Erfolgsfaktoren von Desinvestitionsprojekten herauszuarbeiten, wurden konkrete Vorgehensweisen sowie Erfahrungen im Zusammenhang mit Desinvestitionen in der Paxis analysiert. Dazu wurden persönliche Interviews mit den für Desinvestitionen Verantwortlichen in den in Abb. 1 genannten Unternehmen geführt.

– ABB	– DaimlerChrysler	– Rheinmetall
– BASF	– DASA	– SAir Group
– Bertelsmann	– Hapag Lloyd	– Siemens
– Bosch	– Hoechst	– Sulzer
– Ciba Spezialitätenchemie	– Lufthansa	– Thyssen
– Constantia	– Mannesmann	– Veba
	– RHI	– Viag

Abb. 1: Im Rahmen der Studie interviewte Unternehmen

Im Rahmen der Datenbankanalyse konnte zunächst bestätigt werden, dass der Desinvestition als strategischem Instrument zur Gestaltung des Unternehmensportfolios im anglo-amerikanischen Raum traditionell ein wesentlich höherer Stellenwert zukommt als in Kontinentaleuropa. Wie Abb. 2 verdeutlicht, fällt der Vorsprung von Großbritannien und den USA sowohl bezüglich der absoluten Anzahl der Fälle als auch bezüglich des Verhältnisses der Transaktionszahlen zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt sehr deutlich aus.

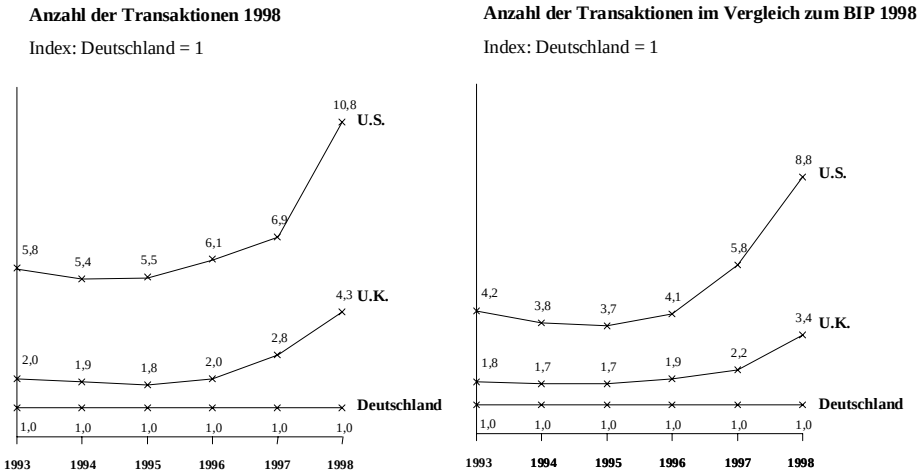


Abb. 2: Desinvestitions-Intensität im internationalen Vergleich (Quelle: Desinvestitionsstudie A.T. Kearney)

In einem weiteren Schritt wurden die Desinvestitionsdaten mit Performancedaten in Verbindung gebracht, um den Erfolg von Unternehmensverkäufen beurteilen zu können. Diese Analyse wurde mittels der Methode der „Market Adjusted Returns" – einem weit verbreiteten Bewertungsmodell – durchgeführt. Bei dieser Methode wird der durch die Desinvestition verursachte Erfolg anhand der Aktienkursbewegungen in einem Zeitraum von fünf Tagen vor bis fünf Tagen nach der Ankündigung der Desinvestition gemessen. Die Wertsteigerung bzw. -vernichtung wird als Differenz zwischen der tatsächlichen Kursentwicklung und der auf Basis statistischer Verfahren erwarteten Kursentwicklung ermittelt.

Die Ergebnisse der Datenbankanalyse verdeutlichen, dass fundamentale Erfolgsunterschiede bei der Durchführung von Desinvestitionen zu verzeichnen sind. Wie aus der folgenden Abbildung hervorgeht, konnte in den erfolgreichsten 20% der Fälle innerhalb der Stichprobe ein Mehr-

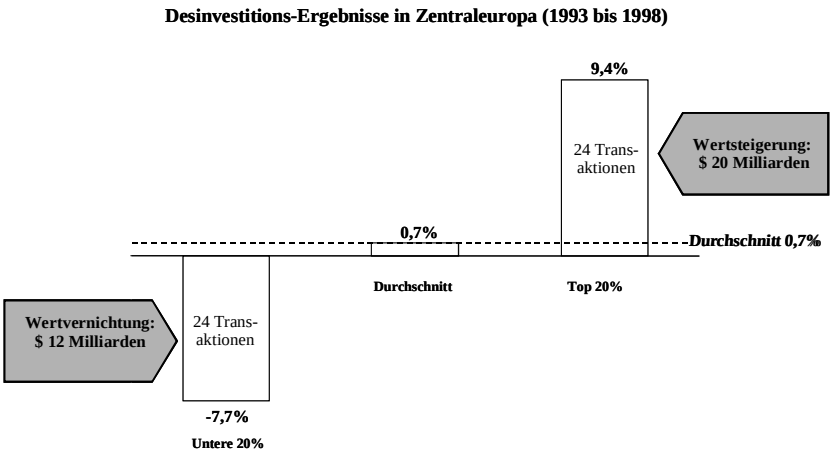


Abb. 3: Desinvestitions-Ergebnisse in Zentraleuropa (Quelle: Desinvestitionsstudie A.T. Kearney)

wert von 20 Mrd. US-$ geschaffen werden, was einer Wertsteigerung von 9,4% entspricht. Hingegen wurden in den schlechtesten 20% der Fälle rund 12 Mrd. US-$ oder 7,7% des Unternehmenswertes der verkaufenden Gesellschaften vernichtet (siehe Abb.3).

Spezifisch für deutsche Unternehmen zeigt sich, dass diese nicht nur in der relativen Wertschätzung von Desinvestitionen Rückstände haben, sondern auch im Durchschnitt weniger erfolgreich desinvestieren als ihre europäischen Konkurrenten. Die Ergebnisse eines Vergleiches deutscher Desinvestitionen mit jenen aus Frankreich, Großbritannien und Skandinavien verdeutlichen diese Tatsache (Abb. 4). Es kann beobachtet werden, dass sich die Wertsteigerung in einer Bandbreite von 5,9% bis 7,6% bewegt, die Wertvernichtung in einer Bandbreite von 4,5% bis 5,6%. Transaktionen, die zu einer Wertveränderung von weniger als 1% führten, wurden in dieser Darstellung nicht berücksichtigt. Die Ergebnisse der einzelnen Länder verdeutlichen, dass deutsche Unternehmen das Schlusslicht bei Desinvestitionen sind. Sie generieren im Vergleich unterdurchschnittlich wenig Wert mit erfolgreichen Desinvestitionen, vernichten aber überduchschnittlich viel Wert mit wenig erfolgreichen Desinvestitionen.

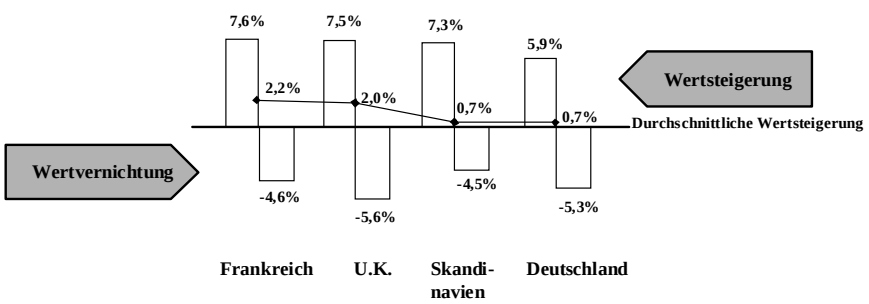


Abb. 4: Desinvestitions-Leistungsfähigkeit in Europa (Quelle: Desinvestitionsstudie A.T. Kearney)

Der im Durchschnitt wertsteigernde Effekt von Desinvestitionen wurde von anderen Studien, die überwiegend für US-amerikanische und britische Unternehmen durchgeführt wurden, bestätigt. Johnson (1996), der 15 dieser Studien zusammenfassend beurteilt, zeigt, dass Investoren Desinvestitionen meist positiv beurteilen, wobei Spin-Offs, bei welchen der desinvestierte Unternehmensteil organisatorisch von der Muttergesellschaft getrennt wird, mit einer durchschnittlichen Wertsteigerung von 2,8% bis 5,6% am besten abschneiden. Desinvestitionen, bei welchen der betroffene Unternehmensteil an ein anderes Unternehmen verkauft wird oder an die Börse gebracht wird, generieren geringere, aber dennoch positive Wertsteigerungen. Für kontinentaleuropäische Unternehmen stellt die Investmentbank JP Morgan fest, dass Spin-Offs im Durchschnitt zu einer Wertsteigerung von 2,34% führen.

Eine insbesondere in der Praxis häufig auftretende Fragestellung ist die Bedeutung von Desinvestitionen als Instrument zur Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder. Die Gespräche mit Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz haben gezeigt, dass die Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder das häufigste Motiv für Unternehmensverkäufe darstellt. Ebenso konnte die Datenbankanalyse den überdurchschnittlichen Erfolg von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Desinvestitionen bestätigen: Während derartige Verkäufe eine durchschnittliche Wertgenerierung von 3,8% verzeichnen können, führen Verkäufe von Kerngeschäftsfeldern im Schnitt zu einer Wertvernichtung von 1,2%. Die Vorteilhaftigkeit der Desinvestition nicht zum Kerngeschäft gehöriger Einheiten zeigen für US-amerikanische Unternehmen auch Studien von Comment und Jarrell (1995) sowie Desai und Jain (1999).

Festzuhalten bleibt, dass die vorliegende Studie in Übereinstimmung mit anderen diesbezüglichen Untersuchungen dem Instrument der Desinvestition grundsätzlich eine positive Performance-Wirkung zuweist. Da jedoch dieser im Mittel wertschaffende Effekt von einer hohen Varianz der Performance bei den einzelnen Fällen begleitet wird, stellt sich die Frage, worauf diese Unterschiede zurückzuführen sind.

Im Wesentlichen wurden dabei drei wichtige Voraussetzungen identifiziert, die für den Erfolg von Desinvestitionsprojekten unabdingbar sind: An erster Stelle steht eine schlüssige und klar formulierte Strategie, in deren

Rahmen Desinvestitionen durchgeführt werden. Zweitens müssen im Unternehmen entsprechende Abläufe installiert sein, um derartige Projekte effizient und effektiv durchführen zu können. Schließlich müssen drittens die notwendigen Ressourcen im Unternehmen vorhanden sein und auch tatsächlich den Projekten zugeordnet werden (vgl. Abb. 5).

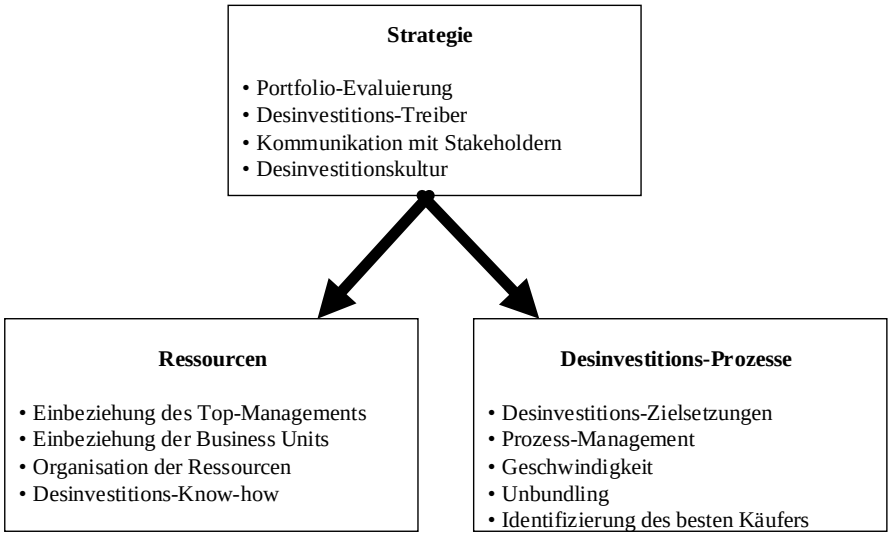


Abb. 5: Erfolgsfaktoren des Desinvestitions-Managements

Hinsichtlich der Professionalität des Desinvestitions-Managements zeigte sich bei den untersuchten Unternehmen eine deutliche Zweiteilung. Rund ein Drittel der Unternehmen erfüllte die oben genannten Voraussetzungen, auch wenn einzelne Aspekte hinsichtlich ihrer Professionalität unterschiedlich stark ausgeprägt waren. Diese „strategischen Divestoren" nutzen den Verkauf von Tochterunternehmen und Geschäftsbereichen proaktiv innerhalb ihres Portfolio-Managements sowie umfassender strategischer Neuausrichtungen. Dabei formulieren sie klare Zielsetzungen, die bei den Verkäufen erreicht werden sollen und verfolgen bei der Umsetzung einen systematischen Ansatz, den sie fortlaufend weiter entwickeln. Desinvestitionen werden insgesamt als ein wichtiges Instrument zur Steigerung des Shareholder-Value verstanden, weshalb sowohl der Kommunikation solcher Vorgänge aber insbesondere auch der Durchführung selbst eine hohe Bedeutung beigemessen wird. Letzteres manifestiert sich vor allem in der Tatsache, dass strategische Divestoren ihre besten und erfahrensten Führungskräfte mit diesen Aufgaben betrauen.

Demgegenüber werden Desinvestitionen von „opportunistischen Divestoren" in aller Regel als Eingeständnis eines vorher begangenen Fehlers angesehen. Sie werden folglich nur dann eingesetzt, wenn das Unternehmen keine andere Alternative sieht und können somit am besten als „notwendiges Übel" bezeichnet werden. Dies hat zur Konsequenz, dass in diesen Unternehmen Desinvestitionen in der strategischen Planung höchstens eine untergeordnete Rolle spielen, die Projektorganisation und -durchführung meistens ad hoc erfolgt und die Verantwortung an weniger erfahrene Kräfte der zweiten und dritten Ebene delegiert wird. Schließlich wird auch der Erfolgsbeitrag der kommunikativen Maßnahmen massiv unterschätzt (Vgl. Abb.6).

Im Folgenden werden einzelne Aspekte der drei erfolgsbestimmenden Bereiche Strategie, Prozesse und Ressourcen näher ausgeführt.

Als erste zentrale Voraussetzung für die erfolgreiche Durchführung von Desinvestitionen wurde eine Berücksichtigung im Rahmen der Strategiearbeit des Unternehmens genannt.

Hier unterscheiden sich die Unternehmen bereits deutlich in der Art und Weise, wie sie ihr Geschäftsportfolio beurteilen. Zwar führen die meisten befragten Unternehmen eine regelmäßige Evaluierung ihres Portfolios durch, allerdings verlässt sich die große Mehrheit dabei auf quantitative Indikatoren wie den ROI oder den ROCE. Nur wenige Unternehmen ergänzen diese Sichtweise durch strategisch ausgerichtete Instrumente wie Portfolio-Analysen, Wachstumsprognosen, Wettbewerbsanalysen, etc. Gerade hier liegt jedoch der Schlüssel zum Erfolg: Um eine fundierte Entscheidung über den Sinn der weiteren Zugehörigkeit eines Bereichs treffen zu können, muss man ein klares Bild über seine strategische Relevanz für das Kerngeschäft und seine zukünftige Wettbewerbsfähigkeit besitzen.

Noch deutlicher klaffen die Kriterien auseinander, nach

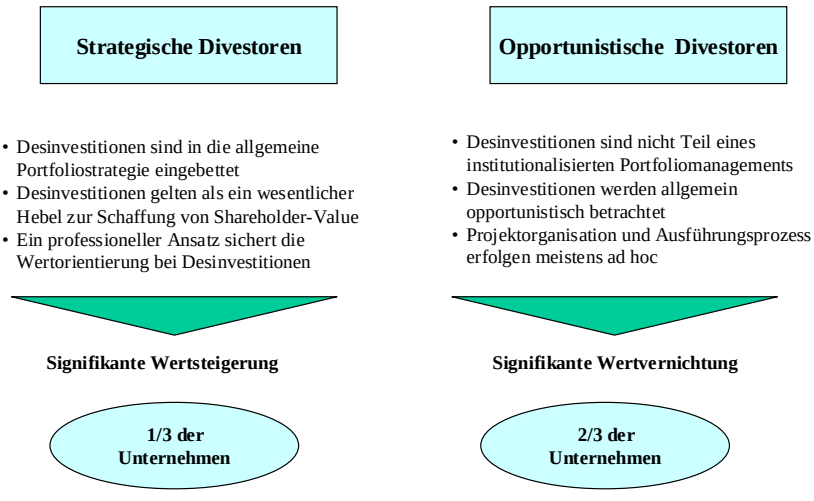


Abb. 6: Desinvestitions-Typen

denen die tatsächliche Entscheidung über einen Verkauf getroffen wird. Die strategischen Verkäufer legen sowohl qualitative als auch quantitative Größen als Mindestanforderungen („Hurdle Rates") für ihre Geschäftsfelder fest und verbinden das Verfehlen dieser Mindestanforderungen über einen gewissen Zeitraum hinweg mit der Auslösung einer Desinvestitions-Entscheidung. Derartige transparente Mechanismen bestehen bei opportunistischen Divestoren dagegen nicht. Dort findet man so lange eine Begründung, warum der unbequeme Verkauf nicht erforderlich ist, bis keine andere Alternative mehr besteht.

Wenn sie sich dann einmal zu einer Verkaufsentscheidung durchgerungen haben, unterschätzen opportunistische Divestoren in der Regel den hohen Stellenwert kommunikativer Maßnahmen. An interne Bezugsgruppen wie das Management, den Betriebsrat und die Mitarbeiter gerichtet, sorgt eine abgestimmte Kommunikation dafür, dass innerhalb des Unternehmens ein ausreichender Informationsstand über das Vorhaben herrscht. Dadurch wird das Vertrauen in die Führung sowohl bei den Mitarbeitern des zu verkaufenden Bereichs, als auch bei denen, die im Unternehmen verbleiben gefördert und gleichzeitig das Aufkommen unnötiger Ängste vermieden bzw. begrenzt. Dadurch kann einerseits die Loyalität der Belegschaft bewahrt werden und andererseits kann verhindert werden, dass es zu einer Lähmung der Organisation kommt. Während die interne Kommunikation vor allem darauf abzielt, dass keine Werte im Unternehmen vernichtet werden, sorgt die externe Kommunikation, die sich in erster Linie an Investoren, Analysten und potenzielle Käufer richtet, dafür, dass das Vorhaben im Umfeld positiv aufgenommen wird und nach Möglichkeit zu einer Steigerung des Unternehmenswerts führt. Dazu ist es unerlässlich, dass neben der strategischen Begründung der Verkaufsentscheidung auch eine detaillierte Information darüber erfolgt, wie die frei werdenden Mittel verwendet werden sollen.

Um Desinvestitionen als vollwertiges Instrument des Strategischen Managements einsetzen zu können, muss in vielen Unternehmen zunächst noch ein Umdenkprozess stattfinden. Noch zu häufig werden sie von den Unternehmen im deutschsprachigen Raum mit Schuldeingeständnissen in Verbindung gebracht, was sich oft prägend auf die Kultur des gesamten Unternehmens auswirkt. Einigen der untersuchten Unternehmen ist dieser Umdenkprozess, der vom Top-Management eingeleitet werden muss, teilweise in kurzer Zeit mit Bravour gelungen. Dennoch haben gerade hier noch viele Gesellschaften den Schritt vom opportunistischen zum strategischen Divestor vor sich.

Als zweite zentrale Voraussetzung für ein professionelles Desinvestitions-Management wurde weiter oben das Zurückgreifen auf effiziente Prozesse genannt.

Als Grundvoraussetzung ist in diesem Zusammenhang die Vorgabe konkreter Ziele für das einzelne Desinvestitions-Projekt zu nennen. Bei den strategischen Divestoren bezogen sich diese Vorgaben im Wesentlichen auf den Verkaufspreis, den Käufer sowie den Zeitrahmen, in dem ein Abschluss anzustreben ist. Dass der zu erzielende Preis einen hohen Stellenwert für den Verkäufer besitzt, muss nicht weiter erläutert werden. Allerdings gilt es zu berücksichtigen, dass die diesbezügliche Vorstellung auch Auswirkungen bezüglich der anzusprechenden potenziellen Käufer, der einzusetzenden Verkaufsverfahren und nicht zuletzt des erforderlichen Zeitrahmens besitzt. Die Suche nach dem „optimalen Käufer" wird häufig durch den Wunsch erschwert, auch nach dem Verkauf eine enge geschäftliche Verbindung mit der verkauften Einheit zu pflegen. Ebenfalls komplizierter wird die Auswahl des Käufers, wenn diesem beispielsweise Arbeitsplatzgarantien abverlangt werden, was häufig bei Großunternehmen der Fall ist, die entsprechend in der Öffentlichkeit stehen und sich eine reine Preismaximierung ohne Rücksicht auf langjährige Mitarbeiter nicht leisten können. Hinsichtlich der Zeitvorgabe gilt grundsätzlich, dass vieles für einen möglichst schnellen Abschluss des Verkaufsprozesses spricht. Insbesondere wiegt der Vorteil schwer, dass man sich umso früher wieder auf das Tagesgeschäft und auch die Reinvestition der freiwerdenden Mittel konzentrieren kann, je zügiger der Prozess beendet werden kann. Gleichzeitig wird damit dem Gesetz entgegengewirkt, dass der Preis über die Zeit automatisch erodiert. Ein zu hoher Zeitdruck kann auf der anderen Seite jedoch dazu führen, dass man in einer Phase verkauft, in der am Markt keine zufrieden stellenden Preise zu erzielen sind oder dass man nicht alle Möglichkeiten bei der Suche nach dem Käufer ausnützt.

Neben der Definition klarer Zielvorgaben ist es auch unerlässlich, ein effizientes Prozessmanagement zu installieren. Eine strukturierte Durchführung von Desinvestitionsprojekten beginnt mit der Bewertung des strategischen Wertbeitrags der betrachteten Unternehmenseinheit und der Ermittlung der Desinvestitions-Kandidaten. Danach gilt es einen individuellen „Fahrplan" zu entwickeln, der beschreibt, wie und in welchem zeitlichen Rahmen z. B. die Kommunikation, die Ansprache der Interessenten oder die organisatorische Vorbereitung (Unbundling) des Desinvestitionskandidaten gestaltet werden sollen.

Ein weiterer Punkt, der zur Prozesskompetenz eines Verkäufers beiträgt, ist das soeben angesprochene Unbundling. Hierbei geht es darum, die betroffene Einheit organisatorisch aus dem Unternehmen herauszulösen, so dass sie überhaupt verkauft werden kann. Dieses Unbundling stellt sich umso umfangreicher und komplizierter dar, je enger die organisatorischen und strategischen Verflechtungen zwischen Mutter- und Tochterunternehmen sind. Aufgrund der hohen Integrationsgrade, wie sie traditionell bei Unternehmen im deutschsprachigen Raum zu beobachten sind, ist diese Aufgabe in der Regel bedeutend und kann alle Stufen der Wertschöpfungskette betreffen. Bezüglich dieses Aspektes heben sich strategische Divestoren insbesondere durch ihre Systematik und die Konsequenz mit der sie die angesprochenen Aufgaben angehen von weniger erfahrenen Verkäufern ab.

Schließlich ist als wichtiges Element des Veräußerungsprozesses die Identifizierung und Ansprache potenzieller Käufer zu nennen. Hier kommen zunächst einmal strategische oder industrielle Käufer in Frage, in deren strategisches Konzept die betreffende Einheit passt und für die

beispielsweise ein Mehrwert in der Ausnutzung von Synergieeffekten liegen kann. Daneben treten in letzter Zeit immer mehr Finanzinvestoren als Käufer auf, die sich von dem Objekt in der Regel nach der Durchführung von Restrukturierungsmaßnahmen gewinnbringend durch Weiterveräußerung oder einen Börsengang wieder trennen wollen. Ein strategischer Divestor zeichnet sich hier dadurch aus, dass er sich der Vor- und Nachteile, die mit einem Verkauf an einen strategischen Käufer oder einen Finanzinvestor verbunden sind, bewusst ist und dass er gerade bei der Identifikation strategischer Käufer „über den Tellerrand schaut" und nicht nur die naheliegendsten Lösungen ins Auge fasst. Darüber hinaus gewähren erfahrene Divestoren Kaufinteressenten in den Verhandlungen nur selten Exklusivität. Vielmehr versuchen sie (z. B. durch den Einsatz von Auktionsverfahren) eine Konkurrenzsituation unter den potenziellen Käufern zu schaffen, die dem Verkäufer bei der Durchsetzung der eigenen Interessen entgegen kommt.

Auch wenn ein Unternehmen eine aus strategischer Sicht „richtige" Desinvestitions-Entscheidung trifft und über das entsprechende Prozess-Know-how verfügt, bedeutet dies nicht automatisch, dass es solche Projekte immer erfolgreich durchführen wird. Als dritte Voraussetzung müssen auch die erforderlichen Ressourcen für eine kompetente Abwicklung bereitgestellt werden.

Von zentraler Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass dem Projekt eine ausreichende Management-Attention zukommt, nicht zuletzt aufgrund der damit verbundenen Signalwirkung. Gerade bei größeren Vorhaben sollte sich das Top-Management selbst an dem Prozess beteiligen und dabei als Auslöser und Entscheider agieren. Die Erfahrungen der Studie haben gezeigt, dass sich bei den opportunistischen Divestoren das Top-Management nur selten an Desinvestitions-Projekten beteiligt, was häufig auf die negativen Assoziationen mit Verkäufen zurückgeführt werden kann. Häufig sind Desinvestitionen auch in Verbindung mit kürzlich erfolgten Akquisitionen zu sehen, wobei Verkaufsvorhaben vom Top-Management häufig zu Lasten der dann anstehenden Integrationsprojekte als weniger wichtig angesehen werden.

Einen wichtigen und zugleich kritischen Punkt stellt die Involvierung des Managements der zu verkaufenden Einheit in den Verkaufsprozess dar. Zwar ist dessen Teilnahme insofern in einem gewissen Grad notwendig, da es den besten Informationsstand über das Verkaufsobjekt besitzt. Auf der anderen Seite war in vielen der untersuchten Fälle ab einem bestimmten Zeitpunkt ein „Loyalitätsknick" des Business-Unit-Managements zu beobachten. Es besteht also die Gefahr, dass Insider-Wissen an potenzielle Käufer

Diagnoseprofil zur wertsteigernden Desinvestition

	Opportunistischer Divestor	1	2	3	4	5	Strategischer Divestor
Strategische Logik							
Portfolio-Evaluierung	Gelegentlich						Regelmässig und systematisch
Auslöser für eine Desinvestition	Reaktiv						Proaktiv, strategiegetrieben
Kommunikation mit Stakeholdern	Diffus						Überzeugende Verkaufsstory
Desinvestitions-Kultur	„Wir verkaufen nicht"						"Wir verkaufen, um zu wachsen"
Ressourcen							
Einbeziehung des Top-Managements	Delegation						Einbeziehung des CEOs
Einbeziehung der Business Units	Nicht beteiligt						Angemessen beteiligt
Organisation der Ressourcen	Ad-hoc-Teams						Dedizierte Ressourcen/Experten
Desinvestitions-Know-how	Punktuell, nicht systematisiert						Gezielte Sammlung und Weiterentwicklung
Desinvestitions-Prozesse							
Zielsetzung (Preis, Käufer, Zeit ...)	Unspezifisch						Genau definiert
Prozess-Management	Fragmentierte Aktivitäten						Strukturierter Prozess
Geschwindigkeit	Keine festen Meilensteine						"Auf der Überholspur"
"Unbundling"/"Packaging"	Keine Methodologie						Bewährte Methodologie
Identifizierung des Käufers	"Man schaut nicht über den Tellerrand hinaus"						Globale Sichtweise

Abb. 7: Diagnoseprofil zur wertsteigernden Desinvestition

weiter gegeben wird und somit die Verhandlungsposition des Verkäufers erodiert. Besonders ausgeprägt ist die skizzierte Gefahr bei einem Verkauf an Finanzinvestoren, da diese dem Business-Unit-Management häufig große finanzielle Anreize (wie z. B. in Form einer Beteiligung am Unternehmen) bieten. Die Einbeziehung des Business-Unit-Managements muss deshalb fein dosiert werden, d. h. es sollte dessen Funktion als Informationslieferant in den Vordergrund gestellt werden und eine Übertragung der Verhandlungsführung sollte vermieden werden.

Neben der Einbeziehung des Top-Managements und der Führung des Desinvestitionskandidaten ist es unabdingbar, dass weitere Spezialisten in den Verkaufsprozess einbezogen werden. Zu denken ist hier insbesondere an Mitarbeiter, die bereits in verantwortlicher Funktion an derartigen Projekten beteiligt waren und entweder über das entsprechende Prozesswissen oder über relevantes Fachwissen (oder beides) verfügen. Auch hier brachte die Untersuchung deutliche Unterschiede in der Vorgehensweise zu Tage. Opportunistische Divestoren verfügen entweder nur über wenige Mitarbeiter, die desinvestitionsrelevante Erfahrungen besitzen oder setzen diese nicht gezielt in derartigen Projekten ein. Demgegenüber greifen strategische Divestoren immer wieder auf die gleichen Spezialisten zurück, was sie in die Lage versetzt, über eingespielte Teams bzw. Teile von Teams zu verfügen.

Zuletzt fällt die systematische Nutzung und Weiterentwicklung desinvestitionsrelevanten Wissens bei strategischen Divestoren auf. Sie sammeln diesbezüglich alle neuen Beobachtungen, diskutieren die gewählte Vorgehensweise sowie die erreichten Ergebnisse und arbeiten die gemachten Erfahrungen strukturiert auf. Dieses Wissen wird gleichzeitig dokumentiert und allen betroffenen Mitarbeitern im Unternehmen zur Verfügung gestellt. Dadurch kann weitestgehend vermieden werden, dass das Rad immer wieder neu erfunden werden muss. Darüber hinaus sind die so vogehenden Unternehmen für künftige Desinvestitions-Projekte besser gerüstet als opportunistische Divestoren, deren Wissen oft nur in den Köpfen einzelner Mitarbeiter existiert und damit in hohem Maße fragmentiert ist.

Neben den hier beschriebenen Hinweisen auf die Erfolgsfaktoren bei Desinvestitions-Projekten hat die Studie auch gezeigt, dass es kaum ein Unternehmen gibt, das in allen Dimensionen den Ansatz des strategischen Divestors verfolgt. Nachstehende Abb. 7, die noch einmal die genannten Erfolgsfaktoren zusammenfasst, kann deshalb auch als basales Diagnoseinstrument eingesetzt werden, um mögliche Schwachstellen bzw. Verbesserungspotenziale aufzuzeigen. Da erwartet wird, dass Zentraleuropa erst am Anfang einer breiten Desinvestitions-Welle steht, die nicht nur Großkonzerne, sondern auch größere Mittelständler betreffen wird, kann sie vielleicht dem einen oder anderen Unternehmen helfen, die Problematik frühzeitig zu thematisieren und somit rechtzeitig fit für die auf sie zukommenden Aufgaben zu sein.

Literaturangaben

Johnson, R. A. (1996): Antecedants and Outcomes of Corporate Refocusing. In: Journal of Management, 22, S. 439-483.

Comment, R. and G. A. Jarrell (1995): Corporate focus and stock returns, *Journal of Financial Economic*s, 37, pp. 67–87.

Desai, Hemang; Jain, Prem C. Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs, *Journal of Financial Economics*, Oct 1999, 54(1): 75-101

Mergers & Acquisitions in Italien

Frank Diemer/Dr. Kai Hasselbach, Freshfields Bruckhaus Deringer, Mailand/Köln

I. Einführung

Das M&A-Transaktionsgeschäft in Italien befindet sich deutlich im Aufwind. Die Zurückhaltung insbesondere ausländischer Investoren beim Erwerb italienischer Unternehmen, die noch bis in die Neunziger Jahre hinein zu beobachten und weitgehend durch die damals in Italien gegebene politische und (makro-) ökonomischen Instabilität sowie die relativ hohe Komplexität des italienischen Rechts- und Verwaltungssystems geprägt war, ist – ebenso wie in anderen europäischen Ländern – von einem beständig zunehmenden „M&A-Boom" abgelöst worden. Der Grund hierfür ist in erster Linie in der grundlegenden Umgestaltung des italienischen Staats- und Wirtschaftssystems zu finden, die in den letzten zehn Jahren zu einer deutlichen Zunahme an Stabilität geführt hat und durch weitgehende Reformen in der Rechts- und Wirtschaftsordnung, durch eine deutlich verstärkte Einbindung Italiens in die Strukturen der Europäischen Union und – nicht zuletzt – durch die Privatisierung großer Teile der bislang staatlich kontrollierten Industrien (Telekommunikation, Energiewirtschaft) geprägt wurde. Auch für die kommenden Jahre wird – sowohl für den Bereich der „privaten" M&A-Transaktionen als auch für den Public M&A-Sektor (Börsengänge, Going Privates, öffentliche Übernahmen) - mit einer Fortsetzung oder sogar Steigerung dieser Tendenz gerechnet[1].

[1] *Literatur: Lefebvre* (Hrgs.), Società Commerciali, Milano 2001; *Hofmann*, Gesellschaftsrecht in Italien, 2. Aufl. 1997; *Kindler*, Einführung in das italienische Recht, 1998; *von Boehmer* (Hrsg.), Deutsche Unternehmen in Italien, 1998; *Arossa/Lamarca*, Italy, in: Getting the Deal through / Merger Control 2001, S. 104 ff. Siehe zu Public M&A-Transaktionen, die in diesem Beitrag aus Platzgründen nicht behandelt werden können, *Diemer/Hasselbach*, NZG 2000, 824 ff; *Schmid*, AG 1999, 402 ff; *Alpa/Capriglione*, Commentario al Testo Unico, Milano 1998 und *Marchetti/Bianchi*, La Disciplina delle Società Quotate nel Test Unico della Finanza – Commentario, Milano 1999.