

**Verzögerungen bei der Unternehmensverkaufsentscheidung –
verhaltenswissenschaftliche Analyse der Ursachen und Lö-
sungsansätze**

Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

(Dr. rer. pol.)

durch die Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der

Universität Duisburg-Essen
Campus Essen

vorgelegt von

Name: Saba Kascha

Ort: Mekele

Essen 2009

Tag der mündlichen Prüfung: 03. November 2009

Erstgutachter: Univ.-Prof. Dr. Rainer Elschen

Zweitgutachter: Univ.-Prof. Dr. Tobias Kollmann

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VII
1. Problemstellung.....	1
1.1 Endogenisierung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse bei der Untersuchung von Entscheidungsverhalten	1
1.2 Ziele der Arbeit	4
1.3 Gang der Arbeit	6
2. Der Unternehmensverkauf als Herausforderung.....	8
2.1 Begriffliche Abgrenzungen.....	8
2.1.1 Desinvestitionen.....	10
2.1.2 Unternehmensverkäufe	12
2.2 Der Unternehmensverkauf: Systematisierung, Motive und Prozess.....	18
2.2.1 Systematisierung von Verkaufsmotiven	18
2.2.2 Die Kenntnis der Motivlage als wesentlicher Erfolgsfaktor.....	20
2.2.3 Prozess des Unternehmensverkaufs	21
3. Erklärungslücken theoretischer Erklärungsansätze im Rahmen von Unter- nehmensverkäufen....	23
3.1 Neue Institutionenökonomik.....	23
3.1.1 Der Transaktionskostenansatz.....	25
3.1.2 Kritische Würdigung des Transaktionskostenansatzes	26
3.1.3 Der Prinzipal-Agent-Ansatz.....	28
3.1.4 Kritische Würdigung des Prinzipal-Agent-Ansatzes	30
3.2 Die Ansätze der Strategieforschung	33
3.2.1 Der marktorientierte Ansatz.....	34
3.2.1.1 Grundlagen.....	34
3.2.1.2 Implikationen des marktorientierten Ansatzes für Unternehmens- verkäufe... ..	35

3.2.1.3 Prämissen und kritische Würdigung des marktorientierten Ansatzes	36
3.2.2 Der ressourcenorientierte Ansatz	38
3.2.2.1 Grundlagen	38
3.2.2.2 Implikationen des ressourcenorientierten Ansatzes für Unternehmensverkäufe.....	40
3.2.2.3 Prämissen und kritische Würdigung des ressourcenorientierten Ansatzes.....	42
3.2.3 Das Konzept des Parenting Advantage	45
3.2.3.1 Grundlagen	46
3.2.3.2 Implikationen für einen Unternehmensverkauf.....	50
3.2.3.3 Kritische Würdigung des Parenting Advantage-Konzeptes.....	50
3.3 Zusammenfassung	53
4. Psychische Verhaltensanomalien im Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten von Entscheidungsträgern im Rahmen von Unternehmensverkäufen.....	55
4.1 Behavioral Finance: Idee und Zielsetzung	55
4.1.1 Das Problem der Rationalitätsannahme	55
4.1.2 Grundlagen und Zielsetzung der Behavioral Finance.....	60
4.1.3 Anwendbarkeit der Behavioral Finance auf Unternehmensverkäufe	65
4.1.4 Von der Entscheidungssituation zum Entscheidungsverhalten	69
4.2 Der Einfluss und die Auswirkungen persönlicher Bedürfnisse auf die Unternehmensverkaufsentscheidung.....	73
4.2.1 Das Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung.....	74
4.2.1.1 Verfügbarkeitsheuristik	77
4.2.1.2 Repräsentativitätsheuristik	81
4.2.1.3 Verankerungsheuristik	86
4.2.2 Das Harmoniebedürfnis	89
4.2.2.1 Die Theorie der kognitiven Dissonanz.....	89
4.2.2.1.1 Commitment und seine Determinanten.....	91
4.2.2.1.1.1 Ausmaß der Ressourcenbindung.....	92
4.2.2.1.1.2 Soziale Verflechtungen	93
4.2.2.1.1.3 Entscheidungsfreiheit	94

4.2.2.1.1.4 Verantwortungsbewusstsein.....	94
4.2.2.1.2 Accountability	95
4.2.2.1.2.1 Accountability bei proaktiven Verkaufsmotiven	97
4.2.2.1.2.1.1 Fall 1: Unkenntnis der Auftraggeberpräferenzen...	97
4.2.2.1.2.1.2 Fall 2: Kenntnis der Auftraggeberpräferenzen.....	100
4.2.2.1.2.2 Accountability bei reaktiven Verkaufsmotiven	102
4.2.2.1.2.2.1 Fall 3: Unkenntnis der Auftraggeberpräferenzen..	103
4.2.2.1.2.2.2 Fall 4: Kenntnis der Auftraggeberpräferenzen.....	103
4.2.2.2 Konsequenzen aus den Verpflichtungen	107
4.2.2.2.1 Harmonie durch Wahrnehmung	108
4.2.2.2.2 Harmonie durch Entscheidung	110
4.2.2.3 Die Prospekt Theorie.....	113
4.2.2.3.1 Konsequenzen für Verkaufsentscheidungen	116
4.2.2.3.1.1 Der Dispositionseffekt.....	117
4.2.2.3.1.2 Der Sunk-cost-Effekt.....	120
4.2.2.3.2 Die Grenzen der Risikofreudigkeit im Verlustbereich.....	121
4.2.3 Das Kontrollbedürfnis	124
4.2.3.1 Die Kontrollillusion.....	125
4.2.3.2 Konsequenzen für Unternehmensverkaufsentscheidung	128
4.2.3.2.1 Kontrollerhaltungsstrategien auf der Wahrnehmungsebene:	
Sekundäre Kontrolle	128
4.2.3.2.2 Kontrollerhaltungsversuche auf der Entscheidungsebene:	
Primäre Kontrolle.....	130
4.2.4 Das Erfolgsbedürfnis	134
4.2.4.1 Die Bedeutung der Selbstüberschätzung.....	135
4.2.4.2 Die Bedeutung von Überoptimismus	138
4.2.4.3 Konsequenzen für Unternehmensverkaufsentscheidungen.....	140
4.2.5 Zusammenfassung	141
5. Phasenbezogene Lösungsansätze zur Begrenzung der Entscheidungswirk-	
samkeit persönlicher Bedürfnisse auf die Unternehmensverkaufs-	
entscheidung	144
5.1 Informationswahrnehmungsphase.....	144
5.1.1 Sensibilisierung des Managers	145
5.1.2 Zusammenstellung des Entscheidungsteams.....	146

5.1.3	Einrichtung eines unabhängigen Gremiums.....	148
5.1.4	Einbeziehung eines externen Beraters.....	149
5.1.4.1	Bedingungen für die Zusammenarbeit	149
5.1.4.2	Neue Herausforderungen an die Beratungsleistung	151
5.1.4.3	Der verhaltensorientierte Beratungsansatz.....	152
5.1.4.3.1	Die Phase der Problemanalyse	152
5.1.4.3.2	Vertrauensbildungsphase	154
5.1.4.3.3	Implementierungsphase.....	155
5.2	Informationsverarbeitungsphase.....	156
5.2.1	Der Splitting-Effekt.....	157
5.2.2	Der Framing-Effekt	158
5.3	Entscheidungsphase.....	160
5.3.1	Implementierung eines Risikomanagementsystems	160
5.3.1.1	Erweiterung des Erfassungsradius des Risikomanagement- systems	160
5.3.1.2	Die Anforderungen an das verhaltensorientierte Risikomanage- mentsystem.....	163
5.3.1.3	Der verhaltensorientierte Risikomanagementprozess	165
5.3.1.3.1	Die Risikostrategie	165
5.3.1.3.2	Die Risikoanalyse.....	165
5.3.1.3.3	Die Risikobewertung.....	166
5.3.1.3.4	Die Risikosteuerung	168
5.3.1.3.5	Die Risikoüberwachung und die Risikokommunikation....	168
5.3.2	Standardisierung von Abbruchentscheidungen	170
5.3.3	Umkehr der Beweislast	172
6.	Zusammenfassung und Kritische Würdigung	173
6.1	Zusammenfassung der Ergebnisse	173
6.2	Implikationen für die Theorie.....	176
6.3	Implikationen für die Praxis	177
	Literaturverzeichnis.....	179

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1: Struktur und Aufbau der Arbeit.....	8
Abb. 2: Abgrenzung zwischen Desinvestition und Unternehmensverkauf	13
Abb. 3: Systematisierung von Verkaufsmotiven.....	19
Abb. 4: Der Unternehmensverkaufsprozess	21
Abb. 5: Gegenüberstellung der unterschiedlichen Argumentationsweisen des Prinzipal-Agent-Ansatzes und der Behavioral Finance	33
Abb. 6: Vergleich von markt- und ressourcenorientiertem Ansatz.....	39
Abb. 7: Matrix zu Portfolio-Management nach Goold/Campbell/Alexander	48
Abb. 8: Ergebnis der verhaltenswissenschaftlichen Betrachtung ausgewählter Erklärungsansätze.....	54
Abb. 9: Rahmenbedingungen für Entscheidungen von Anlegern und Managern.....	68
Abb. 10: Einflussfaktoren auf den Entscheidungsprozess und das Entscheidungsverhalten	70
Abb. 11: Kognitive Einflussgrößen der Verkaufsentscheidung	74
Abb. 12: Entscheidungsverzerrung durch Anwendung der Repräsentativitätsheuristik	83
Abb. 13: Interessengegensätze zwischen Shareholder- und objektiver Unternehmensperspektive.....	101
Abb. 14: Informationsverarbeitungsstrategien bei Commitment und Accountability	1067
Abb. 15: Entscheidungsverhalten bei Disappointment-Antizipation	111
Abb. 16: Die Wertefunktion der Prospekt Theorie.....	114
Abb. 17: Die Entscheidungsgewichtungsfunktion im Verlustbereich.....	116
Abb. 18: Der Dispositionseffekt bei einer Unternehmensverkaufsentscheidung.....	117
Abb. 19: Risikoaversität des Managers in Verlustbereich bei Erweiterung der Wertefunktion.....	122
Abb. 20: Disappointment- und Regret-Theorie bei extrem erlebten Verlusten	124
Abb. 21: Zusammenspiel persönlicher Bedürfnisse	15342

Abb. 22: Checkliste bei verhaltensorientierter Problemanalyse.....	15753
Abb. 23: Wahrnehmungsbeeinflussung durch den Splitting-Effekt.....	16357
Abb. 24: Bedürfnisbezug der Misserfolgsursachen nach <i>Hauschildt</i>	16763
Abb. 25: Die verhaltensorientierte Risk-Map	17067
Abb. 26: Standardisierung von Entscheidungen	1730
Abb. 27: Zusammenfassung verhaltensorientierter Lösungsansätze.....	173

Abkürzungsverzeichnis

et al.	et alii
CSC	Cognitive Sunk costs
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
Hrsg.	Herausgeber
M&A	Mergers and Acquisitions
MBO	Management-Buy-Out
Rdnr.	Randnummer
SOK	Selektions-Optimierungs-Kompensation
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
v	Wertefunktion

1 Problemstellung

1.1 Endogenisierung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse bei der Untersuchung von Entscheidungsverhalten

Mehr als 76% aller M&A-Transaktionen oder Unternehmensverkäufe scheitern.¹ Dies muss überraschen angesichts der überdurchschnittlichen Qualifikation und Erfahrung der an M&A-Transaktionen beteiligten Top Manager und deren Möglichkeiten, auf die professionelle Unterstützung durch externe Berater zurückgreifen zu können. Vor diesem Hintergrund verlangt eine derart hohe Misserfolgsquote bei Unternehmensverkäufen nach einer Untersuchung der Ursachen für deren Scheitern. Bisher konzentrierten sich Analysen der Misserfolgsursachen hauptsächlich auf Fehler bei der Planung, Vorbereitung und Umsetzung einer Transaktion. Im Vordergrund dieser Analysen stehen handwerkliche Fehler im Umgang mit harten Daten bei der strategischen Unternehmensführung und Unternehmensverkäufen. Daran anknüpfend sind eine Vielzahl der in der Literatur verbreiteten Methoden und Maßnahmen und der von professionellen Beratern angebotenen Beratungsleistungen einseitig auf die Reduzierung und Vermeidung dieser Vorbereitungs- und Durchführungsfehler fokussiert.²

Bei diesen Analysen bleiben jedoch Fehlerquellen unbeachtet, die der Phase der Entscheidungsfindung zugeordnet werden können, weil der Entscheidungsträger aufgrund von Entscheidungshemmnissen die Verkaufsentscheidung „verschleppt“, d. h. die Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens entweder überhaupt nicht oder aber verzögert trifft. Fraglich ist daher, ob die Hauptursachen für das Scheitern von Unternehmensverkäufen nicht bereits in der Entscheidungsphase zu suchen sind. Möglicherweise können über bloße Könnensmängel hinausgehende Fehlerquellen für das Scheitern von Unternehmensverkäufen identifiziert werden.

¹ Vgl. Lucks/Meckl (2002), S. 10f; Wirtz (2003), S. 185. Hier wird unter Misserfolg der Abbruch der Transaktion oder die eingeschränkte Erreichung der Verkaufsziele verstanden.

² Vgl. z. B. Wirtz (2003), insbes. S. 127-200; Achleitner (2002), S. 152-154.

Ökonomische Literatur und Theorien stützen sich bei ihren Erklärungsversuchen der Ursachen für Fehlentscheidungen und Misserfolgen vor allem auf zwei Argumente:³

Zum Einen werden den Entscheidungsträgern oftmals Inkompetenz, methodische und analytische Schwächen attestiert.

Hierbei handelt es sich allerdings überwiegend um Vermutungen: Eine problemorientierte Analyse der Misserfolgsursachen erfordert eine eingehendere Untersuchung der Fehlerquellen von (Unternehmensverkaufs-) Entscheidungen.

Zum Anderen weisen (eher pauschale) Erklärungsversuche auf Unsicherheiten und un-
ausweichliche Risiken hin, denen der Entscheidungsträger bei Unternehmensverkäufen
ausgesetzt ist. Häufig wird damit argumentiert, dass überdurchschnittliche Erfolgsaus-
sichten und Erfolg immer mit einem hohen Risiko einhergehen. Zur weiteren Entlastung
der Entscheidungsträger wird angeführt, dass bei langfristiger Betrachtung dieser Trans-
aktionen die Chance besteht, viele Verluste durch Gewinne überkompensieren zu kön-
nen.

Allerdings stehen diesem Erklärungsversuch Beobachtungen gegenüber, die den
Schluss zulassen, dass Entscheidungsträger in bestimmten Situationen regelmäßig dazu
neigen, ein unverhältnismäßig hohes Risiko zu akzeptieren. Damit stößt auch dieser
Erklärungsansatz an seine Grenzen.

In dieser Arbeit steht die Entscheidungskompetenz des Managers im Zusammenhang
mit einer Unternehmensverkaufsentscheidung im Mittelpunkt. Dabei interessiert vor
allem seine Entscheidungsstärke, d. h. seine Fähigkeit, einen Entscheidungsbedarf zu
erkennen und eine Entscheidung zu treffen. Dem richtigen Timing des Unternehmens-
verkaufs kommt eine herausragende Bedeutung zu. Eine Entscheidung zum Unterneh-
mensverkauf setzt voraus, dass der Entscheidungsträger die Unternehmenssituation
richtig einschätzt, entsprechende Prognosen und Handlungsoptionen verifiziert und die
Ergebnisse seiner Analyse in einer Entscheidung zusammenfasst. Nur die zeitige Ver-

³ Vgl. Zayer/Hirsch (2006), S. 647; Lovallo/Kahneman (2003), S. 58.

kaufsentscheidung ermöglicht es, die nachhaltigen Auswirkungen einer verzögerten Verkaufsauslösung zu reduzieren, wenn nicht gar vollständig zu vermeiden.

Eine verzögerte Verkaufsentscheidung liegt in zwei Fällen vor:

1. Der Entscheidungsträger schätzt die Unternehmenssituation fehlerhaft ein und sieht nicht die Notwendigkeit eines Unternehmensverkaufs (Könnensdefizit).
2. Der Entscheidungsträger ist aufgrund persönlicher Motivlage und Interessen nicht bereit, eine Entscheidung zum Verkauf zu treffen (Wollensdefizit).

Bezugspunkt für die Feststellung, ob eine Verkaufsentscheidung „verzögert“ ist, ist ein Idealzustand, der durch die Abwesenheit solcher Defizite gekennzeichnet ist und letztendlich einen Zustand darstellt, den die klassischen Theorien annehmen. Diese Defizite werden von den klassischen Theorien nicht thematisiert.

Sowohl bei Könnens- als auch bei Wollensdefiziten wird durch die Nicht-Entscheidung die Verkaufsentscheidung verschleppt. Bei diesen Verschleppungen handelt sich um Fehlentscheidungen.

Da die Untersuchung der Quellen von Fehlentscheidungen vor allem einer Analyse des Entscheidungsverhaltens bedarf und damit den Menschen als Entscheidungsträger in den Mittelpunkt rückt, interessieren auch die Erkenntnisse aus anderen Forschungsdisziplinen über Verhaltensweisen und Neigungen des Menschen. Von besonderer Bedeutung sind in dieser Hinsicht die Beiträge der Psychologie und Sozialpsychologie.

Eine Sichtung der theoretischen Literatur und praktischen Beiträge zur Untersuchung des Entscheidungsverhaltens von Entscheidungsträgern, insbesondere im Zusammenhang mit Entscheidungen zu Unternehmensverkäufen, bestätigt die Vermutung über die bisher unzureichende Behandlung dieser Problematik. Nur wenige ökonomische Arbeiten beschäftigen sich mit der verhaltensorientierten Untersuchung des Entscheidungsverhaltens von Entscheidungsträgern und bieten darüber hinaus Lösungsansätze an.

Diese Forschungslücke überrascht angesichts der Bedeutung dieser Thematik und der Notwendigkeit sich intensiv mit den kognitiven Herausforderungen einer Unternehmensverkaufsentscheidung auseinanderzusetzen.

1.2 Ziele der Arbeit

Eine Vielzahl von Problemen bei Unternehmensverkäufen ist auf die verzögerte Auslösung der Verkaufsentscheidung und den hierdurch verzögerten Anstoß des Verkaufsprozesses zurückzuführen. Angesichts der mit dieser Fehlentscheidung verbunden wirtschaftlichen Auswirkungen liegt die Hauptintention dieser Arbeit darin, Ursachen für die verzögerte Verkaufsentscheidung aufzudecken und ihre Auswirkungen auf die Entscheidungsfindung bei Unternehmensverkäufen zu analysieren. Dabei beschränkt sich diese Untersuchung nicht auf die in der Literatur verbreitet thematisierten handwerklichen Fehler, sondern konzentriert sich auf die Analyse der bislang im Zusammenhang mit Unternehmensverkäufen vernachlässigten Einflussfaktoren auf die Verkaufsentscheidung.

Im Rahmen dieser Untersuchung interessieren insbesondere folgende Fragestellungen:

1. Wie groß ist das Erklärungspotential ausgewählter und in der ökonomischen Literatur zur Beleuchtung von M&A-Transaktionen herangezogener Ansätze für Unternehmensverkäufe bzw. wie groß ist ihr Beitrag, um mit ihrer Hilfe eine Verschleppung der Verkaufsentscheidung zu vermeiden?
2. Welche verhaltenswissenschaftlichen Ursachen für eine verzögerte Verkaufsentscheidung gibt es und welche Einflussfaktoren auf das Entscheidungsverhalten und damit auch auf das Entscheidungsergebnis lassen sich identifizieren? Wie ist die Bedeutung von persönlichen Bedürfnissen dabei einzuordnen?
3. Welche spezifischen Lösungsansätze bzw. welche Implikationen für die Beratungsleistung eines externen Beraters lassen sich daraus ableiten?

Die eingehende Auseinandersetzung mit diesen Fragestellungen und die Fokussierung der Zielsetzung dieser Arbeit auf das menschliche Entscheidungsverhalten erfordern eine über den üblichen ökonomischen Analyseansatz hinausgehende Erweiterung des Blickwinkels. Deshalb berücksichtigt diese Arbeit Erkenntnisse aus der Psychologie und der Sozialpsychologie und folgt somit der Forschungsrichtung der Behavioral Finance. Es handelt sich daher um eine verhaltenswissenschaftliche Arbeit mit dem Ziel, psychologische Erkenntnisse auf die ökonomischen Herausforderungen im Zusammenhang mit Unternehmensverkäufen zu übertragen, Ursachen für die verzögerte Verkaufsentscheidung zu identifizieren und Lösungsansätze zu entwickeln.

In dieser Arbeit wird unter „Manager“ eine Führungskraft mit Entscheidungskompetenz auf Geschäftsführungs- bzw. Vorstandsebene verstanden, bei dem Informationen aus unterschiedlichen Quellen und zu verschiedenen Sachverhalten zusammenlaufen. Es wird angenommen, dass diese Informationen nicht vollständig durch andere Mitarbeiter vorselektiert sind. Im Vergleich beispielsweise zu einem individuellen Anleger ist dieser Entscheidungsträger gleichzeitig der Gefahr von Beeinflussung und Manipulation durch opportunistische Mitarbeiter ausgesetzt.

Bei der Person des Managers wird davon ausgegangen, dass es sich um einen Mitarbeiter handelt, der während seiner längeren Tätigkeit für das Unternehmen Erfolge verzeichnet hat und deshalb ein herausragendes „Standing“ im Unternehmen genießt. Aufgrund seines Ansehens und seiner Erfolge in der Vergangenheit besitzt er auch bei Entscheidungen eine größere Dominanz gegenüber anderen Mitarbeitern.

Ogleich bei Unternehmensentscheidungen verschiedene Personen einbezogen sind, wird in dieser Arbeit auf die Verwendung des Begriffes „Management“ verzichtet, um den individuellen Charakter der Entscheidungsfindung zu betonen. Der Begriff des Managements deutet vielfach auf eine Teamentscheidung hin. Eine derartige Abgrenzung, die den Individualbezug der Entscheidungsfindung unterstreicht, entspricht dem Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit und dem Erklärungsbestreben der Behavioral Finance Forschung beim jetzigen Forschungsstand.

1.3 Gang der Arbeit

Die Untersuchung der Ursachen für eine verzögerte Entscheidung für einen Unternehmensverkauf beginnt zunächst im Kapitel 2 mit einer begrifflichen Eingrenzung von Unternehmensverkäufen. Daran schließt sich in Abschnitt 2.2 die Darstellung der in der Literatur wenig beachteten Motive für eine Unternehmensveräußerung an. Zudem wird eine Systematisierung der Motive vorgestellt.

Im dritten Kapitel stehen ausgewählte Erklärungsansätze der ökonomischen Theorien im Vordergrund der Betrachtung. Ziel ist die Überprüfung ihres Erklärungspotentials und ihrer entscheidungspraktischen Relevanz sowie der Möglichkeit, durch ihre Anwendung eine verzögerte Verkaufsentscheidung zu vermeiden. Bei diesen Ansätzen handelt es sich zum Einen um den Transaktionskostenansatz und den Prinzipal-Agent-Ansatz aus der Neuen Institutionenökonomik und zum Anderen um den markt- und den ressourcenorientierten Ansatz sowie das Konzept des Parenting-Advantage als neuere Ansätze der Strategieforschung. Bei der Untersuchung dieser theoretischen Ansätze ist der Fokus vor allem auf die Prämissen und Erklärungslücken gerichtet. Insbesondere die Annahme einer Rationalität der Entscheidungsträger unterliegt einer kritischen Würdigung und bildet den Ausgangspunkt für eine neuere und von diesen „klassischen“ Ansätzen abweichende Betrachtungsperspektive.

Im vierten Kapitel werden nach Diskussion des Rationalitätsbegriffs Zielsetzung und Erkenntnisse der Behavioral Finance als Ansätze zur Schließung von Erklärungslücken thematisiert. Im Vordergrund steht vor allen Dingen die Entscheidungswirksamkeit von persönlichen Bedürfnissen bei Verkaufsentscheidungen. Erörtert wird neben dem Harmonie-, Kontroll- und Erfolgsbedürfnis auch das Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung. Dieses Bedürfnis ist auf kognitive Beschränkungen der menschlichen Denk- und Rechenkapazität bei Wahrnehmung und Verarbeitung von Informationen zurückzuführen.

Im Rahmen der Analyse des Bedürfnisses nach Komplexitätsreduzierung werden im Abschnitt 4.2.1 die Konsequenzen aus der Verwendung von Urteilsheuristiken für die Verkaufsentscheidung untersucht. Bei der Betrachtung der Auswirkungen des Harmo-

niebedürfnisses richtet sich im Abschnitt 4.2.2 die Aufmerksamkeit auf den Einfluss einer kognitiven Dissonanz, insbesondere von Commitments und Accountability des Entscheidungsträgers, auf die Entscheidungsqualität und das Entscheidungsergebnis bei Unternehmensverkäufen. Zudem interessieren die damit einhergehenden Konsequenzen für Folgeentscheidungen. Hier wird eine Differenzierung zwischen reaktiven und proaktiven Verkaufsmotiven vorgenommen (Abschnitt 4.2.2.1). Im Anschluß steht die Prospekt Theorie von *Kahneman* und *Tversky* im Mittelpunkt, die das Entscheidungsverhalten von Entscheidungsträgern in Verlustsituationen beschreibt.

Bei der Analyse des Ausmaßes der Entscheidungswirksamkeit persönlicher Bedürfnisse steht im Abschnitt 4.2.3 die Bedeutung eines Kontrollmotivs im Vordergrund des Interesses. Die Rolle von Kontrollillusion und von Kontrollwiederherstellungsversuchen des Entscheidungsträgers nach subjektiver Feststellung eines Kontrollverlustes werden verifiziert. Abschließend werden die Entscheidungsbeeinflussung durch das Erfolgsbedürfnis des Entscheidungsträgers im Abschnitt 4.2.4 näher betrachtet und die Implikationen für die Verzerrung der Verkaufsentscheidung aufgezeigt.

Die Lösungsansätze zur Reduzierung der Gefahr einer verzögerten Unternehmensverkaufsentscheidung werden im letzten Kapitel aufgezeigt und den Phasen der Wahrnehmung, Verarbeitung und Entscheidung zugeordnet (Abschnitte 5.1 bis 5.3). Hier werden insbesondere Ansätze einer verhaltensorientierten Anpassung des Leistungsspektrums der Berater und des unternehmensinternen Risikomanagementsystems beleuchtet. Hieraus ergeben sich Ansatzpunkte zur Formulierung eines Beratungsansatzes, wie auch die Notwendigkeit zur Modifikation von Risikomanagementsystemen unterstrichen wird.

Im Kapitel 6 wird die Arbeit mit einer Zusammenfassung und einer kritischen Würdigung abgeschlossen.

Die nachfolgende Abbildung soll den Aufbau und die Struktur der Arbeit illustrieren (Abb. 1).



Abb. 1: Struktur und Aufbau der Arbeit⁴

2 Der Unternehmensverkauf als Herausforderung

2.1 Begriffliche Abgrenzungen

Bei der Lektüre der Literatur zum Thema M&A fällt die käuferlastige Definition und Behandlung dieses Themas auf.⁵ Es werden hauptsächlich die Begriffe „Übernahme“, „Merger“, „Konzentration“, „Fusion“, „Takeover“ und „Zusammenschluss“ verwendet.⁶ So wird bei *Willers/Siegert* unter M&A „jede Form von externem Wachstum verstanden, wobei die Integrationsvarianten von Joint Ventures/strategischen Allianzen über Beteiligungsmodelle bis zum 100%-igen Kauf eines Unternehmens reichen können“⁷.

⁴ Eigene Darstellung.

⁵ Vgl. Bruppacher (1990), S. 269; Wirtz (2003), S. 10.

⁶ Vgl. Müller-Stewens (1991), S. 158-160; Gerpott (1993), S. 18-120.

⁷ Willers/Siegert (1988), zitiert nach Wirtz (2003), S. 11.

Ebenso definieren *Behrens/Merkel* M&A als „Fusionen und Übernahmen von Unternehmen bzw. deren Teilbereiche oder Tochtergesellschaften“⁸.

Diese Definitionen betrachten M&A-Transaktionen hauptsächlich aus dem Blickwinkel des Käufers.

Müller-Stewens/Spieckers/Deiss bezeichnen, ähnlich wie *Lucks/Meckl*, M&A als „Transaktionen, die neben dem Transfer von Eigentumsrechten vor allem auch die Übertragung von Kontroll- und Leitungsbefugnissen an Unternehmen zum Gegenstand haben“⁹. Ähnlich allgemein spricht *Achleitner* von „[...]Transaktionen auf dem Markt für Unternehmen, Unternehmensteilen und Beteiligungen von Unternehmen [und vom] Erwerb und [der] Veräußerung von Unternehmen, Unternehmensteilen und Beteiligungen“¹⁰.

Aus diesen Begriffsbestimmungen wird deutlich, dass eine M&A-Transaktion aus zwei Perspektiven, nämlich der Käufer- und der Verkäuferperspektive, betrachtet werden muss.

In Anlehnung an die Letztgenannten werden in dieser Arbeit unter M&A zunächst alle Transaktionen zusammengefasst, die eine dauerhafte und freiwillige Übertragung von Eigentumsrechten sowie Kontroll- und Leitungsbefugnissen an Dritte zum Gegenstand haben. Dadurch wird impliziert, dass sowohl eine übertragende (=Verkäufer) als auch eine annehmende Transaktionsseite (=Käufer) Hauptakteure eines solchen Vorgangs sind.

Eine Auseinandersetzung mit dem wissenschaftlichen Schrifttum in deutscher Sprache zum Thema Unternehmensverkauf führt schnell zu Arbeiten, die sich mit Desinvestitionen beschäftigen. Manche Arbeiten behandeln sogar die Begriffe Desinvestitionen, Unternehmens- und Firmenverkauf und Unternehmensveräußerung synonym.¹¹ Trotz Gemeinsamkeiten in der Durchführung kann eine definitorische Abgrenzung zwischen den Begriffen „Desinvestitionen“ und „Unternehmensverkauf“ unternommen werden.

⁸ Behrens/Merkel (1990), S. 13.

⁹ Müller-Stewens/Spieckers/Deiss (1999), S. 1; vgl. auch Lucks/Meckl (2002), S. 5.

¹⁰ Achleitner (2002), S. 141.

¹¹ Vgl. Blumentritt (1993), S. 37.

2.1.1 Desinvestitionen

Der Begriff der „Desinvestition“ wird auch in der amerikanischen Literatur unterschiedlich definiert. Dort werden unter den Begriff „divestiture“ bzw. „divestment“ - den unterschiedlichen Betrachtungswinkeln Rechnung tragend - eine Vielzahl unterschiedlicher Transaktionsformen, wie z. B. Sell-off oder Spin-off subsumiert.¹²

Zunächst kann Desinvestition allgemein als die Umkehrung einer Investition, d. h. die Beendigung bzw. Liquidation einer Investition genauso wie die Umwandlung des bislang gebundenen Kapitals in frei verfügbare Mittel verstanden werden.¹³ Diese Begriffsbestimmung schließt allerdings auch die Veräußerung einzelner materieller und nicht-materieller Vermögensgegenstände ebenso wie regelmäßige Abschreibungen ein.¹⁴ Für eine weitergehende und problemspezifische Untersuchung ist diese Begriffsbestimmung jedoch ungeeignet. Im Folgenden werden vor allem die Definitionen von *Brüggerhoff*, *Jansen*, *Blumentritt*, *Thissen* und *Dohm* herangezogen.

Jansen versteht unter Desinvestitionen „eine vollständige oder bedeutende Reduzierung des wirtschaftlichen Eigentumsanteils einer Unternehmung an einem aktiven Betrieb oder einer aktiven Tochtergesellschaft, die sich im Mehrheitsbesitz der Unternehmung befindet und keine Finanzinvestition darstellt, durch den Verkauf an eine nicht-verbundene Unternehmung“¹⁵. Als freiwilliges Herauslösen eines ‚aktiven‘ Unternehmensteils aus dem Gesamtgefüge einer Unternehmung durch endgültige Stilllegung aller oder eines Teils der wirtschaftlichen Eigentumsanteile an eine nicht verbundene Unternehmung“¹⁶ definiert *Brüggerhoff* den Begriff der Desinvestition.

Beide Definitionen legen als Desinvestitionsobjekte rechtlich selbstständige und un-selbstständige Unternehmen zugrunde, die sich im Mehrheitsbesitz übergeordneter Unternehmen befinden.¹⁷

¹² Vgl. Hite/Owers (1983), S. 410; Miles/Rosenfeld (1983), S. 1597; Coyne/Wright (1986), S. 2f., Löffler (2001), S. 7. Kollmann/Kuckertz (2003), S. 61f. z. B. unterscheiden in Zusammenhang mit Venture Capital-Investitionen fünf Varianten der Desinvestition.

¹³ Vgl. Zantow (2007), S. 27; Perridon/Steiner (2003), S. 464.

¹⁴ Vgl. Jansen (1986), S. 28; Stienemann (2003), S. 19.

¹⁵ Jansen (1986), S. 32.

¹⁶ Brüggerhoff (1992), S. 9.

¹⁷ Vgl. Löffler (2001), S. 6; Stienemann (2003), S. 19.

Beisel/Klumpp sowie *Thissen* schließen in sich geschlossene, wirtschaftlich unselbstständige Unternehmensteile¹⁸, z. B. Geschäftsbereiche, Produktions- und Betriebsstätten in die Betrachtung ein.¹⁹ Die Freiwilligkeit der Desinvestitionsentscheidung, d. h. die Entscheidung zur Ablösung oder Trennung ohne Zwangseinwirkung Dritter oder Behörden, z. B. aufgrund behördlicher Auflagen, sondern aufgrund eigener Entscheidung des Managements oder der Anteilseigner wird bei allen Begriffsdefinitionen vorausgesetzt.²⁰

Darüber hinaus bezieht *Brüggerhoff* neben dem Verkauf auch die dauerhafte Stilllegung, d. h. die geplante Aufgabe der Leistungserstellung als Merkmal einer Desinvestition in die Begriffsbestimmung ein, schließt aber eine Liquidation gänzlich aus.²¹ Das Bestehenbleiben eines „aktiven“²² bzw. „verwertbaren“²³ Rumpfbildes nach Abschluss der Transaktion stellt offensichtlich ein unverzichtbares Charakteristikum des Begriffes Desinvestition dar.²⁴ *Brüggerhoff* sieht in dem Erfordernis des Bestehenbleibens eines Unternehmensteils bei der Stilllegung ein wichtiges Abgrenzungskriterium gegenüber der Liquidation. Auch wenn von den anderen Autoren nicht explizit genannt, wird diese Annahme durch deren Definitionsansätze gestützt.²⁵ Für *Stienemann* dagegen, der die Liquidation als eine alternative Desinvestition versteht,²⁶ bleibt bei einer Desinvestitionen nicht zwingend ein Rumpfbild des Unternehmens erhalten.²⁷ Nach seinen Ausführungen endet eine Liquidation stets mit der Löschung der Firma.

In dieser Arbeit wird der Begriff der Desinvestition wie folgt verstanden: Desinvestition ist das Herauslösen eines klar abgegrenzten aktiven Unternehmensteils aus dem wirt-

¹⁸ *Brüggerhoff* versteht unter Unternehmensteilen Subsysteme, die „technisch-organisatorisch weitgehend abgeschlossen und an der Erfüllung von aus den (Gesamt-) Unternehmenszwecken abgeleiteten Teilaufgaben arbeiten.“, vgl. *Brüggerhoff* (1992), S. 10. Ähnlich definieren *Rödter/Hötzel/Mueller-Thuns* „Unternehmensteile als unselbständige Bestandteile des Unternehmens“, vgl. *Rödter/Hötzel/Mueller-Thuns* (2003), S. 12.

¹⁹ Vgl. *Beisel/Klumpp* (2003), S. 5; *Thissen* (1990), S. 8; *Graml* (1996), S. 28; *Mensching* (1986), S. 6.

²⁰ *Brüggerhoff* (1992), S. 9; *Dohm* (1989), S. 2; *Jäger* (2002), S. 14; *Weiber* (1996), S. 18.

²¹ Vgl. *Brüggerhoff* (1992), S. 8 ff.; *Rechsteiner* (1995), S. 17, wobei *Rechsteiner* sowohl die Liquidation als auch die Stilllegung aus seiner Betrachtung ausklammert.

²² *Rechsteiner* (1995), S. 17; *Jäger* (2002), S. 14.

²³ *Thissen* (2000), S. 9.

²⁴ Vgl. *Brüggerhoff* (1992), S. 11.

²⁵ Vgl. *Brüggerhoff* (1992), S. 11.

²⁶ Vgl. *Thissen* (2000), S. 9f.

²⁷ Vgl. *Stienemann* (2003), S. 26f.

schaftlichen Kontrollbesitz einer Unternehmung oder die Aufgabe einer Beteiligung und Übertragung der entsprechenden Eigentumsrechte an Dritte, wobei ein aktives Rumpfbild bestehen bleibt. Diese Definition stimmt weitestgehend mit den Ansichten von *Löffler, Bartsch, Dohm* und *Rechsteiner* überein.²⁸

Mit dieser Bestimmung des Desinvestitionsbegriffs lassen sich sowohl Gemeinsamkeiten als auch eine Abgrenzung zum Begriff des Unternehmensverkaufes herstellen.

Im Folgenden sollen die Merkmale des Unternehmensverkaufes herausgearbeitet und der Zusammenhang zwischen den beiden Begriffen Unternehmensverkauf und Desinvestition verdeutlicht werden.

2.1.2 Unternehmensverkäufe

Für diese Arbeit werden in Anlehnung an *Blumentritt* und *Weihe* unter einem Unternehmensverkauf der Transfer von Eigentumsrechten und die Übertragung von Kontroll- und Leitungsbefugnissen an

- Unternehmen als Ganzes,
- wesentlichen und abgrenzbaren Unternehmensteilen oder
- bedeutenden Unternehmensbeteiligungen

an einen oder eine Gruppe von Eigentümern verstanden.²⁹

Dieser Begriff des Unternehmensverkaufes ist von den Transaktionsformen der Desinvestition, der Liquidation sowie der Stilllegung zu unterscheiden. Unternehmensverkauf und Desinvestition gemeinsam ist das Veräußerungsobjekt: Veräußerungsobjekt sind in beiden Fällen Unternehmensteile und -beteiligungen. Darüber hinaus und definitionserweiternd umfasst der Begriff des Unternehmensverkaufs aber auch die Veräußerung des

²⁸ Vgl. Dohm (1989), S. 2f.; Rechsteiner (1995), S. 17; Löffler (2001), S. 6f.; Bartsch (2005), S. 26.

²⁹ Vgl. Brüggerhoff (1992), S. 9f; Weihe (2003), S. 24f.

Gesamtunternehmens, bei der als Konsequenz – anders als bei Vorliegen einer Desinvestition – kein Rumpfbild als Ergebnis der Transaktion mehr zurückbleibt.

Auch muss es sich bei einem Verkauf des gesamten Unternehmens nicht um einen Marktaustritt handeln, wie er z. B. von *Dohm* und *Thissen* zu einem wesensbestimmenden Merkmal von Desinvestitionen erhoben wird.³⁰ Diese zur definitorischen Eingrenzung einer Desinvestition einseitig auf den Blickwinkel der Eigentümer bzw. Anteilseigner abgestellte Betrachtungsweise ist untauglich, da der Verkauf eines Unternehmens im Rahmen einer Desinvestition nicht zwangsläufig den Rückzug des Unternehmens aus dem Marktgeschehen bedeuten muss.

Vor diesem Hintergrund wird der Terminus der Desinvestition auch als Oberbegriff für den Begriff „Unternehmensverkauf“ verstanden (Abb. 2).

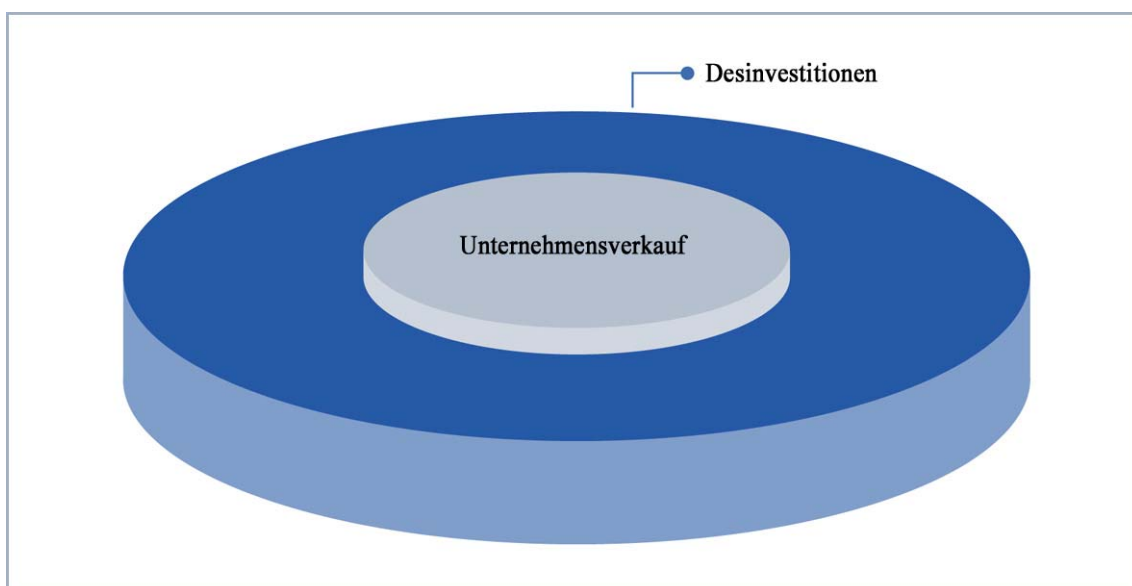


Abb. 2: Abgrenzung zwischen Desinvestition und Unternehmensverkauf³¹

Definiert man Liquidation im betriebswirtschaftlichen Kontext als „die Veräußerung des gesamten Unternehmens und die Aufgabe der ursprünglichen Zwecksetzung“³², wobei das Unternehmen „stillgelegt und aufgelöst“³³ wird, ist eine Abgrenzung des Begriffs „Liquidation“ von dem des „Unternehmensverkaufs“ notwendig. Anders als

³⁰ Vgl. Dohm (1989), S. 2f.; Thissen (2000), S. 8f.

³¹ Eigene Darstellung.

³² Vgl. Jansen (1986), S. 34.

³³ Vgl. Brüggerhoff (1992), S. 11.

bei einer Liquidation, kommt es beim Unternehmensverkauf nicht zwangsläufig zu einer Auflösung bzw. Aufgabe der ursprünglichen Zwecksetzung, da regelmäßig für den Erwerber eine Notwendigkeit hierzu - jedenfalls nicht von vorneherein - besteht, sondern eine Unternehmensfortführung durch den Erwerber zunächst angestrebt wird. Entgegen den Überlegungen von *Stienemann* und *Thissen* impliziert ein Unternehmensverkauf daher nicht zwangsläufig die Löschung der Firma und Auflösung der rechtlichen Selbstständigkeit des zu verkaufenden Unternehmens, jedenfalls nicht aus Erwerbersicht.³⁴ Aber auch aus Sicht des Veräußerers muss dem Verkauf eines Unternehmens in Form eines „asset deal“ nicht notwendig eine Löschung und Auflösung nachfolgen, da der verbleibende Mantel-Verband³⁵ – gewissermassen die „leere Hülse“ – als verkehrsfähiges und kommerziell verwertbares Rechtssubjekt³⁶ zunächst bestehen bleiben kann.

Auch eine (endgültige) Stilllegung ist von einem Unternehmensverkauf zu unterscheiden. In Anlehnung an *Achleitner* und *Dohm* wird eine endgültige Stilllegung definiert als Einstellung der betrieblichen Tätigkeit und Austritt aus dem Markt, welche mit der Freisetzung von Arbeitskräften, Abbau von Potentialfaktoren und einer Bestandsverringerung einhergehen.³⁷ Diese Konsequenzen sind jedoch kein Charakteristikum des Unternehmensverkaufs, da bei einem Unternehmensverkauf das Unternehmen nicht stillgelegt, sondern idealerweise während der laufenden Unternehmenstätigkeit ohne Unterbrechung oder Einschränkung an den Käufer übertragen wird. *Brüggerhoff* sieht in der Stilllegung eine Alternative, wenn keine Möglichkeit auf eine rentable Veräußerung besteht.³⁸ Allerdings ist anzunehmen, dass sich diese Veräußerung lediglich auf Unternehmensteile, jedoch nicht auf das Unternehmen als Ganzes bezieht.

Wird dagegen ein Unternehmen als Ganzes veräußert, werden alle Aktiva und Passiva des Unternehmens als Gesamtgefüge an den Käufer übertragen. Dabei wird die Möglichkeit des Unternehmensverkaufes durch die Übertragung aller Kapitalanteile an dem zu verkaufenden Unternehmen (Share-Deal) von der Übertragung der gesamten Wirtschaftsgüter des Unternehmens (Asset-Deal) unterschieden. Diese Veräußerungsformen unterscheiden sich wesentlich im Hinblick auf haftungs- und steuerrechtliche sowie

³⁴ Vgl. *Stienemann* (2003), S. 26 f.; *Thissen* (2000), S. 9f.

³⁵ Dies ist stets eine Kapitalgesellschaft.

³⁶ Z. B. für eine sogen. „Mantelgründung“ oder „Mantelverwendung“, vgl. hierzu *Schmidt* (2002), S. 66 f.

³⁷ Vgl. *Achleitner/Wecker/Wirtz* (2005), S. 1036; *Dohm* (1989), S. 3.

³⁸ Vgl. *Brüggerhoff* (1992), S. 9f.; *Hölters* (1996), S. 7f.

vertragstechnischen Fragestellungen. Für die Bestimmung der Veräußerungsobjekte „wesentliche und abgegrenzte Unternehmensteile“ und „bedeutende Unternehmensanteile“ soll zur Abgrenzung der im Rahmen dieser Arbeit relevanten Aspekte das Kriterium der Reichweite der Konsequenzen der Veräußerungsentscheidung herangezogen werden.³⁹

Wesentliche Unternehmensteile sind innerhalb des Unternehmens eigenständige Organisationseinheiten, die infolge ihrer Vermögens-, Umsatz-, Ertrags- oder Aufwandslage für das gesamte Unternehmen eine bedeutende Stellung einnehmen.⁴⁰ Der Verkauf eines solchen Unternehmensteils hat bedeutsame Konsequenzen für das Zielsystem, die Strategie und die Struktur des Unternehmens als Ganzes, so dass auch organisatorische, wirtschaftliche und personelle Auswirkungen zu erwarten sind. Solche wesentlichen Unternehmensteile bestehen in Form von z. B. strategischen Geschäftsbereichen, Produktions- und Betriebsstätten sowie einzelnen Funktionseinheiten eines Unternehmens. Aufgrund der weitreichenden Konsequenzen und langfristigen sowie irreversiblen Auswirkungen soll der Verkauf dieser wesentlichen Unternehmensteile dem Begriff des „Unternehmensverkaufs“ zugeordnet werden.

Nicht jede Beteiligungsveräußerung beliebiger Größenordnung kann als Unternehmensverkauf gewertet und behandelt werden. Unter Zugrundelegung des mit der Beteiligungsveräußerung verbundenen Ausmaßes an Verlust zur Einflussnahme auf das Unternehmensgeschehen ist der Verkauf von Unternehmensanteilen nur dann einem Unternehmensverkauf gleichzustellen, wenn diese Transaktion eine entscheidungswirksame Übertragung der Kontroll- und Leitungsrechte nach sich zieht.⁴¹ Damit erlischt für das verkaufende Unternehmen die Möglichkeit zur substantiellen unternehmerischen Einflussnahme, so dass dieser Vorgang als Unternehmensverkauf zu bewerten ist. Ein Unternehmensverkauf ist daher in jedem Fall bei einer Anteilsveräußerung von 100% einer Beteiligung und auch problemlos bei einer Übertragung eines Beteiligungsanteils in Höhe von 75% anzunehmen, da hiermit der Verlust der unternehmerischen Leitungsmacht verbunden ist.

³⁹ Vgl. Blumentritt (1993), S. 40; Jansen (1986), S. 29.

⁴⁰ Vgl. Weihe (2003), S. 24.

⁴¹ Vgl. Blumentritt (1993), S. 40; Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns (2003), S. 11.

Bei einer Aktiengesellschaft wird ein Anteilsverkauf von mehr als 25% (aktienrechtliche Sperrminorität) und bei einer sonstigen Kapitalgesellschaft auch eine Veräußerung der Gesellschaftsanteile von weniger als 25%, wenn dadurch die prozentuale Summe des Anteilspaketes des Erwerbers mehr als 50% erreicht, als Unternehmensverkauf behandelt. Darüber hinaus kann auch ein geringerer Umfang, gemessen an der prozentualen Höhe des Anteils- und Stimmrechtes, einem Unternehmensverkauf zugeordnet werden wenn mangels Ausübung der Gesellschafter- bzw. Stimmrechte durch die übrigen Anteilseigner die Möglichkeit für den Käufer zur Ausübung seiner Kontroll- und Leitungsrechte besteht.⁴² Das Gleiche gilt, wenn gesetzlich, vertraglich oder satzungsmäßig verankerte Stimmrechtsregelungen die Möglichkeiten zur Einflussnahme auf das Unternehmensgeschehen des Beteiligungsunternehmens durch die Erwerber über die gesetzlich geregelten Mindestrechte oder die durch die Stimmrechtsquote vermittelte Stimmrechtsmacht hinaus ausdehnen⁴³. Auch bei Personengesellschaften wird die Übertragung von Kontroll- und Leitungsrechte auf Dritte, die auf einen Gesellschaftsvertrag oder gesetzliche Vorschriften zurückzuführen ist, als Unternehmensverkauf bezeichnet

Von einem Unternehmensverkauf abzugrenzen sind Veräußerungen von Anteilen, bei denen mindestens 50% im Eigentum des verkaufenden Unternehmens verbleiben und keine weitere Reduzierung der Beteiligungsanteile erwartet werden, da sie keine Verschiebung der Kontroll- und Leitungsrechte nach sich ziehen.⁴⁴ Zudem werden „sonstige Beteiligungen“ aus dem Begriff des Unternehmensverkaufes ausgeschlossen, die im Rahmen des gewöhnlichen Aktienhandels und der Unternehmenstätigkeit an den Börsenplätzen aufgrund des wert- und zeitmäßigen Einsatzes und der Häufigkeit des Verkaufes ohne weitreichende Konsequenzen der Verkaufsentscheidung für das Unternehmen bleiben.

Für die Charakterisierung als Unternehmensverkauf im Sinne der obigen Definition unerheblich ist die mögliche Beteiligung dem Unternehmen (nicht) zugehöriger (bestimmter) Personenkreise an der Transaktion, etwa von Managern oder leitenden Ange-

⁴² Vgl. Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns (2003), S.11; Weihe (2003), S. 24.

⁴³ Prominentes Beispiel mag hierfür das sogen. VW-Gesetz aus dem Jahre 1960 sein, mit dem bei der Volkswagen AG u.a. ein Höchststimmrecht von 20% festgeschrieben und zugleich die aktienrechtliche Sperrminorität auf die Schwelle von 20 % abgesenkt wurde. Faktisch wurde dem Bund und dem Land Niedersachsen, die seinerzeit als einzige Aktionäre gemeinsam über einen Anteilsbesitz von 20% verfügten, damit die Stellung eines Großaktionärs eingeräumt.

⁴⁴ Vgl. Blumentritt (1993), S. 41.

stellten des Unternehmens (= Management-Buy-Out (MBO)) bzw. eines Drittunternehmens (= Management-Buy-In (MBI))⁴⁵, der bei entsprechender Fremdfinanzierung als Leverage-Buy-Out⁴⁶ oder Leverage-Buy-In⁴⁷ bezeichnet wird.

Bei solchen Transaktionen werden in dieser Arbeit folgende Annahmen getroffen:

Handelt es sich bei den Verkäufern bzw. Käufern des Unternehmens um eine Gruppe von Personen, wird davon ausgegangen, dass die Gruppe in sich homogen ist und damit keine Interessenkonflikte innerhalb der Gruppe bestehen.⁴⁸ Ferner wird die Konstanz bei Umfang und Zusammensetzung der Gruppe während des Verkaufsprozesses unterstellt. Im Folgenden wird von Unternehmenskäufern, -erwerbern oder kurz Käufern gesprochen. Die Begriffe Unternehmensverkauf oder -veräußerung werden in dieser Arbeit synonym verwendet. Verkaufsunternehmen ist dasjenige Unternehmen, welches in Form von Unternehmensanteilen, eines Unternehmensteils oder eines Unternehmens als Ganzes zum Verkauf steht.

Für die Analyse des Entscheidungsverhaltens bei Unternehmensverkäufen ist die Betrachtung der kognitiven Herausforderungen von großer Bedeutung. Den größten Herausforderungen begegnet der Manager vor allem in der Initiierungsphase, in der die Entscheidung getroffen wird, ob und wann das Unternehmen verkauft werden soll. Deshalb beschränkt sich die Darstellung des Verkaufsprozesses auf diese erfolgskritische Initiierungsphase.

⁴⁵ Vgl. Hölters (1996), S. 26.

⁴⁶ Vgl. Beisel/Klumpp (2003), S. 229; Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns (2003), S. 381; Wirtz (2003), S. 415; Hölters (1996), S. 26.

⁴⁷ Vgl. Beisel/Klumpp (2003), S. 229; Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns (2003), S.381; Wirtz (2003), S. 415.

⁴⁸ Zu Interessenkonflikten bei M&A-Transaktionen wird auf Weihe (2004) und Elschen/Weihe (2004), S. 602-606 verwiesen.

2.2 Der Unternehmensverkauf: Systematisierung, Motive und Prozess

2.2.1 Systematisierung von Verkaufsmotiven

Aufgrund der überschaubaren Anzahl der Arbeiten, die sich mit Unternehmensverkäufen und ihren Motiven beschäftigen,⁴⁹ sollen für eine Systematisierung der Motive für einen Unternehmensverkauf auch Publikationen zum Thema „Desinvestitionen“ herangezogen werden. Die Möglichkeit und die in der Literatur verbreiteten Klassifikationen sind vielseitig. Je nach dem Grad der Bereitschaft lässt sich zwischen freiwillig und unfreiwillig, nach der Quelle des Auslösers, zwischen internen und externen Motiven unterscheiden.

Wirtz unterscheidet zwischen eigentümer- und unternehmensspezifischen Verkaufsmotiven.⁵⁰ Darüber hinaus sind in der Literatur auch Klassifizierungen je nach organisatorischer Herkunft bzw. thematischer Zugehörigkeit in Unternehmen, die Unterscheidung in personelle, finanzielle und strukturelle oder auch finanzielle, technologische und organisatorische Beweggründe üblich.⁵¹ Bei Konzernunternehmen differenzieren *Jansen* und *Blumentritt* je nach Einstufung der Beweggründe auch zwischen einer Konzern- und Objektebene.⁵² *Blumentritt* grenzt zudem für eine weitere Einteilung der Motive auf Konzernebene strategische und finanzielle Gründe voneinander ab.⁵³ *Rechsteiner* nimmt für eine Systematisierung der Desinvestitionsmotive eine Differenzierung zwischen proaktiven und reaktiven Motiven vor.⁵⁴

Reaktive Verkaufsmotive sind auf die Beseitigung von Schwächen und Reduzierung von Risiken ausgerichtet. Sie zeichnen sich durch die Dringlichkeit des Handlungsbedarfes und die Notwendigkeit zur „Reaktion auf strategische Gefährdungen“⁵⁵ aus.

Während die reaktiven Motive sich auf die kurzfristige Korrektur nachhaltiger Entwicklungen beziehen, sind die Motive proaktiver Art auf die mittel- und langfristige Verbes-

⁴⁹ Vgl. *Wirtz* (2003), S. 72.

⁵⁰ Vgl. *Wirtz* (2003), S. 73.

⁵¹ Vgl. *Sachdev* (1976), S. 120.

⁵² Vgl. *Jansen* (1986), S. 159; *Blumentritt* (1993), S. 91-136.

⁵³ Vgl. *Blumentritt* (1993), S. 91-133.

⁵⁴ Vgl. *Rechsteiner* (1995), S. 37.

⁵⁵ Vgl. *Thissen* (2000), S. 14.

serung der Wettbewerbsfähigkeit ausgerichtet. Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen der Aufbau neuer Potentiale, der Ausbau und die Sicherung unternehmensinterner Stärken und die Wahrung und Ausweitung der Chancen. Im Vergleich zu reaktiven Beweggründen zeichnen sich die proaktiven Beweggründe durch ihr strategisches Moment und ihre antizipative Planung aus. Ein Unternehmensverkauf kann – ähnlich der Sichtweise zu Desinvestitionen – auch als fester Bestandteil des Maßnahmenkataloges der strategischen Unternehmensführung betrachtet werden.

In dieser Arbeit wird eine Systematisierung gewählt, die proaktive und reaktive Verkaufsmotive voneinander abgrenzt. Darüber hinaus werden die Motive thematisch zugeordnet, so dass zwischen persönlichen, finanziellen und marktbezogenen Veräußerungsmotiven unterschieden wird (Abb. 3). Mit dieser Darstellung soll die Notwendigkeit einer motivbezogenen Sichtweise bei der Durchführung von Unternehmensverkäufen aufgezeigt werden.

	Reaktiv	Proaktiv
Personenbezogene Motive	<ul style="list-style-type: none"> • Differenzen zwischen Gesellschaftern • Ausstieg wichtiger Mitarbeiter • Managementprobleme 	<ul style="list-style-type: none"> • Rückzug eines Gesellschafters • Nachfolgelösung
Finanzielle Motive	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzielle Notlage/Liquiditätsengpässe • Rückzug eines Geldgebers • Fehlende Finanzmittel für Investitionen und Wachstum • Take-over-defense 	<ul style="list-style-type: none"> • Kaufangebot/Cash-in • Bessere Investitionsmöglichkeiten • Senkung von Kapitalkosten • Schuldenabbau • Steuerliche Vorteile • Bilanzpolitische Interessen
Marktbezogene Motive	<ul style="list-style-type: none"> • Steigender Wettbewerbsdruck/ Substitutionsprodukte • Rückläufige Nachfrage • Wegfall eines Geschäftspartners • Ungünstiger Standort • Imageverlust • Kartellentscheid 	<ul style="list-style-type: none"> • Produktlebenszyklus • Konzentration auf Kernkompetenzen • Strategische Neuausrichtung • Portfoliobereinigung • Technischer Wandel

Abb. 3: Systematisierung von Verkaufsmotiven⁵⁶

⁵⁶ Eigene Darstellung.

2.2.2 Die Kenntnis der Motivlage als wesentlicher Erfolgsfaktor

Eine Vielzahl von Arbeiten, die sich mit den Motiven und Zielsetzungen von M&A-Transaktionen beschäftigen, konzentriert sich auf die Analyse käuferseitiger Motivlagen beim Erwerb eines Unternehmens.⁵⁷ Es gibt jedoch zahlreiche Gründe, warum die genaue Kenntnis der Verkaufsmotive für den Erfolg der Transaktion und den Verkaufsprozess, insbesondere in der Verhandlungs- und Integrationsphase, ausschlaggebend sein kann.⁵⁸

Zunächst lassen sich in Abhängigkeit vom Verkaufsmotiv verschiedene Handlungsempfehlungen für die Gestaltung des Verkaufsprozesses ableiten, z. B. für die Wahl der Verkaufsform. Für deren Festlegung spielt die Reaktivität oder Proaktivität des Verkaufsmotivs eine wichtige Rolle. Sind reaktive Motive der Anstoß für die Veräußerung, so wird das Unternehmen aufgrund des Handlungsdrucks einen möglichst großen Interessentenkreis ansprechen wollen und den Unternehmensverkauf z. B. über eine offene Auktion anstreben. Dagegen erlaubt ein proaktives Verkaufsmotiv als strategische Handlungsalternative eine gezielte Auswahl möglicher Kaufinteressenten über eine geschlossene Auktion oder über bilaterale Verkaufsverhandlungen.

Des Weiteren ist die Selektion der in Frage kommenden Kaufinteressenten davon abhängig, ob es sich um ein finanzielles, personen- oder marktbezogenes Verkaufsmotiv handelt. Während bei einem reaktiven Verkaufsmotiv finanzieller Art vor allem institutionelle Investoren und Wettbewerber als potentielle Käufer in Betracht kommen, ist bei marktbezogenen Motiven insbesondere von Wettbewerbern als Kaufinteressenten auszugehen und die Identifizierung eines geeigneten Kaufinteressenten entsprechend auszurichten. Zudem dient die Berücksichtigung des Verkaufsmotivs dazu, frühzeitig die eigene und käuferseitige Verhandlungsposition zu evaluieren. Damit wird gewährleistet, dass realistische Verkaufsziele gesetzt werden.

Darüber hinaus lässt sich ein Zusammenhang zwischen Verkaufsmotiv und Qualität des Verkaufsobjektes herstellen.⁵⁹ So sind proaktive Motive, z. B. bessere alternative Inves-

⁵⁷ Vgl. Bruppacher (1990), S. 269; Wirtz (2003), S. 72.

⁵⁸ Vgl. Zwahlen (1994), S. 92.

⁵⁹ Vgl. Ott (1990), S. 33.

tionsmöglichkeiten, eher von unternehmerischer Stärke gekennzeichnet und geben somit wichtige Hinweise auf die Verfassung des Unternehmens. Im Gegensatz dazu lassen reaktive Verkaufsmotive, z. B. Wegfall eines Geldgebers und finanzielle Engpässe, eher eine eingeschränkte Zukunftsfähigkeit und Erfolglosigkeit des Unternehmens vermuten.

Die Kenntnis der Verkaufsmotive erlaubt dem Verkäufer, potentielle Konflikte, die die Post-Merger-Integration erschweren könnten, frühzeitig zu identifizieren und zu adressieren.⁶⁰ Effekte, die sich durch das Zusammentreffen verschiedener Ansprüche und Ziele der Parteien zeigen, können abgeschwächt und ggf. vermieden werden. Ist z. B. Zielsetzung des Verkaufs die Sicherung von Arbeitsplätzen und die Fortführung des Unternehmens, so kann die fehlende Offenlegung dieses Zieles den Erfolg der Transaktion insbesondere dann gefährden, wenn der Käufer gegensätzliche Ziele verfolgt. Die Kenntnis der Verkaufsmotive stellt daher einen bedeutsamen Erfolgsfaktor für M&A-Transaktionen dar.

2.2.3 Prozess des Unternehmensverkaufs

Der Unternehmensverkaufsprozess lässt sich in fünf Phasen, der Initiierungs-, Vorbereitungs-, Durchführungs-, Durchführungs- und der Abschlussphase unterscheiden (Abb. 4).

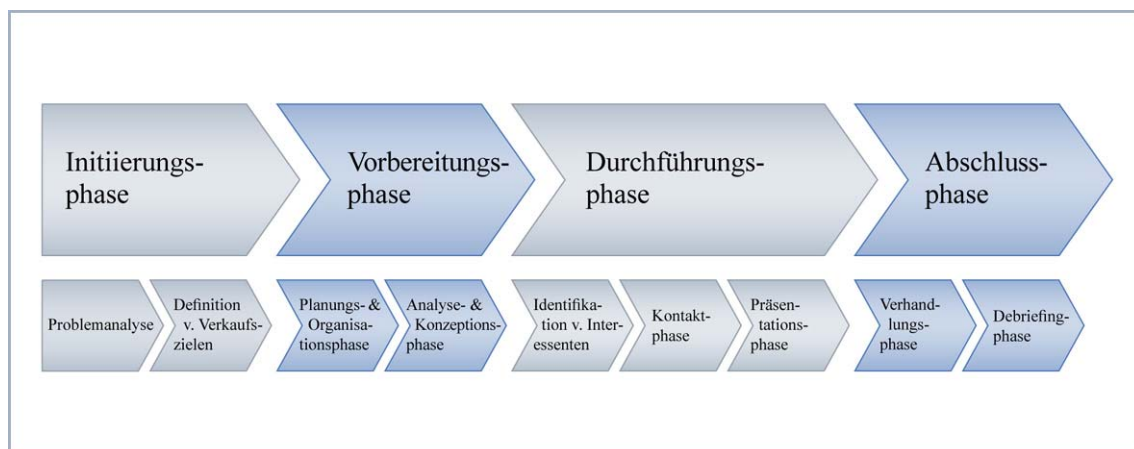


Abb. 4: Der Unternehmensverkaufsprozess⁶¹

⁶⁰ Vgl. Scheiter (1989), S. 35f.

⁶¹ Eigene Darstellung.

Aufgrund der herausragenden Bedeutung der Initiierungsphase für die Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens und damit für die unmittelbare Auslösung des Verkaufsprozesses beschränken sich die folgenden Ausführungen auf die Initiierungsphase. Sie stellt die größte kognitive Herausforderung im gesamten Verkaufsprozess dar.

Am Anfang eines Unternehmensverkaufes steht ein Auslöser, der eines internen oder externen Ursprungs ist. Nach Anstoß der Verkaufsüberlegungen erfolgt in der Initiierungsphase die Problemidentifizierung, Ursachenforschung und Analyse der Ausgangssituation. Anschließend werden das Verkaufsobjekt und die übergeordneten Verkaufsziele festgelegt. In der Initiierungsphase werden daher bereits grundsätzliche und für den Erfolg der gesamten Transaktion maßgebliche Entscheidungen getroffen. Fehlerhafte Entscheidungen in dieser Phase sind deshalb mit schwerwiegenden Konsequenzen verbunden, da sie sich im späteren Verlauf nur eingeschränkt korrigieren und in ihrer Wirkung kontrollieren lassen.

Ursachenforschung und Ausmaß der Sollabweichung stehen bei der Analyse der Unternehmenssituation im Vordergrund. Betrachtet werden die Auswirkungen der Sollabweichung auf Unternehmensziele, -strategien und Geschäftstätigkeit, um Dringlichkeit und Ansatzpunkte für Korrekturmaßnahmen zu bestimmen. In dieser Phase werden mögliche Lösungsalternativen in Abhängigkeit von der Reichweite des Auslösers verifiziert und evaluiert. Die Analyse der Ausgangssituation endet mit einer Entscheidung über den Verkauf des Unternehmens auf oberster Führungsebene ohne die Einbeziehung weiterer Personen, um der Entstehung und Verbreitung von Gerüchten und Verwirrungen bei Mitarbeitern und Kunden sowie Fremdkapitalgebern entgegenzuwirken.⁶²

An diese Analyse der Ausgangssituation schließt sich die Festlegung des Verkaufsobjekts an. Zu diesem Zweck werden, soweit es sich um den Verkauf des Unternehmens als Ganzes bzw. eines wesentlichen Unternehmensbereichs handelt, die im Eigentum des Unternehmens bzw. Unternehmensbereichs stehenden materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände dem Verkaufsobjekt zugeordnet. Zusätzlich müssen – insbesondere bei Veräußerung von Unternehmensteilen – die Konsequenzen und Auswir-

⁶² Vgl. Fischer (2003), S. 57.

kungen für die verbleibenden Unternehmensbereiche analysiert und Ausmaß und Folgen eines möglichen Synergieverlustes beurteilt werden.

Angesichts der Bedeutung und Reichweite der Entscheidungen, die bereits in der Initiierungsphase getroffen werden, interessieren im Folgenden die in der Literatur verbreiteten Entscheidungshilfen. Im nachfolgenden Kapitel werden verschiedene Ansätze zur Entscheidungsunterstützung bei Unternehmensverkäufen auf ihre Eignung untersucht. Im Mittelpunkt steht die Frage, ob ihre Anwendung das Hinauszögern einer Unternehmensverkaufsentscheidung vermeidet.

3 Erklärungslücken theoretischer Erklärungsansätze im Rahmen von Unternehmensverkäufen

3.1 Neue Institutionenökonomik

Die in der Realität bestehenden ökonomischen Strukturen, Prozesse und Mechanismen lassen sich mit Hilfe der neoklassischen Theorie kaum oder nur unzureichend erklären. Insbesondere die dieser Theorie zu Grunde liegenden Annahmen sind oft Gegenstand der Kritik der Verfechter anderer Theorien. Die Neoklassik postuliert vollkommene und friktionslose Märkte. Darüber hinaus bestehen nach dieser Theorie keine Informationsasymmetrien zwischen den Marktakteuren, so dass das Agieren auf diesen Märkten mit keinerlei Informations- und Tauschkosten verbunden ist. Doch gerade die Theorie des Marktversagens, die die Notwendigkeit staatlicher Eingriffe postuliert, stützt ihre Ergebnisse auf die Existenz von Informationsasymmetrien und damit die Unumgänglichkeit von Kosten zur Durchführung von Transaktionen auf den Märkten.⁶³

Die Neue Institutionenökonomik beschäftigt sich mit Fragestellungen nach Art und Weise der Entstehung und Veränderung von Institutionen⁶⁴ sowie der Möglichkeit der

⁶³ Vgl. Martiensen (2000), S. 108.

⁶⁴ Nach Richter/Furubotn (2003), S. 7 werden Institutionen als ein auf ein bestimmtes Zielbündel abgestelltes System formaler und informeller Regeln einschließlich ihrer Garantieinstrumente mit dem Zweck

Beeinflussung ökonomischer Prozesse und Mechanismen durch Institutionen, indem sie problematische Annahmen der Neoklassik entsprechend modifiziert und neu formuliert.⁶⁵ Im Rahmen der Betrachtungsweise der Neuen Institutionenökonomik interessieren auch Fragen, wann und warum Institutionen, z. B. Unternehmen, einen adäquaten Ersatz für Märkte darstellen.

Unter dem Mantel der Neuen Institutionenökonomik firmieren drei unterschiedliche Ansätze:⁶⁶

- Property-Rights-Ansatz,
- Transaktionskostenansatz,
- Prinzipal-Agent-Ansatz.

Diese drei Schulen fußen trotz ihrer unterschiedlichen Akzentuierung verschiedener Marktunvollkommenheiten auf vier Verhaltensannahmen der Wirtschaftssubjekte:⁶⁷

1. Individuelle Nutzenmaximierung,
2. Eingeschränkte Rationalität,
3. Opportunismus,
4. Methodologischer Individualismus.

Ausgehend von den Überlegungen zur Neuen Institutionenökonomik sollen die im Rahmen dieser Arbeit relevanten Richtungen des Prinzipal-Agent-Ansatzes und des Transaktionskostenansatzes herangezogen werden. Zunächst interessieren die Fragestellungen nach der Anwendbarkeit dieser beiden Ansätze zur Erklärung der Existenz, der optimalen Größe und des Scheiterns von Unternehmen. Anschließend wird deren Beitrag zur Unterstützung von Unternehmensverkaufsentscheidungen, insbesondere in der Initiie-

das individuelle Verhalten in eine bestimmte Richtung zu lenken, verstanden. Dieser weitreichende Begriff bezieht somit auch Märkte, Unternehmen und Verträge in sein Verständnis mit ein.

⁶⁵ Vgl. Williamson (1996), S. 1; Achleitner (2001), S. 45f.; Cezanne/Mayer (1998), S. 1345.

⁶⁶ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005); Wolf (2005); Picot (1991), S. 144; Achleitner (2001), 47. Für eine Einteilung der Ansätze wird auf die Arbeiten von Ebers/Grotsch (2001), S. 199-252; Picot (1991), S. 144; Richter/Furubotn (2003), S. 55-313; Ordelleide (1993), Sp. 1838 zurückgegriffen.

⁶⁷ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 2-6; Ebers/Götsch (2001), S. 200f., S. 210f. und S. 226; Matten/Wagner (1999), S. 476-478; Ordelleide (1993), Sp. 1841f.; Krüßelberg (1992), S. 44.

rungsphase, bei der Problemidentifikation und Entscheidung zum Unternehmensverkauf untersucht.

3.1.1 Der Transaktionskostenansatz

Der Transaktionskostenansatz, der vor allem auf Arbeiten von *Coase* und *Williamson* zurückgeht bzw. in ihnen seine Weiterentwicklung fand, beschäftigt sich mit Austauschbeziehungen zwischen den Akteuren.⁶⁸ Dabei entstehen Transaktionskosten, die aus der Bereitstellung, Nutzung und Überwachung ökonomischer Prozesse resultieren.⁶⁹ In Anlehnung an *Kräkel* wird unterschieden zwischen den durch Inanspruchnahme des Marktes für Transaktionen entstehenden externen Transaktionskosten (z. B. Anbahnungs- und Informationskosten) und internen Transaktionskosten, die durch die Organisation eines Unternehmens auftreten.⁷⁰ Den Kern und gleichzeitig das Effizienzkriterium bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Austauschbeziehungen und Institutionen bildet die Höhe der gesamten im Rahmen einer Transaktion anfallenden Transaktionskosten.⁷¹

Coase führt die Existenz von Unternehmen zurück auf deren Möglichkeit Transaktionen unter Einsatz von geringeren Transaktionskosten abwickeln zu können als der Markt.⁷² Hierbei gilt es zwischen den internen Transaktionskosten einer Unternehmung und den externen, durch Inanspruchnahme des Marktes ausgelösten Transaktionskosten abzuwägen und diejenige Institution zu wählen, die eine kostengünstigere Transaktionsabwicklung ermöglicht. Nach dem Ansatz von *Coase* stellt das Unternehmen eine gleichwertige Alternative zum Marktmechanismus dar, in dem die administrativen unternehmerischen Entscheidungssysteme den Preismechanismus ersetzen.⁷³ Legt man die

⁶⁸ Vgl. Coase (1937); Williamson (1996), S. 3; Kräkel (2004), S. 6f.; Richter/Furubotn (2003), S. 53-62; Ebers/Gotsch (2001), S. 225f.; Martiensen (2000), S. 108.

⁶⁹ Vgl. Kräkel (2004), S. 7.

⁷⁰ Vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 53-63, die zudem politische Transaktionskosten differenzieren, auf die jedoch hier nicht weiter eingegangen wird.

⁷¹ Vgl. Ebers/Gotsch (2001), S. 255f.; Williamson (1990), S. 21f.

⁷² In diesem Zusammenhang wird eine Analyse der Ökonomik unter Ausschluss von Transaktionskosten und gleichzeitiger Berücksichtigung von Unternehmen als Akteure als Coase-Paradoxon bezeichnet, da in einer Untersuchung unter Vernachlässigung von Transaktionskosten die Unternehmen ihre Existenzberechtigung verlieren, vgl. Martiensen (2000), S. 108.

⁷³ Vgl. Coase (1937), S. 389.

Höhe der Transaktionskosten als Effizienzkriterium zugrunde, so ist die Entscheidung zum Verkauf eines Unternehmensteils das Resultat des Unvermögens dieses Unternehmensteils seine Aufgaben im Rahmen der gegebenen Organisationsstrukturen transaktionskostengünstiger als der Markt erfüllen zu können.

In der Weiterentwicklung der Theorie der Transaktionskosten durch *Williamson* erfolgt die Bestimmung der optimalen Unternehmensgröße, die dann erreicht ist, wenn die internen Transaktionskosten einer weiteren Transaktion den externen Transaktionskosten entsprechen.⁷⁴ Die Höhe der Transaktionskosten wird dabei von der Transaktionshäufigkeit, dem Grad der Spezifität, der Unsicherheit sowie der Transaktionsatmosphäre, d. h. den der Transaktion zugrunde liegenden sozialen und technologischen Rahmenbedingungen bestimmt.⁷⁵

3.1.2 Kritische Würdigung des Transaktionskostenansatzes

Der Transaktionskostenansatz postuliert die Notwendigkeit der Bestimmung der Höhe der Transaktionskosten bei der Prüfung von Verkaufsentscheidungen sowie der Festlegung der optimalen Unternehmensgröße. Demnach sollten in der Initiierungsphase des Unternehmensverkaufs die Problemidentifizierung und Analyse der Ausgangssituation sowie die Definition und Formulierung der Verkaufsziele ausschließlich auf der Basis von Transaktionskosten erfolgen.

Diese Beschränkung des Betrachtungswinkels und die Zugrundelegung der Verkaufsentscheidung auf das Effizienzkriterium „Transaktionskosten“ sind jedoch problematisch.

Die teilweise Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlicher Aspekte spiegelt zwar im Vergleich zu den Annahmen im klassischen Modell der betriebswirtschaftlichen Entscheidungstheorie eine realitätsnähere Darstellung menschlichen Verhaltens wider, kann jedoch nicht einschränkungslos zur Analyse der Unternehmenssituation und Entschei-

⁷⁴ Vgl. Blum et al. (2005), S. 49; Picot (1991), S. 149; Krüsselberg (1992), S. 35.

⁷⁵ Vgl. Kräkel (2004), S. 7f.; Picot (1991), S. 148.

dung über den Verkauf eines Unternehmens herangezogen werden. In diesem Zusammenhang trifft die Annahme einer eingeschränkten Rationalität auch auf die Generierung, Wahrnehmung und Verarbeitung von Informationen zur Bestimmung der Höhe der Transaktionskosten zu.

Es darf nämlich nicht vernachlässigt werden, dass die begrenzte Rationalität in gleichem Maße für die Bestimmung der Höhe der Transaktionskosten sowohl bei Abwicklung der Transaktion über den Marktmechanismus als auch bei Quantifizierung der Transaktionskosten über die unternehmensinterne Organisation und Prozesse gilt. Die Annahme begrenzter Rationalität und das Unvermögen des Entscheidungsträgers, fehlerlos und vollständig Informationen erfassen zu können, sowie eine eingeschränkte Informationsverarbeitungskapazität begründen gleichzeitig das Unvermögen des Entscheiders, die absolute, richtige und objektive Höhe der Transaktionskosten zu bestimmen. Diese Unfähigkeit eines menschlichen Entscheidungsträgers stellt damit die Ausrichtung unternehmerischer Entscheidungen auf Transaktionskosten als Effizienzkriterium bei Unternehmensverkäufen in Frage.

Darüber hinaus schränkt die Annahme von Opportunismus die Aussagekraft identifizierter Transaktionskosten ein, da die Aussagekraft der Transaktionskosten fraglich ist. Dabei dürfen mögliche opportunistische Handlungen eines unter Leistungsdruck stehenden Verantwortlichen, dessen Unternehmensbereich einer Verkaufsprüfung ausgesetzt ist, nicht vernachlässigt werden. Dieser könnte zur Sicherung und Verbesserung seiner persönlichen Situation vorsätzlich fehlerhafte und unvollständige Informationen weiterleiten. Von dieser Gefahr ist auch bei einem opportunistischen Manager einer zur Berichterstattung verpflichteten Tochtergesellschaft auszugehen, was es erschwert, die Höhe der Transaktionskosten zuverlässig zu ermitteln. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die Informationen nicht von einem Dritten überprüft werden können.

Aus diesen Gründen ist es zweifelhaft, ob die Anwendung des Transaktionskostenansatzes als Entscheidungshilfe bei der Verkaufsprüfung von Unternehmen tauglich ist. Die Übertragung der Handlungsempfehlungen dieses Ansatzes auf Unternehmensverkäufe reicht nicht aus, eine verzögerte Verkaufsentscheidung zu verhindern.

3.1.3 Der Prinzipal-Agent-Ansatz

Gegenstand des Prinzipal-Agent-Ansatzes⁷⁶ sind ökonomische Beziehungen zwischen verschiedenen Marktakteuren, die Marktunvollkommenheiten in Form von asymmetrischer Informationsverteilung und unsichere Verhaltensweisen der beteiligten Parteien aufweisen.⁷⁷ In ihrer normativen Ausrichtung stehen die Entwicklung von optimalen - im Sinne einer anreizkompatiblen Ausgestaltung - Verträgen zur Reduzierung von Informationsasymmetrien und Unsicherheiten bei diesen Agency-Beziehungen im Mittelpunkt der Betrachtung.⁷⁸

Ausgangspunkt dieses Ansatzes bildet die in einem spezialisierten und arbeitsteiligen Wirtschaftssystem übliche Trennung zwischen Eigentümer und Management, wobei das Management (Agent) gegenüber den Eigentümern (Prinzipal) über einen Informationsvorsprung verfügt.⁷⁹ Dieser Vorsprung birgt allerdings die Gefahr seiner opportunistischen Ausnutzung. Darüber hinaus basiert diese Theorie auf der Annahme eines Interessenkonflikts zwischen den Parteien, da sonst die Notwendigkeit einer effizienten und inopportunen Vertragsgestaltung hinfällig wäre.

In Abhängigkeit vom Zeitpunkt der Betrachtung lassen sich Informationsasymmetrien vor und nach Vertragsschluss mit den entsprechenden Kontrollinstrumenten unterscheiden.

In der vorvertraglichen Phase erschwert die Unkenntnis über Eigenschaften und Fähigkeiten des Agents (hidden characteristics) dem Prinzipal die Auswahl des bestgeeigneten Managements. Zur Überwindung einer adverse selection ergeben sich Möglichkeiten zur Durchführung von „Signaling“-Aktivitäten durch den Agent bzw. „Screening“-Maßnahmen durch den Prinzipal zur Vermittlung von Qualitäten durch Vorlage von

⁷⁶ Vgl. Jensen/Meckling (1976); Fama (1980) und Ross (1973). Für neuere Arbeiten siehe auch Meinhövel (2005), S. 65-67; Picot/Dietl/Franck (2005), S. 72-75; Wolf (2005), S. 276-278 und Bannier (2005).

⁷⁷ Vgl. Elschen (1988), S. 248f.

⁷⁸ Vgl. Elschen (1991a), S. 220, der ergebnis- und verhaltensorientierte Anreiz- und Kontrollsysteme analysiert. Vgl. auch Elschen (1991b), S. 1006; Arrow (1985), S. 38; Wenger/Terberger (1988), S. 507; Reitz (1996), S. 25.

⁷⁹ Neben der Agency-Beziehung zwischen Eigentümern und Management seien auch andere im Rahmen von M&A-Transaktionen auftretende Beziehungen zwischen Käufern und Verkäufern erwähnt, auf die hier nicht eingegangen wird, vgl. dazu Wirtz (2003), 29-31.

z.B. Bildungszertifikaten bzw. Einholung von Referenzen.⁸⁰ Nach Vertragsschluss tritt ein Informationsgefälle in Form von „hidden action“ und „hidden information“ auf, die vom Prinzipal nicht wahrgenommen werden. „Hidden action“ bezieht sich auf Handlungen des Agents zur Verfolgung seiner persönlichen Ziele bei Vernachlässigung der Interessen des Prinzipals, während „hidden information“ die Nicht- bzw. unvollständige Weiterleitung von Informationen zur Verbesserung seiner persönlichen Position beschreibt.⁸¹ Damit trägt der Prinzipal das Risiko einer uneingeschränkt opportunistischen Ausnutzung der Handlungsspielräume durch den Agent (moral hazard).

Zur Minderung der Informationsasymmetrien zwischen Prinzipal und Agent bietet sich die Einrichtung von Informations- und Kontrollsystemen („Monitoring“) zur Überwachung des Agents an.⁸² Mit der Überwachung des Agents sind Kosten verbunden. Agency-Kosten, die im Rahmen der Bestrebungen zur Reduzierung- und Beseitigung sowie Disziplinierung bei der Vertragsgestaltung und anderen Maßnahmen anfallen, und einen Nutzenentgang für den Prinzipal darstellen.⁸³ Agency-Kosten setzen sich zusammen aus der Summe der Kontroll- und Überwachungskosten (monitoring costs), Opportunitätskosten und Residualverlusten (residual loss) auf Seiten des Prinzipals und Selbstbindungs- oder Garantiekosten⁸⁴ (bonding costs) für den Agenten.⁸⁵

Übersteigen die Agency-Kosten den Nutzen des Prinzipals ist nach der Argumentation dieses Ansatzes der Verkauf des Unternehmens unausweichlich. Nur durch eine Übertragung der Kontrollrechte auf einen neuen Prinzipal lässt sich eine langfristige Reduzierung der Agency-Kosten erreichen. Dieser kann aufgrund seiner Kenntnisse und der ihm zur Verfügung stehenden Infrastruktur eine effiziente Kontrolle und Überwachung des Managements bei seiner Aufgabenerfüllung gewährleisten.⁸⁶

⁸⁰ Vgl. Kräkel (2004), S. 25-36; Achleitner (2001), S. 50; Wirtz (2003), S. 32; Blum et al. (2005), S. 156.

⁸¹ Vgl. Arrow (1985), S. 39; Milgram/Roberts (1992), S. 170.

⁸² Vgl. Picot/Reichwald/Wiegand (2001), S. 59; Bea/Haas (2001), S. 374. Allerdings beschränken sich diese Maßnahmen auf Aktivitäten des Prinzipals, da der Agent nach Vertragsschluss keinen Anreiz mehr haben dürfte, den Prinzipal an seinem Informationsstand partizipieren zu lassen.

⁸³ Vgl. Elschen (1991a), S. 1008.

⁸⁴ Bonding-Kosten bestehen für den Agent in Form von zusätzlichem Ressourceneinsatz zur Signalisierung einer vertragskonformen Aufgabenerfüllung. In diesem Rahmen sei der „managerial labour market“ zur Disziplinierung der Manager angeführt, der ihre gegenseitige Überwachung verlangt, vgl. Fama (1980), S. 292f. Dem Zweck der hier verfolgten Argumentation dienend wird von der weiteren Berücksichtigung der anfallenden Kosten für den Agent abgesehen.

⁸⁵ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308f.

⁸⁶ Eine erfolgreiche Übertragung der Kontrollrechte im Sinne einer deutlichen Reduzierung der Agency-Kosten und Erzielung von Effizienzgewinnen ist vor allem bei einem MBO gegeben, vgl. Jensen (1988),

3.1.4 Kritische Würdigung des Prinzipal-Agent-Ansatzes

Die Intention des Prinzipal-Agent-Ansatzes liegt darin, die Wirkungsweise und Konsequenzen unvollständiger Verträge bei Vorliegen eines Informationsvorsprungs eines Vertragspartners (Agent) darzustellen und Handlungsempfehlungen zur Vermeidung und Reduzierung von finanziellen Schädigungen des durch Informationsdefizite benachteiligten Prinzipals durch den Agenten abzuleiten. Die wesentlichen Annahmen dieses Ansatzes beziehen sich auf den uneingeschränkten Opportunismus des Agenten zur Durchsetzung seiner persönlichen Interessen und eine unvollkommene Informationsverteilung. Darüber hinaus setzt die Argumentation des Prinzipal-Agent-Ansatzes einen unüberwindbaren Interessenkonflikt zwischen dem Prinzipal und dem Agenten sowie eine vom Prinzipal unbeeinflussbare Risikoaversion des Agenten voraus. Allerdings konzentriert sich diese Darstellung auf eine einseitige Betrachtung der Problemquellen und eine negativlastige Charakterisierung des Agenten.

Gleichwohl existieren neben dem Opportunismus noch andere Wesenszüge des Agenten, die von diesem Ansatz abweichende Schlussfolgerungen nach sich ziehen. Im Zusammenhang mit der Analyse von Managementverhalten hält insbesondere in der anglo-amerikanischen Literatur eine Diskussion über Optimismus und Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten der Manager an, wie empirische Untersuchungen belegen.⁸⁷ Gerade übersteigter Optimismus und Selbstüberschätzung der Manager führen zu einer Unternehmenswertsteigerung, die den Interessen des Prinzipals entgegenkommt. Gleichzeitig unterliegt der Manager einer Illusion über seine Fähigkeit zur Kontrolle des Investitionsrisikos.⁸⁸ Das verzerrte, überhebliche Bild seiner Managementfähigkeiten verleitet den Manager letztendlich zu Handlungen, die bei uneingeschränkter Rationalität unterbleiben würden.⁸⁹

S. 7f. und S. 14f. Auch Banken und andere institutionelle Investoren können überproportionale Effizienzvorteile bei diesen Kontrollaktivitäten und Skalen- und Synergieeffekten im Rahmen von Monitoringaktivitäten realisieren.

⁸⁷ Vgl. Gervais/Heaton/Odean (2005), S. 1-3; Malmendier/Tate (2005), S. 2662f.; Lin/Hu/Chen (2005), S. 1f. und 14f.; Baker/Ruback/Wurgler (2006), S. 43 f.

⁸⁸ Vgl. Zayer/Hirsch (2006), S. 650.

⁸⁹ Die Bezeichnung „begrenzte Rationalität“ bezieht sich darauf, dass der Manager bei Kenntnis seiner eingeschränkten kognitiven Informationsverarbeitungskapazität und Kontrollillusion nicht zu einer risikoreichen Investition neigen würde. Er würde sich dann ökonomisch rational verhalten.

Irrational handelnde Manager haben keine vollständige Kenntnis von den Konsequenzen ihrer Handlungen. Dadurch kommt es zu einer starken Abweichung der Absichten von den tatsächlichen Handlungen. Somit rücken eher die Könnens- als die Wollensdefizite in den Vordergrund der Betrachtung⁹⁰. Diese Selbstüberschätzung, einhergehend mit einer Kontrollillusion des Managers, verschiebt die im Rahmen des Prinzipal-Agent-Ansatzes postulierte Risikoaversion des Agents in eine mindestens risikoneutrale Richtung. Die Erkenntnis des Zusammenhangs zwischen Opportunismus und gesteigerter Selbstüberschätzung der eigenen Managementfähigkeiten zum Einen und der abnehmenden Risikoaversion des Managements zum Anderen setzt die dem Prinzipal-Agent-Ansatz zugrunde gelegten Interessenskonflikte zwischen dem Agenten und Prinzipal außer Kraft. Damit teilen beide Vertragspartner vergleichbare Risikoeinstellungen und die Bereitschaft zur Investitionstätigkeit.

Während der optimistische und selbstüberschätzende Agent von Erfolgserlebnissen profitiert, liegt der Nutzen für den Prinzipal in einer Wertsteigerung des Unternehmens und Maximierung seines persönlichen Vermögens.⁹¹ Außerdem wird das durch Opportunismus induzierte Moral-Hazard-Problem nicht nur relativiert, sondern auch entkräftet, weil die Gründe für opportunistisches Handeln des Agenten entfallen. Darüber hinaus ergibt sich für den Prinzipal die Möglichkeit der gezielten Einflussnahme auf das Managementverhalten. Ausgehend von einem Zusammenhang zwischen einer verstärkten Risikoaversion bei einem hohen Anteil der variablen Vergütung des Managements schlagen *Gervais/Heaton/Odean* eine Herabsetzung des variablen Anteils und eine entsprechende Erhöhung der erfolgsunabhängigen Vergütungskomponente vor.⁹² Dieses Vorgehen führe zu einer Steigerung der Investitionstätigkeit und einer zunehmenden Vernachlässigung des mit dem Investitionsvorhaben verbundenen Risikos, da die persönliche Risikolage für das Management unverändert bleibe.

Nach der Argumentation des Prinzipal-Agent-Ansatzes ist ein unlösbarer Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent ursächlich für einen Unternehmensverkauf, da sich durch diesen Verkauf ergebnisschmälernde Agency-Kosten vermeiden lassen.

⁹⁰ Vgl. Zayer/Hirsch (2006), S. 648.

⁹¹ Vgl. Gervais/Heaton/Odean (2005), S. 26.

⁹² Vgl. Gervais/Heaton/Odean (2005), S. 20 f. Die Autoren gehen sogar davon aus, dass die Zusammenstellung der Managementbezüge zugunsten einer höheren Fixkomponente im Ergebnis eine kostengünstigere Lösung darstellt als bei einem höheren variablen Anteil.

Diesen Schlussfolgerungen kann unter Berücksichtigung neuerer Erkenntnisse über „managerial optimism“ und „optimism and overconfidence“ nicht gefolgt werden. Da die Annahmen eines Interessenkonflikts und Opportunismus⁹³ entfallen, weil sich der Agent eher risikoneutral verhält und eher zur Selbstüberschätzung neigt, wird auch die Notwendigkeit für den Prinzipal hinfällig, kosten- und ressourcenintensive Kontroll- und Überwachungsmechanismen zur Förderung und Lenkung vertragskonformen Verhaltens der Agenten einzurichten.

Die konfliktfreie Beziehung zwischen Prinzipal und Agent relativiert somit die Bedeutung von Agency-Kosten bei der Entscheidungsfindung.⁹³ Da Interessenskonflikte fehlen und andere Eigenschaften aufgedeckt wurden,⁹⁴ welche ein vertragskonformes Verhalten des Agenten begünstigen, verliert die Aussagekraft des Prinzipal-Agent-Ansatzes an Gewicht. Da dieser Ansatz seinen Schwerpunkt bei der Erklärung von Unternehmensverkäufen auf die Existenz und Höhe von Agency-Kosten legt, führt ihre geringe Bedeutung dazu, dass dieser Ansatz bei Unternehmensverkäufen nur begrenzt anwendbar ist. Damit bietet dieser Ansatz keine Hilfestellung um eine Verschleppung der Entscheidung zum Verkauf eines Unternehmens zu vermeiden.

Während dieser Ansatz von einem egoistischen und opportunistischen Charakter des Agenten ausgeht, werden im Rahmen der Behavioral Finance andere Eigenarten des Agenten und Anreize, z. B. intrinsische Motivation zur Konfliktvermeidung insbesondere gegenüber zur Rechenschaft verpflichteten Personen aufgedeckt, auf die zu einem späteren Zeitpunkt noch eingegangen wird.

Die nachstehende Abbildung (Abb. 5) verdeutlicht die wesentlichen Unterschiede zwischen den Annahmen des Prinzipal-Agent-Ansatzes und den Erkenntnissen der Behavioral Finance.

⁹³ Vgl. Gervais/Heaton/Odean (2005), S. 21.

⁹⁴ Vgl. insbes. Abschnitt 4.2.4. .

	Prinzipal-Agent-Ansatz	Erkenntnisse aus der Behavioral Finance
Eigenschaft des Agenten:	Opportunistisch, da Interessenkonflikt	Prinzipalfreundlich, da kein Interessenkonflikt
Fähigkeiten:	Kenntnis über die Konsequenz seiner Handlungen, da keine Abweichung zwischen Absichten und tatsächlichen Handlungen	Neben Wollens- und Könnensdefiziten, Abweichungen zwischen Absichten und tatsächlichen Handlungen
Risikoverhalten:	Risikoavers	Mindestens risikoneutral
Folge für Investitionstätigkeit und Wertsteigerungen:	Restriktive Investitionstätigkeit	Hohe Investitionstätigkeit und Wertsteigerungen
Nutzen des Agentenverhaltens:	Vornehmlich für den Agenten	Für Agenten: Selbstbestätigung Für Prinzipal: Wertmaximierung

Abb. 5: Gegenüberstellung der unterschiedlichen Argumentationsweisen des Prinzipal-Agent-Ansatzes und der Behavioral Finance⁹⁵

3.2 Die Ansätze der Strategieforschung

Im Rahmen der theoretischen Beleuchtung von Unternehmensverkäufen sollen neben der Neuen Institutionenökonomik auch die Erkenntnisse der Strategieforschung zur Erklärung von Unternehmensverkäufen herangezogen werden. Bei diesen Strategieansätzen handelt es sich um den markt- und ressourcenorientierten Ansatz, die in der wissenschaftlichen Strategieforschung große Beachtung finden, insbesondere bei der Erklärung von dauerhaft überdurchschnittlichen Unternehmensergebnissen.⁹⁶

⁹⁵ Eigene Darstellung. Eine ausführliche Darstellung der Behavioral Finance Theorie findet sich in Kapitel 4.

⁹⁶ Vgl. Börner (2000b), S. 693; Rühli (1994), S. 50-52; Knaese (1996), S. 46; Mahoney/Pandian (1992), S. 362-364; Börner (2000a), S. 136-138; Nolte/Bergmann (1998), S. 6; Börner (2000c), S. 817f; Rasche/Wolfrum (1994), S. 513; Rasche (1994), S. 398.

3.2.1 Der marktorientierte Ansatz

3.2.1.1 Grundlagen

Die theoretische Grundlage des marktorientierten Ansatzes („market based view“) liegt in dem von *Mason* und *Bain* entwickelten Structure-Conduct-Performance-Paradigma im Rahmen der Industrieökonomik.⁹⁷ Dieses Paradigma postuliert eine starke Abhängigkeit des dauerhaften und strategiebedingten Erfolges eines Unternehmens (Performance) von der Struktur der Branche, in der das Unternehmen tätig ist (Structure), und dessen strategischem Verhalten (Conduct). Damit ist das strategische Ziel einer Unternehmung festgelegt, in einer attraktiven Branche tätig zu sein.⁹⁸ In einer Weiterentwicklung dieses industrieökonomischen Paradigmas betont *Porter* die Relevanz der relativen Position eines Unternehmens innerhalb dieser Branche:

„At the broadest level, firm success is a function of two areas: the attractiveness of the industry in which the firm competes and its relative position in that industry.“⁹⁹

Dazu konzipiert *Porter* zur Analyse der die Attraktivität einer Branche bestimmenden Wettbewerbsintensität das Konzept der fünf Wettbewerbskräfte.¹⁰⁰

Darüber hinaus empfiehlt *Porter* für ein in mehreren Geschäftsbereichen tätiges Unternehmen vier Gesamtunternehmensstrategien, die neben der Portfolio- und Restrukturierungsstrategie vor allem durch die Strategie des Fähigkeitentransfers (transferring skills) und Aktivitätenaustausches (sharing activities) die Realisierung von Synergieeffekten erlauben.¹⁰¹

Nach Eintritt des Unternehmens in eine attraktive Branche bzw. Marktsegment schlägt *Porter* die Verfolgung von zwei generischen Grundstrategien - der Kostenführerschafts-

⁹⁷ Vgl. *Mason* (1939) und *Bain* (1956). Eine ausführliche Darstellung der Entwicklung, Prämissen und Forschungsansätze der Industrieökonomik erfolgt in *Börner* (2000a), S. 31-33 und 37-39.; *Welge/Al-Laham* (2008), S. 76-79; *Müller-Stewens/Lechner* (2005), S. 145 und *Hitt/Ireland/Hoskisson* (2005), S. 21-23.

⁹⁸ Vgl. *Rühli* (1994), S. 35.

⁹⁹ *Porter* (1991), S. 99f.

¹⁰⁰ *Müller-Stewens/Lechner* (2005), S. 146; *Barney* (1997), S. 68f.

¹⁰¹ Vgl. *Porter* (1987), S. 49 und 53f.

oder Differenzierungsstrategie - für die strategische Positionierung einzelner Geschäftsbereiche vor: „[...] superior profitability can only logically arise from commanding a higher price than rivals or enjoying lower costs.“¹⁰²

Nach der Argumentation des marktorientierten Ansatzes begründet die Attraktivität der Branche, die durch eine Gesamtunternehmens- oder Grundstrategie gezielt beeinflusst werden kann, den überdurchschnittlichen Erfolg von Unternehmen.

3.2.1.2 Implikationen des marktorientierten Ansatzes für Unternehmensverkäufe

Die wesentlichen Determinanten des Unternehmenserfolges bestehen nach *Porter's* Ausführungen in der richtigen Branchenauswahl und der Möglichkeit, eine verteidigungsfähige Wettbewerbsposition in dieser Branche einnehmen zu können.¹⁰³ Aus diesem Grunde muss das strategische Ziel der Unternehmung darin liegen, seine unternehmerische Tätigkeit an Branchen mit geringer Wettbewerbsintensität auszurichten und mit der gleichermaßen strategischen Konsequenz Geschäftsbereiche in unattraktiven Branchen aufzugeben und ihren Verkauf anzustreben.¹⁰⁴ Damit bestimmt die Attraktivität einer Branche die Verkaufsentscheidung.

Darüber hinaus besteht die Aufgabe eines Unternehmens darin die Branche aktiv zu beeinflussen, um eine nachhaltig wettbewerbsfähige Position zu erreichen. Dieses Bestreben erfordert, es sich wandelnde Kundenbedürfnisse rechtzeitig zu antizipieren, eine gegenüber dem Wettbewerb überlegene Marktleistung zu erbringen und Zusatznutzen für den Kunden zu stiften. Auch dieses Vorgehen setzt eine ausführliche Analyse der Wettbewerbskräfte voraus, um Möglichkeiten abzuschätzen, durch aktives strategisches Handeln die Attraktivität einer Branche zu steigern und gleichzeitig seine Wettbewerbsposition auszubauen.

¹⁰² Porter (1991), S. 101.

¹⁰³ Vgl. Porter (1991), S. 99f.

¹⁰⁴ Vgl. Rühli (1994), S. 36.

Belegen die Ergebnisse die Unattraktivität einer relevanten Branche und liefern zusätzlich Erkenntnisse über das Unvermögen des Unternehmens zur gezielten Beeinflussung dieser Branche, dann liegt die folgerichtige und strategische Implikation des market-based views im Rückzug aus dieser Branche.¹⁰⁵ Der Verkauf von Geschäftsbereichen resultiert dann aus der gegenwärtigen und in Zukunft nicht zu erwartenden Nutzung und Realisierung von Synergien und Fähigkeiten als notwendige Voraussetzungen für dauerhaften Unternehmenserfolg.¹⁰⁶

3.2.1.3 Prämissen und kritische Würdigung des marktorientierten Ansatzes

Der Ansatz *Porter's* hat insbesondere in der Praxis des strategischen Managements aufgrund seines Operationalisierungspotentials, seiner praktikablen Denkmuster und Instrumente sowie seiner Eignung zur komplexitätsreduzierenden Veranschaulichung von strategischen Herausforderungen viel Zuspruch gefunden. Er blieb jedoch heftiger Kritik durch Ökonomen aus dem Bereich der Strategieforschung ausgesetzt, die hier auszugsweise dargestellt wird.¹⁰⁷

Im Rahmen dieser kritischen Auseinandersetzung stehen insbesondere die mangelnde Berücksichtigung von psychologischen Erkenntnissen bei dem Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten von Wirtschaftssubjekten im Vordergrund der Betrachtung.

Die Hauptkritik bezieht sich dabei auf die Ausblendung kognitiver Verzerrungen bei Entscheidungsträgern. Die Vernachlässigung verhaltenswissenschaftlicher und psychologischer Überlegungen und die Annahme rational agierender Wirtschaftssubjekte sind problematisch. Diese Annahme ist auf seinen industrieökonomischen Ursprung zurückzuführen.¹⁰⁸ Dabei wird von einem vollständig informierten homo oeconomicus mit der Fähigkeit der vollkommenen Voraussicht und einem unendlich schnellen Reaktions-

¹⁰⁵ Vgl. Weiher (1996), S. 45.

¹⁰⁶ Vgl. Bartsch (2005), S. 52f.

¹⁰⁷ Vgl. Rühli (1994), S. 41 f.; Börner (2000a), S. 60f.; Wirtz (2003), S. 37.

¹⁰⁸ Die weiteren Annahmen der Industrieökonomik werden z. B. in Müller/Stevens/Lechner (2005), S. 145 und insbesondere auch von Bongarts (1997), S. 25 aufgeführt.

vermögen ausgegangen, der die ihm zur Verfügung stehenden Informationen vollständig, fehlerlos und unter Ausschluss vielfältiger persönlicher Bedürfnisse, wie z. B. dem Drang zur Selbstbestätigung und dem Wunsch zur Kontrolle, wahrnimmt, bewertet und entscheidet, ohne dass Informationsbeschaffungs- und Transaktionskosten anfallen.

Diese problematische Annahme trifft insbesondere bei Vertretern der verhaltenswissenschaftlichen und psychologischen Forschung auf Ablehnung. Diese Prämisse wird auf der Grundlage von in empirischen Untersuchungen aufgedeckten kognitiv bedingten Wahrnehmungs- und Entscheidungsbeschränkungen von Wirtschaftssubjekten in der Verhaltenswissenschaft aufgegeben.¹⁰⁹

Nach dem marktorientierten Ansatz ist eine Verkaufsentscheidung das Ergebnis einer Überprüfung der Attraktivität der relevanten Branchen sowie der Möglichkeit zur Realisierung von Synergieeffekten und erfolgreicher Implementierung der Grundstrategien. Diesen scheinbar einfachen Wirkungs- und Ergebniszusammenhängen stehen jedoch psychisch bedingte und im Rahmen des marktorientierten Ansatzes nicht berücksichtigte Könnens- und Wollensdefizite der unternehmerischen Entscheidungsträger gegenüber, die die erfolgreiche Anwendung dieses Ansatzes in Frage stellen, insbesondere für die Entscheidungssituation im Unternehmensverkaufsprozess.

Die Könnensdefizite des Managements beziehen sich vor allem auf das Einschätzungsvermögen der Entscheidungsträger und auf die fehlerhafte Bewertung von unternehmensspezifischen Verflechtungen. Die Tendenz des Managements zu regelmäßig übermäßigem Optimismus führt bezogen auf die Einschätzung der gegenwärtigen und zukünftigen Attraktivität der relevanten Branche zu einer unangemessen optimistischen Bewertung. Diese Fehleinschätzung resultiert aus einer zur Selbstüberschätzung verleitenden Kontrollillusion und einem unangemessen risikofreudigen Verhalten der Manager, die insgesamt zweifelsfreie Erfolgsaussichten und Erwartungen bei diesen Managern stützen und gleichzeitig den Ausgangspunkt für Fehlentscheidungen bilden.¹¹⁰

¹⁰⁹ Vgl. Kapitel 4.

¹¹⁰ Vgl. MacCrimmon/Wehrung (1986), S. 24-26; Kiehling (2001), S. 60; Thaler/Johnson (1990), S. 646 und S. 659.

Als Folge einer Beschränkung seiner kognitiven Fähigkeiten beim Wahrnehmungs- und Verarbeitungsprozess ist der Manager nicht in der Lage entscheidungsrelevante Informationen fehlerfrei und vollständig zu generieren. Aus diesen Gründen besteht beim Versuch, unternehmensweite Synergieeffekte zu erzielen, die Gefahr, bestehende Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Geschäftsbereichen oder existente Verflechtungen zu übersehen, zu vernachlässigen oder nicht-existente Verflechtungen irrtümlich anzunehmen.

Neben diesen die Aussagekraft dieses Ansatzes abschwächenden Könnensdefiziten lassen sich auch Willensdefizite identifizieren. Diese drücken sich in einer mangelnden Bereitschaft des Managements aus, verlustbringende Engagements abubrechen. Die Erklärung für dieses Verhalten ist in der persönlichen Involvierung des Managers bei Ausarbeitung der unrentablen Investitionsentscheidung zu suchen. Zudem wird die Korrekturbereitschaft durch den Wunsch des Entscheiders „sein Gesicht zu wahren“ oder aufgrund von Bereichsdenken, Bequemlichkeit oder Machtstreben herabgesetzt.¹¹¹

Aufgrund dieser im Rahmen des marktorientierten Ansatzes unbeachteten Könnens- und Willensdefizite wird die erfolgreiche Übertragung dieses Ansatzes als Entscheidungshilfe zur Verhinderung von verzögerten Verkaufsentscheidungen bezweifelt.

3.2.2 Der ressourcenorientierte Ansatz

3.2.2.1 Grundlagen

Den Ausgangspunkt der Strategie des ressourcenorientierten Ansatzes bilden die theoretischen Arbeiten von *Penrose* und *Selznick*, die die Bedeutung von unternehmensspezifischen Stärken und Schwächen für langfristige Wettbewerbsvorteile erforschten.¹¹² Beide identifizierten besondere Fähigkeiten und Ressourcen als Quellen von verteidigungs-

¹¹¹ Vgl. auch Zayer/Hirsch (2006), S. 648. Insbesondere bei der von *Porter* betonten Notwendigkeit sich auf eine der drei generischen Grundstrategien festzulegen um einen „stuck in the middle“ (Vgl. *Porter* (2000), S. 44f.) zu vermeiden, ist ein Misserfolg mit weitreichenden organisatorischen, personellen und finanziellen Konsequenzen verbunden. Diese Konsequenzen beeinträchtigen die Bereitschaft eine Kurskorrektur vorzunehmen, d. h. die Strategie aufzugeben.

¹¹² Vgl. *Penrose* (1959); *Selznick* (1957).

gungsfähigen Wettbewerbsvorteilen. Der Begriff des ressourcenorientierten Ansatzes umfasst alle Ansätze, Konzepte und Theorien im Rahmen des strategischen Managements, die den Wettbewerbserfolg einer Unternehmung auf die Existenz einer einzigartigen Ressource und Ressourcenkombination stützen.¹¹³ Der ressourcenorientierte Ansatz fußt auf zwei entscheidenden Grundannahmen, die die Basis für seine Umsetzung und seinen Erfolg in der Strategieforschung bilden: die Prämisse der Ressourcenheterogenität und die Annahme der unvollständigen bzw. nicht existenten Faktormärkte.¹¹⁴

Diese Sichtweise verdeutlicht die grundlegende Entwicklungsrichtung der Inside-Out-Perspektive, die das Structure-Conduct-Performance-Paradigma des industrieökonomisch geprägten market-based views in eine Ressource-Conduct-Performance-Wirkungskette verkehrt (Abb. 6).¹¹⁵



Abb. 6: Vergleich von markt- und ressourcenorientiertem Ansatz¹¹⁶

Im Rahmen des ressourcenorientierten Ansatzes stehen insbesondere schwer imitierbare, immaterielle Vermögensgegenstände im Mittelpunkt der Betrachtung, die nicht über offene Faktormärkte bezogen werden können und damit auch dem Wettbewerb unzugänglich bleiben.¹¹⁷ Die Möglichkeit, eine nachhaltige und verteidigungsfähige Wettbewerbsposition und damit eine dauerhafte und strategiebedingte Rente erzielen zu

¹¹³ Vgl. Welge/Al-Laham (2008), S. 87; Rasche/Wolfrum (1994), S. 502.

¹¹⁴ Vgl. Rasche (1994), S. 55-57; Welge/Al-Laham (2008), S. 91-93; Welge/Al-Laham (2001), S. 258.

¹¹⁵ Vgl. Rasche/Wolfrum (1994), S. 502.

¹¹⁶ In Ahnlehnung an Corsten (1998), S. 17.

¹¹⁷ Vgl. Welge/Al-Laham (2008), S. 92-95; Börner (2000a), S. 68. Zu weiterführenden Überlegungen über Ressourcen im Rahmen des ressourcenorientierten Ansatzes wird auch auf die Arbeiten von Nolte/Bergmann (1998), S. 11-13 verwiesen.

können, ist vor allem aufgrund der Nicht-Imitierbarkeit, der Nicht-Substituierbarkeit, der Unternehmensspezifität und der Möglichkeit zur marktlichen Nutzung einer distinktiven Ressource gewährleistet.¹¹⁸ Die Aufwertung einer gewöhnlichen Ressource zu einer distinktiven Ressource ist auf das Vorhandensein dieser vier Eigenschaften zurückzuführen.

3.2.2.2 Implikationen des ressourcenorientierten Ansatzes für Unternehmensverkäufe

Nachhaltige und Gewinn generierende Wettbewerbsvorteile basieren aus Sicht des ressourcenorientierten Ansatzes auf dem Aufbau, der Nutzung und Sicherung distinktiver Ressourcen und Kernkompetenzen. Im Umkehrschluss bedingt eine unzureichende Nutzung wertschaffender Ressourcen und Kompetenzen den Verkauf dieses verschwenderischen Unternehmensbereiches im Sinne einer ressourcenorientierten Unternehmensführung. Diese strategische Neuausrichtung zielt auf eine Konzentration auf Kerngeschäfte und „auf die wesentlichen Dinge“ ab, die durch eine Bündelung der Kernkompetenzen und damit einhergehender gezielter Entwicklung von Erfolgsdeterminanten und deren Zusammenfassung zu neuen Produkt- und Leistungskombinationen neue Wettbewerbsvorteile hervorbringt.¹¹⁹ Die konsequente Schwerpunktsetzung bedeutet demnach auch, dass aufgrund der mangelnden Aussicht eines Unternehmensteiles einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil erlangen bzw. einen Beitrag zu einer ressourcenbasierten Wertschaffung leisten zu können, der Verkauf dieses Unternehmensteils gerechtfertigt ist.¹²⁰

Die strategieorientierte Ressourcenakkumulation sieht die Veräußerung von Geschäftsbereichen vor, die für das Unternehmen keine kritischen Wertschöpfungsstufen (mehr) darstellen. Das Ziel liegt darin, eine ineffiziente Kapital- und Ressourcenbindung in strategisch irrelevanten Geschäftsbereichen zu vermeiden und Investitionen der freien Mittel und Ressourcen in für das Unternehmen wichtige Kernbereiche zu ermögli-

¹¹⁸ Rühli (1994), S. 42f.

¹¹⁹ Vgl. Thiele (1997), S. 134 und Eichen (2002), S. 172.

¹²⁰ Vgl. Weiher (1996), S. 57.

chen.¹²¹ Diese Vorgehensweise folgt der Überlegung, dass sich bestimmte Transaktionen mangels entsprechender Ressourcen und Kernkompetenzen im Unternehmen effizienter über den Marktmechanismus realisieren lassen. Somit liegt das Interesse an einer ressourcenorientierten Unternehmensführung in der Konzentration der unternehmerischen Tätigkeit auf eigene Stärken sowie dem Ausbau und der Sicherung der strategierelevanten Ressourcen und Ressourcenbündel zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen auch durch einen Unternehmensverkauf.¹²²

Bei Anwendung des ressourcenorientierten Ansatzes steht die unternehmensweite Bündelung spezifischer Ressourcen und Kernkompetenzen sowie die Optimierung des Geschäfts- und Ressourcenportfolios zur Gewährleistung des effizienten Einsatzes und der Nutzung von Ressourcen und Fähigkeiten personeller, finanzieller und technologischer Art auch mit Blick auf zukünftige Projekte und Herausforderungen des Unternehmens bei gleichzeitiger Heraustrennung nicht benötigter und somit irrelevanter Geschäftsbereiche aus dem Gesamtgefüge im Vordergrund.¹²³

Auf der Ebene der Geschäftsbereiche besteht im Rahmen einer ressourcenorientierten Ausrichtung der Unternehmensstrategie sowohl unter wirtschaftlichen als auch strategischen Aspekten die Notwendigkeit einer permanenten Analyse des marginalen Nutzenpotentials einzelner Geschäftsbereiche und -felder zur Rechtfertigung ihres Verbleibs im Unternehmen, um darauf aufbauend eine effiziente Erschließung und Förderung von Synergiepotentialen gewährleisten zu können.¹²⁴

Bei der Identifizierung von Synergiepotentialen spielen idiosynkratisch-bilaterale Synergien zwischen Mutter- und Tochterunternehmen, die sich von anfechtbaren Synergien durch ihre unternehmensspezifischen und somit nicht für den Wettbewerber verfügba-

¹²¹ Vgl. Thiele (1997), S. 134.

¹²² Vgl. Rasche (1994), S. 339f.; Rasche/Wolfrum (1994), S. 509f.; Thiele (1997), S. 133f. In der anglo-amerikanischen Literatur wird ein Unternehmensverkauf mit dem Ziel der Konzentration auf die Kernkompetenzen des Unternehmens unter den Begriffen „De-Conglomerating“, „De-Diversifying“ und „Refocussing“ diskutiert, vgl. Schultze (1998), S. 108.

¹²³ Vgl. Thiele (1997), S. 134f.

¹²⁴ Vgl. Rasche (1994), S. 360. Im Rahmen dieser ressourcenlastigen Betrachtung von Interdependenzen soll auf die von Krogh/Roos erörterten Gefahren und Konsequenzen einer undurchdachten Verkaufsentcheidung in Form eines sogen. „Phantomschmerzeffektes“ hingewiesen werden. Dieser Effekt resultierend aus einer schwerwiegenden Durchtrennung synergetischer Verflechtungen zwischen Unternehmensteilen. Die Amputation von Kompetenzen schlägt sich in Unternehmen in irreversiblen Wissens- und Synergieverlust nieder, vgl. Krogh/Roos (1992), S. 16.

ren Eigenschaften unterscheiden, eine bedeutende Rolle.¹²⁵ Gelingt es nicht aus dieser Mutter-Tochter-Verflechtung einen idiosynkratischen Mehrwert in Form von ökonomischen Renten zu verbuchen, ist eine Unternehmensverkaufsentscheidung zu prüfen.

3.2.2.3 Kritische Würdigung des ressourcenorientierten Ansatzes

Dem ressourcenorientierten Ansatz werden neben eindeutigen Stärken insbesondere im Rahmen des strategischen Managements auch Schwächen attestiert.¹²⁶

Die Hauptkritik konzentriert sich auf die ausschließlich monetäre Betrachtung von Zusammenhängen in Unternehmen bei gleichzeitiger gänzlicher Vernachlässigung gleichermaßen erfolgsbeeinflussender spezifischer Wesenszüge und Verhaltensweisen des Managements und sonstiger Mitarbeiter.

Der ressourcenorientierte Ansatz hebt einseitig die Notwendigkeit zum strategischen Management von einzigartigen Ressourcen und Kernkompetenzen zur Generierung von erfolgsbestimmenden Wettbewerbsvorteilen hervor. Bezogen auf den Prozess des Unternehmensverkaufes impliziert der ressourcenorientierte Ansatz die vorrangige Berücksichtigung dieser Ressourcen, insbesondere in der Initiierungs-, Analyse- und Konzeptionsphase in Form einer ressourcenorientierten Beurteilung des gesamten Unternehmens, sowie Festlegung und Bewertung der Verkaufsobjekte durch Annahme einer ressourcenlastigen Perspektive.

Diese Überlegungen basieren jedoch auf einer problematischen Annahme und einseitigen Betrachtung und Würdigung dieser einzigartigen Eigenschaft der fokussierten distinktiven Ressourcen. Zwar trifft der ressourcenorientierte Ansatz keine explizite Annahme zur Rationalität und zum Entscheidungsverhalten der Entscheidungsträger. Dennoch lassen sich Hinweise auf eine implizite Zugrundelegung einer eingeschränkten Rationalität der Wirtschaftssubjekte erkennen, wie die ausschließliche Ausrichtung der

¹²⁵ Mahoney/Pandian (1992), S. 368.

¹²⁶ Vgl. Rasche (1994), S. 397 und S. 402; Wirtz (2003), S. 43; Rasche/Wolfrum (1994), S. 511; Müller/Stevens/Lechner (2005), S. 359; Thiele (1997), S. 43 und S. 64; Börner (2000b), S. 690.

unternehmerischen Bestrebungen auf Effektivität und Effizienz als ökonomische Ziele.¹²⁷

Im Rahmen der ökonomischen Rationalität werden durchaus Unsicherheiten bei der Informationsbeschaffung und -verarbeitung sowie Abweichungen in den kognitiven Fähigkeiten der Wirtschaftssubjekte berücksichtigt. Vernachlässigt werden gleichwohl entscheidungsrelevante, persönliche Interessen und andere Motive der Akteure. Nur die Prämisse der eingeschränkten Rationalität erlaubt dem Entscheidungsträger distinktive Ressourcen und Kernkompetenzen zu identifizieren, zu verteidigen und an neue Herausforderungen anzupassen. Eine Erweiterung der ökonomischen Rationalität um die persönliche Motivlage des Entscheidungsträgers stellt den ressourcenorientierten Ansatz vor ein Umsetzungsproblem.

Tatsächlich jedoch besteht eine Beeinflussung der Entscheidungsfindung durch die persönlichen Ziele und Motive der beteiligten Akteure. Diese Beeinflussungen führen zu einem von den im ressourcenorientierten Ansatz dargestellten Wirkungszusammenhängen und Schlussfolgerungen abweichenden Ergebnis. Die einzigartige Ausstattung mit distinktiven Ressourcen, die sich in der Unternehmenskultur und -tradition sowie organisatorisch verankerten Fähigkeiten ausdrückt, resultiert aus einer unternehmensindividuellen Vergangenheitsentwicklung sowie einer historischen Pfadabhängigkeit. Doch gerade diese Einzigartigkeit der Ressource birgt bei der Endogenisierung der Motivstruktur und der persönlichen Interessenlage der Entscheidungsträger neben ihrem strategischen Faktor auch erfolgsbedrohende Gefahren in sich.¹²⁸

Gerade die Normen und Werte im Unternehmen sowie seine Geschichte und Tradition, eben diese im Rahmen des ressourcenorientierten Ansatzes zu den Eckpfeilern der distinktiven Ressourcen und letztendlichen Wettbewerbsvorteile erklärten unternehmensspezifischen Eigenschaften begünstigen nicht nur eine suboptimale Ressourcenauswahl und -allokation, sondern stellen darüber hinaus eine wesentliche Gefahrenquelle dar.¹²⁹

Die ökonomische Angreifbarkeit des Unternehmens kann auch als Folge eines unter-

¹²⁷ Vgl. Oliver (1997), S. 698-700. Eine ausführliche Diskussion über die Verhaltens- und Entscheidungsstruktur sowie Motive der Entscheider im Rahmen des ressourcenorientierten Ansatzes findet sich bei Freilling (2001), S. 85-91.

¹²⁸ Vgl. Oliver (1997), S. 702.

¹²⁹ Vgl. diMaggio/Powell (1991), zitiert nach Oliver (1997), S. 702; Powell (1991), zitiert nach Oliver (1997), S. 702.

nehmenswert- und traditionsbedingten Willensdefizits der Entscheidungsträger bei der Durchführung einer ökonomisch notwendigen Erweiterung und Anpassung des aktuellen Ressourcenportfolios betrachtet werden. Diese mangelnde Bereitschaft zur Veränderung ist vor allem auf persönliche Interessen und Motive zurückzuführen.¹³⁰

Im Mittelpunkt einer verhaltenswissenschaftlichen Betrachtung stehen Cognitive Sunk costs (CSC), als mit einer Veränderung der Gewohnheiten und Routinen verbundenen sozialen und psychischen Kosten, die Unternehmen davon abhalten, ökonomisch realisierbare Alternativen zu evaluieren.¹³¹ Sie gelten deshalb als Ursache für die mangelnde Bereitschaft zur Unterstützung von notwendigen Veränderungen. Unter CSC lassen sich z. B. Kosten subsumieren im Zusammenhang mit Ängsten der Mitarbeiter vor Aneignung und Auseinandersetzung mit neuen Kompetenzen, Ansehens- und Machtverlustängste, auch Hemmnisse des Managements, verankerte Traditionen, Werte und Normen zu durchbrechen.¹³²

So empfiehlt *Kirchler*, dass für das Erreichen optimaler Entscheidungen, im Sinne der im neoklassischen Rationalitätspostulat manifestierten Nutzenmaximierung „[...] Rituale, Symbole und Mythen, die das gemeinsame Tun und damit die Entscheidungen determinieren“¹³³, aufgedeckt und eliminiert werden sollten. Eben diese scheinbar vorteilhaften unternehmensspezifischen Routinen und Gewohnheiten schränken bei Berücksichtigung der persönlichen Motivstruktur der betroffenen Wirtschaftssubjekte die Handlungsmöglichkeiten und die Wahlfreiheit ein. Sie fördern nicht nur einen die Wettbewerbsvorteile vernichtenden Stillstand, sondern verkehren auch ihre positive Wirkung ins Gegenteil. So führen die Stagnation auf einem bestimmten Entwicklungsniveau und die Ausrichtung der Entscheidungen an Werten und Normen zur Durchsetzung persönlicher Ziele und allgemeiner Konfliktvermeidung im Unternehmen zu einem Verlust strategischer Ressourcen und der Wettbewerbsvorteile.

¹³⁰ Vgl. Ginsberg (1994), S. 158.

¹³¹ Vgl. diMaggio/Powell (1991), zitiert nach Oliver (1997), S. 702; Powell (1991), zitiert nach Oliver (1997), S. 702. Kollmann/Kuckertz/Lomberg (2007), S.42 zeigen in einer empirischen Untersuchung die Wertigkeit eines sozialen Bedürfnisses und eines Bedürfnisses im Zusammenhang mit der Arbeit selbst. Aus Sicht der befragten Mitarbeiter eines mittelständischen Unternehmens haben diese Bedürfnisse eine größere Bedeutung als beispielsweise ein finanzielles Bedürfnis. Veränderungen sozialer Gewohnheiten und der Arbeit selbst werden damit grundsätzlich entgegengewirkt.

¹³² Vgl. Oliver (1997), S. 702.

¹³³ Kirchler (2003), S. 58.

In diesem Fall stellen die Eigenschaften distinktiver Ressourcen selbst Problemquellen dar, die im Prozess des Unternehmensverkaufes notwendige Veränderungen in der Organisation, in den Einstellungen und im Verhalten der Betroffenen untergraben und letztendlich die Erreichung der Verkaufsziele gefährden können. Darüber hinaus können neben diesen Wollensdefiziten auch entscheidungsrelevante inter- bzw. intrapersonelle Unterschiede im Entscheidungsverhalten zwischen Entscheidungsträgern bzw. eines Entscheidungsträgers im Zeitablauf festgestellt werden.¹³⁴

Mit der Annahme ineffizienter Faktormärkte – ausgedrückt in einer heterogenen Ressourcenausstattung, unvollständiger Ressourcenmobilität und asymmetrischer Informationsverteilung sowie eingeschränkter Rationalität der Wirtschaftssubjekte – räumt der ressourcenorientierte Ansatz Unsicherheiten bei der Informationsverarbeitung ein. Gleichwohl bleiben die angedeuteten Unsicherheiten und Einschränkungen in den kognitiven Fähigkeiten der Entscheidungsträger bei der Bewertung von Wirkungs- und Kausalzusammenhängen unberücksichtigt. Gerade diese Abweichung von rationalem Entscheidungsverhalten stellt den ressourcenorientierten Ansatz als Entscheidungshilfe vor Umsetzungsprobleme.

Eine erfolgreiche Analyse und Bewertung von unternehmerischen Handlungsoptionen auf der Grundlage von tatsächlichem Entscheidungsverhalten einschließlich persönlicher Interessen kann nicht ohne eine konsequente Einbindung von verhaltenswissenschaftlichen und psychologischen Erkenntnissen auskommen. Vor diesem Hintergrund bleibt auch das Nutzenpotential des ressourcenorientierten Ansatzes als Entscheidungshilfe bei der Entscheidung über den Verkauf eines Unternehmens fraglich.

3.2.3 Das Konzept des Parenting Advantage

Nachdem in den vorhergehenden Abschnitten das Erklärungspotential der neueren Strategietheorien des ressourcen- und des marktorientierten Ansatzes für den Unternehmensverkauf in Form des Unternehmens als Ganzes oder eines Unternehmensteils erörtert wurden, soll im Folgenden das Konzept des Parenting Advantage zur weiteren theo-

¹³⁴ Vgl. Amit/Shoemaker (1993), S. 40 und 42f.

retischen Beleuchtung von Unternehmensverkäufen, insbesondere eines Beteiligungsverkaufes, herangezogen werden.

3.2.3.1 Grundlagen

Der Ansatz des Parenting Advantage geht auf eine 1994 veröffentlichte Arbeit der Managementforscher *Campbell/Goold/Alexander* zurück.¹³⁵ Er stellt ein konzeptionelles System zur Schließung einer konzernstrategischen Lücke im Rahmen der kernkompetenzorientierten Überlegungen dar mit dem Ziel, praktische Handlungsempfehlungen für ein wertschaffendes Konzernportfolio auszusprechen.¹³⁶

In diesem Ansatz interessieren Fragestellungen nach Art und Umfang eines effizienten Konzernportfolios sowie elterlicher Betreuung. Die objektbezogene Betrachtung der Begründer dieses Ansatzes richtet sich vornehmlich auf große Mischkonzerne, in denen die übergeordnete Muttergesellschaft gegenüber den in ihrem mehrheitlichen Besitz befindlichen untergeordneten Unternehmen einer sowohl gesetzlichen als auch in eigenem Interesse begründeten Verpflichtung unterliegt, durch aktive Betreuung einen wertschaffenden Einfluss auf diese auszuüben. In diesem Zusammenhang verwenden sie den Terminus „Parenting“, der die Verantwortung der hierarchisch höher positionierten Muttergesellschaft zur Betreuung bzw. zur Versorgung ihrer Tochterunternehmen mit „elterlicher Fürsorge“ manifestieren soll. Durch diese Betreuungsleistung z. B. in Form von Optimierung von Unternehmensplänen und -etats der einzelnen Töchter sowie deren Unterstützung bei teilweise risikoreichen M&A-Transaktionen genießen diese Tochterunternehmen die Vorzüge elterlicher Betreuung („Parenting Advantage“).¹³⁷

Ausgangspunkt des Parenting Advantage-Ansatzes bilden Überlegungen zum Konzern- bzw. Synergieeffekt, der die Möglichkeit zur Effizienzsteigerung durch Konzernierung gegenüber einer Stand-Alone Lösung einzelner Unternehmen beschreibt. Die Nutzung dieser Möglichkeit begründet die Existenz von Konzernen.¹³⁸ Darüber hinaus betonen

¹³⁵ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994); Goold/Campbell (1991), S. 115-117.

¹³⁶ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995b), S. 37.

¹³⁷ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 121.

¹³⁸ Vgl. Heinen (1991), S. 132.

die Begründer dieses Konzepts die Notwendigkeit zur Schaffung eines Mehrwerts durch diesen Verbund im Vergleich zu einem Verbund mit einem Dritteigentümer.¹³⁹ Aus dem Unvermögen des derzeitigen Verbundes resultiert die Gefahr der Entstehung einer sog. Wertlücke als Differenz zwischen dem erzielbaren Marktwert unter einem effizienter betreuenden Alternativeigentümer und dem tatsächlichen Marktwert. Diese Wertlücke infolge unzureichender Wertschaffung rechtfertigt den Verkauf dieser bzw. der betroffenen Verbundeinheiten.

Zur Vermeidung einer Wertlücke wurde ein instrumentelles Analysekonzept erstellt, um Wertschaffungs- und -steigerungspotentiale zu identifizieren und konkrete Handlungsempfehlungen auf der Basis der ermittelten Analyseergebnisse abzuleiten.¹⁴⁰ Die Phasen des Konzeptes können grob in eine Strategieentwicklungs- und -festlegungsphase sowie in eine Implementierungsphase unterteilt werden. Im Mittelpunkt dieses Analysekonzeptes steht die Frage, ob und welche Übereinstimmungen zwischen den Wesensmerkmalen der Mutter- und Tochterunternehmen vorliegen und welche Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Stimmigkeit unternommen werden können bzw. welche Konsequenzen sich aus dieser Analyse für die langfristige Mutter-Tochter-Beziehung ziehen lassen. Für eine Ableitung von Handlungsempfehlungen werden die bisherigen Ergebnisse aggregiert und in einer Matrix visuell dargestellt. In dieser Matrix werden die Wesensmerkmale und das Potential der Einflussnahme des Mutterunternehmens auf das Tochterunternehmen in Abhängigkeit vom Ausmaß der Kompatibilität der Wesensmerkmale des Mutterunternehmens und wesentliche Erfolgsmerkmale des Mutterunternehmens gegeneinander aufgetragen (Abb. 7).¹⁴¹

¹³⁹ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 14; Goold/Campbell (1991), S. 116. Anstelle potentieller Alternativeigentümer wird von den Begründern die Bezeichnung „rival parents“ als Ausdruck für bestehenden Wettbewerb um eine effizientere Versorgung der einzelnen Tochterunternehmen gewählt. Zu den „rival parents“ gehören neben anderen Konzernen auch Investmentgesellschaften und Versicherungen, vgl. Goold/Campbell/Alexander (1995), S. 170f.; Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 122.

¹⁴⁰ Für eine ausführliche Darstellung des von *Campbell/Goold/Alexander* entwickelten Analyse- und Implementierungskonzeptes wird auf ihre Arbeiten insbesondere Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 291-293 und Campbell/Goold/ Alexander (1995a), S. 123-125 verwiesen.

¹⁴¹ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 340.

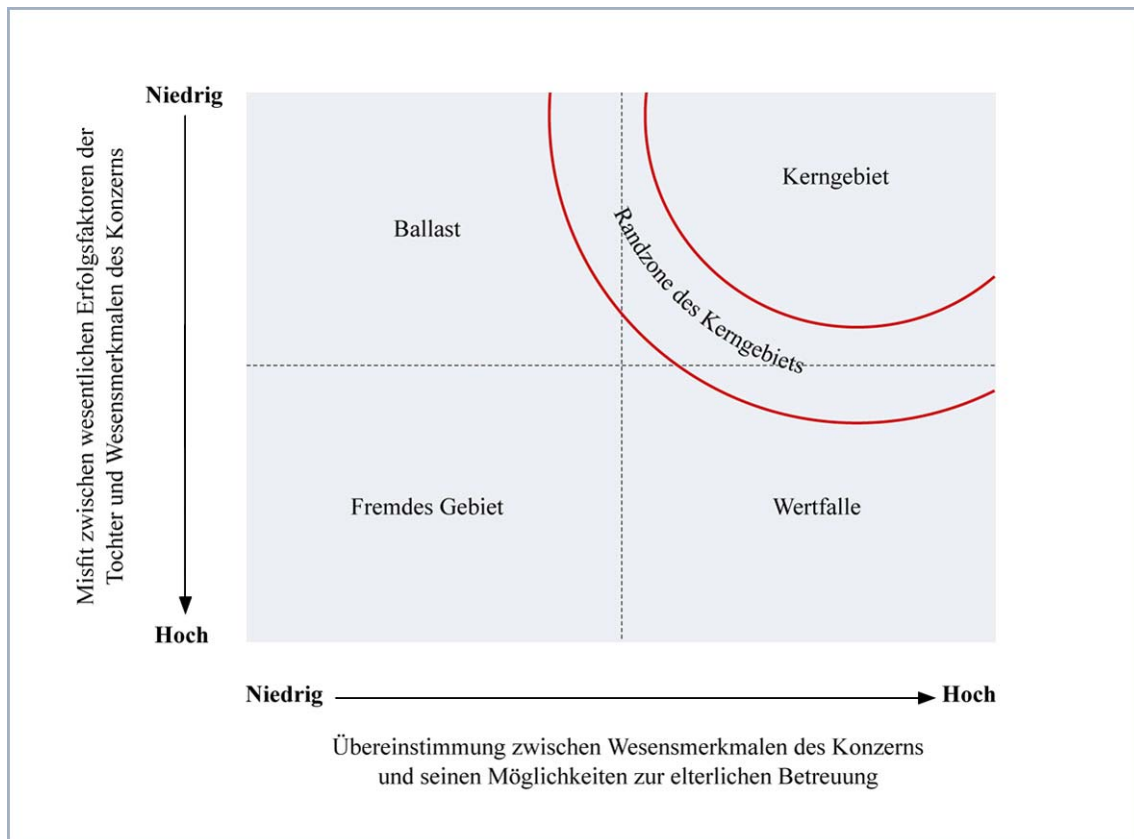


Abb. 7: Matrix zu Portfolio-Management nach Goold/Campbell/Alexander¹⁴²

Für eine Strategieentwicklung werden die Eigenheiten des Mutter- und Tochterunternehmens untersucht und die Übereinstimmungen auch im Vergleich zu einem Alternativeigentümer beurteilt.¹⁴³ Die Analyse der Eigenheiten des Mutterunternehmens umfasst fünf Kategorien, die neben anderen Aspekten auch die geistigen Befindlichkeiten und Kompetenzen der für das Portfoliomanagement verantwortlichen Manager sowie das Ausmaß der übertragenen Verantwortung auf die Manager näher betrachten.¹⁴⁴ Für die Bestimmung der Wesensmerkmale des Tochterunternehmens wird das Mehrwert-schaffungs- bzw. Mehrwertsteigerungspotential des Mutterunternehmens bei der Tochter („Parenting Opportunity“) verifiziert. Dazu werden zukünftige Herausforderungen, mit denen das Tochterunternehmen konfrontiert sein wird, identifiziert und die Einflüsse des Mutterunternehmens auf dieses Tochterunternehmen dokumentiert. Anschließend kann dann die Möglichkeit einer weiteren elterlichen Betreuung beurteilt werden.¹⁴⁵

¹⁴² Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 340.

¹⁴³ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 291.

¹⁴⁴ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 125.

¹⁴⁵ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 123f.

Für die Beurteilung der Übereinstimmung von Mutter- und Tochterunternehmen schlagen die Begründer dieses Konzeptes neben der Erfolgs- und Misserfolgsanalyse sowohl die Analyse der Leistungen sowie des Shareholder Value als auch die Befragung der Manager und die Value-Gap-Analyse vor.¹⁴⁶ Schließlich endet die Phase der Strategieentwicklung nach der Untersuchung des Wertsteigerungspotentials durch einen potentiellen „rival parent“ an dem Tochterunternehmen.¹⁴⁷

Dabei sollte das Hauptaugenmerk des Mutterunternehmens im Rahmen der elterlichen Betreuung auf Unternehmen im Kerngeschäftsfeld mit Entwicklungspotentialen und Besitz bedeutender Erfolgsfaktoren gerichtet werden, um ihnen zugunsten einer effizienten Ressourcenallokation den Vorrang zu gewähren.¹⁴⁸

Ähnliche Einschätzungen lassen sich für Unternehmen in der Randzone des Kerngebietes treffen, auf die das Mutterunternehmen allerdings nicht immer einen wertschaffenden elterlichen Einfluss ausübt. Die Entstehung einer Wertlücke kann das Mutterunternehmen durch eine gezielte Förderung verhindern und das Tochterunternehmen wieder in den Kernbereich überführen.¹⁴⁹

Für Ballastunternehmen bzw. für sog. „Wertfallen“ empfiehlt sich aufgrund ihres geringen Potentials für eine künftige nachhaltige Wertschaffung und wegen der Inkompatibilität ihrer Erfolgsfaktoren mit den restlichen Konzernportfolios ein differenziertes strategisches Vorgehen. In diesen Fällen sind Veränderungen anzustreben, um z. B. durch Verifikation von neuen Möglichkeiten elterlicher Betreuung und zum Abbau mangelnder Übereinstimmungen Voraussetzungen für einen wertschaffenden Konzernverbund zu schaffen. Diese Vorgehensweise schließt auch eine konsequente Trennung dieser Unternehmen von dem Konzernportfolio durch Beteiligungsverkäufe nicht aus.¹⁵⁰

Bei Unternehmen im „fremden Gebiet“ handelt es sich um Veräußerungskandidaten. Bei diesen Unternehmen fehlt nicht nur die Möglichkeit, Werte zu schaffen, sondern sie bergen auch die Gefahr einer langfristigen Wertvernichtung. Für eine grundsätzliche

¹⁴⁶ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 304.

¹⁴⁷ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 306f.

¹⁴⁸ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 129.

¹⁴⁹ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 129f.

¹⁵⁰ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995a), S. 130f.

Handlungsempfehlung konstatieren *Goold/Campbell/Alexander* „[...] the majority of business outside the prospective hearted should be identified as divestment candidates, since they will not represent opportunities for high value creation and parenting advantage“¹⁵¹.

3.2.3.2 Implikationen für einen Unternehmensverkauf

Der Ansatz enthält Implikationen für eine Unternehmensveräußerung in Form eines wesentlichen Beteiligungsverkaufes. Eine Kernaussage¹⁵² des Parenting Advantage-Ansatzes bildet die Verknüpfung der ökonomischen Existenz eines Mutterunternehmens mit ihrer Fähigkeit, durch elterlichen Einfluss auf die mit ihr mittels einer Unternehmensbeteiligung verbundenen Tochterunternehmen wertschaffend und -steigernd einzuwirken. Über dieses Ziel hinaus besteht die Forderung nach Generierung eines erhöhten Mehrwerts gegenüber potentiellen Alternativeigentümern, um die Entstehung einer Wertlücke zu vermeiden. Das Unvermögen des Mutterunternehmens, durch diese und andere Maßnahmen Wertlücken zu schließen bzw. ihre Entstehung zu verhindern, begründet den Verkauf der betroffenen Unternehmensverbundeinheit. Allein eine Veräußerung der wesentlichen Beteiligung an Ballastunternehmen und sogen. „Wertfallen“, insbesondere an Unternehmen in „fremdem Gebiet“, kann eine effiziente - im Sinne einer wertschaffenden und Wertlücken vermeidenden - Ausgestaltung des Konzernverbundes gewährleisten.¹⁵³

3.2.3.3 Kritische Würdigung des Parenting Advantage -Konzeptes

Das Parenting Advantage Konzept von *Campbell/Goold/Alexander* liefert einen wichtigen Beitrag für ein langfristig erfolgreiches Beteiligungsmanagement im Rahmen eines hierarchisch organisierten Mischkonzerns. Dieses Konzept überzeugt insbesondere durch die Instrumente und Verfahren, die die Ableitung konkreter Handlungsempfeh-

¹⁵¹ Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 380.

¹⁵² Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 360, auch zu den Prinzipien/Hauptaussagen des Parenting Advantage-Konzeptes.

¹⁵³ Vgl. Owen/Harrison (1995), S. 140.

lungen für eine wertorientierte Unternehmensstrategie erlauben.¹⁵⁴ Auch die Einbeziehung markt- und ressourcenorientierter Überlegungen vervollständigen dahingehende Lücken in Portfoliodarstellungen.

Allerdings weist auch dieses Konzept einige Schwächen auf: Der erzielte Wertbeitrag des Mutterunternehmens an dem Tochterunternehmen lässt sich nicht quantifizieren, sondern nur an qualitativen Faktoren messen.¹⁵⁵ Dieses Quantifizierungsproblem schlägt sich insbesondere bei der Ergebniskontrolle von Maßnahmen zur Wertschaffung bzw. -steigerung nieder.

Zu bemängeln ist auch die fragliche Qualität und Objektivität der diesem Konzept zugrunde liegenden Einschätzungen der Übereinstimmungen zwischen Mutter- und Tochterunternehmen, da viele Einschätzungen und Entscheidungen auf persönlichen Werten und Instinkten der Entscheidungsträger beruhen.

In dieser Arbeit interessieren jedoch vor allem die Verhaltensannahmen dieses Konzeptes. Eine explizite Prämissenbildung in Bezug auf das Entscheidungsverhalten der beteiligten Manager durch die Verfasser erfolgt allenfalls durch eine oberflächliche Einbeziehung der Erfahrungen und Fähigkeiten sowie die geistigen Befindlichkeiten – Wertvorstellungen, Neigungen und Bestrebungen – der Manager bei der Einschätzung der Eigenheiten der Mutter- und Tochtergesellschaft.¹⁵⁶ Zwar verweisen die Begründer dieses Ansatzes auf die Abhängigkeit der Entscheidungsergebnisse von „Instinkten“, „Launen“ und persönlichen Bindungen von Entscheidungsträgern. Gleichwohl bleibt dieser Verweis jedoch ohne Konsequenzen für die weiteren Überlegungen.¹⁵⁷

Darüber hinaus, und darin ist die Hauptkritik zu sehen, wird die Existenz von erfolgsbestimmenden Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen in Form von Wollens- und Könnensdefiziten weitestgehend von der Betrachtung ausgeschlossen. Dieses Manko schwächt die Aussagekraft der Handlungsempfehlungen. Deshalb liegt die Vermutung nahe, dass die beteiligten Manager in ihrem Bestreben nach Wertschaffung und

¹⁵⁴ Vgl. Kivikko/Leppänen (1995), S. 170.

¹⁵⁵ Vgl. Goold/Campbell/Alexander (1994), S. 43f.

¹⁵⁶ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995b), S. 38 und 42.

¹⁵⁷ Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995b), S. 47-49.

Schließung von Wertlücken ihre Handlungen auf die Erfüllung ihrer ökonomischen Ziele „Effektivität“ und „Effizienz“ ausrichten und somit ökonomisch rational handeln.

Zwar wird auf mögliche Unterschiede der geistigen Befindlichkeiten und persönlichen Erfahrungen der beteiligten Manager hingewiesen. Dennoch bleiben darüber hinausgehende entscheidungsbeeinflussende persönliche Präferenz- und Motivstrukturen sowie kognitive Einschränkungen der Wahrnehmungs-, der Verarbeitungs- und Entscheidungsfähigkeit der Manager unberücksichtigt.

Die Auswirkungen dieser Einschränkungen, die an anderer Stelle noch ausführlich diskutiert werden,¹⁵⁸ finden ihren Niederschlag in einem übersteigerten Optimismus und Selbstüberschätzung. Dieser Optimismus und diese Selbstüberschätzung verleiten die Entscheidungsträger dazu, ihre Möglichkeiten zur zukünftigen Wertschaffung und Vermeidung einer Wertlücke zu über- und gleichzeitig die Fähigkeiten potentieller Alternativeigentümer zu unterschätzen. Zudem bestätigen empirische Arbeiten die Neigung von Entscheidungsträgern zu fehlerhafter Gewichtung von relevanten und nicht-relevanten Informationen sowie zu verzerrter Wahrnehmung und Verarbeitung von Informationen in Abhängigkeit vom Zeitpunkt ihrer Kenntnisnahme.¹⁵⁹

Bei der Identifizierung und der Beurteilung von Übereinstimmungen zwischen Mutter- und Tochterunternehmen besteht als Folge von kognitiven Wahrnehmungsverzerrungen die Gefahr, dass nicht-existente Zusammenhänge irrtümlich angenommen bzw. bestehende Zusammenhänge nicht wahrgenommen werden. Dadurch wird die zutreffende Abschätzung der Möglichkeiten der Muttergesellschaft zur wertschaffenden Einflussnahme auf das Tochterunternehmen erheblich erschwert. Die Neigung von Managern, bereits angefallene Kosten einer Investition bei der Entscheidung über die Fortführung eines Engagements in die Betrachtung mit einzubeziehen, führt zu einer Fehlentscheidung, da eine wertvernichtende Mutter-Tochter-Verbindung aufrechterhalten wird.¹⁶⁰

¹⁵⁸ Vgl. die Ausführungen in Kapitel 4.

¹⁵⁹ Vgl. Nisbett/Zuckier/Lemley (1981), S. 248-277; Klayman/Ha (1987), S. 211-228 und Lord/Ross/Leeper (1979), S. 2098-2109.

¹⁶⁰ Auf die hier nur skizzenhaft dargestellten Abweichungen vom ökonomischen Rationalverhalten wird schwerpunktmäßig in Kapitel 4 eingegangen.

Die Möglichkeit eines Managers, der vornehmlich seine persönlichen Interessen verfolgt, entscheidungsrelevante Informationen zu beeinflussen, stellt die Qualität der weitergeleiteten Informationen als Grundlage für die weiteren Einschätzungen in Frage.¹⁶¹

Insgesamt tragen alle diese hier zunächst skizzenhaft dargestellten Neigungen, Wahrnehmungsverzerrungen sowie Irrationalitäten bei der Informationsverarbeitung zu folgenschweren Entscheidungen bei. Deshalb werden die Einschätzung und die Überführung der Ergebnisse in ein Gesamtportfolio sowie die erfolgreiche Ableitung von Handlungsempfehlungen als problematisch eingestuft.

Auch das im Rahmen dieses Ansatzes vorgestellte Instrument der „Erfolgs- und Misserfolgsanalyse“¹⁶² zur Bestätigung der Einschätzungen und Überprüfung der Urteilsfähigkeit der Konzernführung wird in dieser Arbeit bezweifelt. So hängt der Erfolg oder Misserfolg von großen Projekten, z. B. der Unternehmenskauf und -verkauf, Produkteinführungen und andere Investitionen, von einer Vielzahl von Erfolgsfaktoren ab, so dass der Versuch der eindeutigen Identifizierung bestimmter Ursachen scheitern muss.

Vor dem Hintergrund dieser Mängel werden die Implikationen des Parenting-Advantage-Konzeptes für den Unternehmensverkauf als geringfügig eingeschätzt. Deshalb kann seine Anwendung einer verzögerten Verkaufsentscheidung nicht verhindern.

3.3 Zusammenfassung

Die Ansätze aus den Bereichen der Neuen Institutionenökonomik und Strategieforschung sowie des Parenting-Advantage-Konzeptes genießen in der wissenschaftlichen Literatur viel Zuspruch und Aufmerksamkeit. Es wurde untersucht, ob diese Ansätze bei Unternehmensverkäufen, insbesondere bei der Entscheidung zum Verkauf eines Unternehmens, eine Hilfestellung bieten. Im Rahmen dieser Arbeit konnten eine Reihe von

¹⁶¹ Die Verfasser weisen durchaus auf die Möglichkeit der Beeinflussung von Entscheidungen durch persönliche Präferenzen und Bindungen der obersten Entscheidungsträger hin, vernachlässigen aber gleichwohl, dass in den vorgelagerten Einschätzungen der beteiligten Manager ebenfalls persönliche Motive und Präferenzen in die jeweiligen Beurteilungen einfließen, vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995b), S. 48.

¹⁶² Vgl. Campbell/Goold/Alexander (1995b), S. 43.

Erklärungslücken dargestellt werden, die ihre erfolgreiche Anwendung auf Unternehmensverkäufe als Entscheidungshilfen in Frage stellen. Im Mittelpunkt stehen dabei die den Ansätzen zugrunde gelegten Annahmen (Abb. 8).

	Transaktionskostenansatz	Prinzipal-Agent-Ansatz	Marktorientierter Ansatz	Ressourcenorientierter Ansatz	Parenting-Advantage Konzept
Annahme	<ul style="list-style-type: none"> Eingeschränkte Rationalität Opportunismus 	<ul style="list-style-type: none"> Opportunismus Risikoaversion 	<ul style="list-style-type: none"> Rationalität 	<ul style="list-style-type: none"> Eingeschränkte Rationalität 	<ul style="list-style-type: none"> Eingeschränkte Rationalität
Problem	Fragliche objektive Erfassbarkeit von Transaktionskosten	Tatsächlich kein Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent	Könnens- und Wollensdefizite	Veränderungshemmnisse aufgrund distinktiver Ressourcen	Könnens- und Wollensdefizite

→ Mangelnde Berücksichtigung menschlicher Bedürfnisse und psychologischer Irrationalitäten sowie ihre Auswirkungen auf das Verhalten von Entscheidungsträgern

Abb. 8: Ergebnis der verhaltenswissenschaftlichen Betrachtung ausgewählter Erklärungsansätze¹⁶³

So stellen die Schlussfolgerungen und Annahmen der Ansätze selbst nicht das Problem dar, da die Schlussfolgerungen nur im Rahmen dieses Annahmengebäudes ihre Gültigkeit besitzen. Diese Ansätze können deshalb nicht genutzt werden, da ihr Annahmengebäude das Szenario einer verzögerten Verkaufsentscheidung nicht einschließt. Darum können diese Ansätze weder die entscheidungsrelevanten Könnens- und Wollensdefizite noch die Ursachen einer verzögerten Verkaufsentscheidung ausreichend erklären. Aufgrund des in diesen Ansätzen unterstellten Idealzustands, insbesondere im Hinblick auf die Fähigkeiten des Entscheidungsträgers, kann es zu keiner Verschleppung einer Verkaufsentscheidung kommen.

Deshalb konzentriert sich die Analyse verzögerter Unternehmensverkaufsentscheidungen nachfolgend auf Ansätze, die auch Abweichungen von diesem Idealzustand thematisieren.

¹⁶³ Eigene Darstellung.

4 Psychische Verhaltensanomalien im Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten von Entscheidungsträgern im Rahmen von Unternehmensverkäufen

4.1 Behavioral Finance: Idee und Zielsetzung

4.1.1 Das Problem der Rationalitätsannahme

Die Erklärungsansätze der Neuen Institutionenökonomie und der neueren Strategieforschung werden in dieser Arbeit als problematisch in Bezug auf die implizit oder explizit zu Grunde gelegten Annahmen beurteilt. Das Setzen von Prämissen kann zur Komplexitätsreduzierung und zur Abgrenzung des Untersuchungsinteresses im Rahmen einer spezifischen Problemidentifizierung und -lösung durchaus sinnvoll, erforderlich und damit unmöglich falsch sein. Vor allem zeichnen sich Annahmen durch ihre Zweckmäßigkeit aus. Im Mittelpunkt der kritischen Würdigung der ökonomischen Ansätze stehen die Konsistenz der Modellierungen und deren Zielsetzungen.

Bei der Analyse des Entscheidungsverhaltens sind zwei Fragestellungen möglich, die unterschiedliche Zielsetzungen verfolgen:¹⁶⁴

1. Zum Einen kann die Beschreibung des tatsächlichen und beobachtbaren Entscheidungsverhaltens von Individuen im Mittelpunkt stehen. Gegenstand der Untersuchung ist dann die faktische Vorgehensweise eines Entscheidungsträgers bei der Problemidentifizierung und -lösung. Frage: Wie sieht das Entscheidungsverhalten tatsächlich aus?
2. Zum Anderen kann die Konzeption von rationalem Verhalten und Entscheidungen interessieren. Gefragt wird dann nach dem idealtypischen Entscheidungsverhalten eines rationalen Entscheidungsträgers in bestimmten Entscheidungssituationen bei definiertem Ziel. Frage: Wie sollte eine rationale oder optimale Entscheidung aussehen?

¹⁶⁴ Vgl. Bamberg/Coenenberg (2004), S. 1-5; Mag (1990), S. 4.

Während die erste Fragestellung den Untersuchungsgegenstand der deskriptiven Entscheidungstheorie darstellt, gehört der zweite Aspekt in das Forschungsgebiet der präskriptiven (normativen) Entscheidungstheorie.

In ihrer allgemeinsten Auslegung geht die Rationalitätsannahme nur von dem Vorliegen eines widerspruchsfreien Zielsystems und eines zielkonformen Verhaltens des Entscheidungsträgers aus.¹⁶⁵ Der von der neoklassischen Theorie geprägte Rationalitätsbegriff umfasst insbesondere folgende drei Eigenschaften eines Entscheidungsträgers:

1. Es wird ein bewusstes, begründbares und fehlerloses Entscheidungsverhalten eines Entscheidungsträger beschrieben, welches ihm bei einer gegebenen Präferenzstruktur und vorhandenen Ressourcen erlaubt, diejenige Handlung unter mehreren Handlungsalternativen auszuwählen, die seinem Nutzenmaximierungsbestreben genügt.¹⁶⁶ Damit wird Rationalität als Verhaltensmaxime und die Maximierung des Nutzens als Ziel verstanden.¹⁶⁷
2. Der Umgang des rationalen Entscheidungsträgers mit der Information als wesentlichem Bestandteil des Entscheidungskalküls erfolgt aufgrund der postulierten unbeschränkten Denk-, Aufnahme- und Verwertungsfähigkeit regelmäßig fehlerlos. Diese kognitive Überlegenheit versetzt ihn in die Lage, die Gesamtheit der verfügbaren Informationen vollständig und unverzerrt wahrzunehmen, zu verwerten und schließlich richtig zu entscheiden.
3. Eine weitere Eigenschaft rationalen Verhaltens besteht in der Fähigkeit des Entscheidungsträgers, die Entscheidung unter Ausschluss von emotionalen Einflüssen und persönlichen Bedürfnissen wie z. B. Gier, Angst, Selbstbestätigung sowie Macht-, Harmonie- und Kontrollwünschen zu treffen. Dieses Entscheidungsverhalten entspricht dem rationalen Maximierungs- und Entscheidungskalkül des Modells des homo oeconomicus.

¹⁶⁵ Vgl. Bamberg/Coenenberg (2004), S. 1-5; Mag (1990), S. 3.

¹⁶⁶ Vgl. Rabin (2002), S. 660.

¹⁶⁷ Vgl. Kirchler (2003), S. 20.

Diese recht weitläufige Beschreibung erfordert jedoch für eine weitere Untersuchung die Operationalisierung dieses Rationalitätsbegriffs.

Zu 1:

Bei der erstgenannten Eigenschaft ist für eine zweckgerichtete Verwendung des Rationalitätsbegriffes eine Auseinandersetzung mit dem Ziel bzw. Nutzen notwendig. Rationales Verhalten setzt eine stetige und logische Konsistenz des Handelns entsprechend dem Zielsystem voraus und entspricht dem Entscheidungsparadigma der Erwartungsnutzentheorie zur Beschreibung des rationalen Entscheidungsverhaltens.¹⁶⁸

Darüber hinaus wird zwischen einer formalen und substantiellen Rationalität differenziert. Während bei der Beurteilung eines formal rationalen Entscheidungsverhaltens vor allem die richtige Auswahl des Problemobjektes und die Angemessenheit der Aktivitäten im Problemlösungsprozess mit Hinblick auf widerspruchsfreie Ziele und Präferenzen des Entscheidungsträgers interessieren, kommt es bei der Bewertung eines substantiell rationalen Verhaltens aufgrund eines restriktiven Entscheidungsspielraums lediglich auf die Übereinstimmung der Handlungen mit den Vorgaben an.¹⁶⁹

Damit rückt das Ziel bzw. der Nutzen selbst in den Mittelpunkt der Betrachtung. Da der Rationalitätsbegriff nach dem Modell des homo oeconomicus keine Emotionen und persönliche Interessen beinhaltet, interessiert in der neoklassischen Theorie in erster Linie die formale Rationalität.

Im Rahmen dieser Arbeit, die den Entscheider auch als Träger von Emotionen und individuellen Bedürfnissen versteht, spielt das mit seinen Handlungen und Entscheidungen verfolgte Ziel eine große Rolle. In dieser Arbeit wird das Verhalten eines Individuums in Abhängigkeit von seiner Rolle und dem Kontext der Entscheidungsfindung als rational eingestuft. Das Verhalten eines Entscheidungsträgers in einem Unternehmen, der

¹⁶⁸ Vgl. Laux (2003), S. 3. Für eine ausführliche Darstellung der Erwartungsnutzentheorie wird u.a. auf Eisenführ/Weber (2003), S. 211-222; Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 203-216 verwiesen. Eine kritische Auseinandersetzung und ein Überblick über die in der Literatur vorgeschlagenen Erweiterungen findet sich u.a. auch in Lehner (1996), S. 142-144 und Thießen (1993), S. 157-174. Vgl. auch Abschnitt 4.2.2.3.

¹⁶⁹ Vgl. Bamberg/Coenenberg (2004), S. 3.

sich in seiner Rolle als Manager dazu verpflichtet hat, seine Handlungen auf die Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten, gilt demnach als rational, wenn seine Handlungen und Entscheidungen auch nur der Erreichung dieses ökonomischen Ziels dienlich sind. Handlungen, die auf seine persönlichen Ziele und Bedürfnisse abzielen, können nach dem Verständnis dieser Arbeit nicht als rational beurteilt werden. Diese Betrachtung schließt keineswegs Emotionen und Bedürfnisse eines menschlichen Entscheidungsträgers aus. Sie stellt bei der Bewertung eines Verhaltens als rational ausschließlich das Ziel der Entscheidung und Handlungen in den Mittelpunkt, nämlich die Unternehmenswertsteigerung. Rationalität bedeutet in dieser Arbeit in erster Linie eine substantielle Rationalität und als eine hinreichende Bedingung eine formale Rationalität.

Zu 2.

Im Rationalitätsverständnis der neoklassischen Theorie sind insbesondere durch *Simon* zahlreiche Unregelmäßigkeiten aufgedeckt und durch sein wegweisendes Verhaltensmodell der „bounded rationality“ („eingeschränkte Rationalität“) nachgebessert worden.¹⁷⁰ Die Kritik *Simons* an dem neoklassischen Rationalitätsverständnis richtet sich hauptsächlich gegen die neoklassische Unterstellung einer unbeschränkten Denk- und Rechenkapazität des Entscheidungsträgers und die darauf aufbauenden Schlussfolgerungen und Ergebnissen. Gerade die Beschränkungen der kognitiven Fähigkeiten des Menschen stellen ihn bei dem Versuch der Bewältigung der in der Neoklassik postulierten Entscheidungs- und Verhaltensprinzipien und -regeln sowie der geforderten Beachtung der abgeleiteten Handlungsempfehlungen vor unlösbare Herausforderungen und begründen die Notwendigkeit der grundsätzlichen Überholung der neoklassischen Rationalitätsannahmen. Damit überfordert die Komplexität von wirtschaftlichen Zusammenhängen und Problemstellungen die kognitive Leistungskapazität, so dass dem im Rahmen der Rationalitätsprämisse zu Grunde gelegten Optimierungs- bzw. Maximierungskalkül nicht Rechnung getragen werden kann.

¹⁷⁰ Vgl. Simon (1955); Simon (1979a); Simon (1979b); Simon (1993). Kritik am neoklassischen Rationalitätsverständnis üben auch Kapp (1967); Kirchler (2003), S. 20f und S. 47-53 mit jeweils weiteren Nachweisen. Vgl. auch Mullainathan/Thaler (2000), S. 4. Mullainathan/Thaler weisen auf zwei weitere problematische Modellvorgaben der neoklassischen Theorie hin: die uneingeschränkte Willenskraft und die unbegrenzte Eigennützigkeit von Wirtschaftssubjekten. Für eine Auseinandersetzung mit dem Begriff der Rationalität in der psychologischen und der ökonomischen Theorie wird auf Simon (1986) verwiesen.

Damit bleibt der tatsächliche menschliche Entscheidungs- und Handlungsspielraum bei komplexen Entscheidungssituationen innerhalb der Grenzen eingeschränkter Rationalität und innerhalb des kognitiven Erfassungs- und Leistungsrahmens. Als Konsequenz dieser Neubetrachtung ergibt sich die Notwendigkeit, die Maximierungshypothese umzuwandeln und die Annahme zeitlich unbegrenzter Stabilität der Präferenzen in ein Modell zufriedenstellender Entscheidungen („Satisficing-Strategy“) einzupassen.¹⁷¹ Dadurch wird der Entscheidungsträger von dem Druck, unter allen Umständen nutzenmaximierende Entscheidungen treffen zu müssen, entlastet und „nur“ zur Ausrichtung seiner Entscheidungen auf eine für ihn subjektiv „gute“ Lösung, aber nicht notwendigerweise optimale oder nutzenmaximierende Alternative angehalten.¹⁷²

Zu 3.

Der Ausschluss emotionaler Einflüsse und persönlicher Bedürfnisse stellt im Rahmen dieser Arbeit, die sich mit dem tatsächlichen Verhalten von Entscheidungsträgern beschäftigt, keine Annahme dar. Die Einbeziehung verhaltenswissenschaftlicher und psychologischer Aspekte entspricht der Betrachtungsweise der deskriptiven Entscheidungstheorie. Die Zielsetzungen dieser Theorie liegen in der Abbildung und Erklärung des real beobachtbaren Entscheidungsverhaltens von Entscheidungsträgern und der Ableitung von Handlungsempfehlungen.¹⁷³ Dabei werden der Analyse keine Entscheidungs- und Verhaltensprämissen als Voraussetzungen vorangestellt, sondern als Gegenstand der Untersuchung in den Mittelpunkt des Forschungsinteresses gerückt.

Die Ausblendung von Emotionen und persönlichen Bedürfnissen gleicht einer Enthumanisierung des menschlichen Entscheidungsträgers, die darin besteht, dass wesentliche, wenn nicht gar die eigentlichen Problemfelder einschließlich der tatsächlich interessanten Handlungsempfehlungen ausgegrenzt bzw. ignoriert werden. Dabei kann es nicht ausreichen, sich auf die Konsistenz zu verlassen oder unrealistische Handlungsempfehlungen für tatsächlich existente Entscheidungssituationen auf der Grundlage

¹⁷¹ Vgl. Simon (1979b), S. 500-502.

¹⁷² Vgl. Kirchler (2003), S. 53.

¹⁷³ Vgl. Camerer/Loewenstein (2004), S. 1.

restriktiver Annahmen auszusprechen. Damit wird in gewisser Weise das eigentlich zu lösende Problem ausgeblendet.

Diese Erweiterung des Beobachtungsobjekts um den tatsächlichen Umgang mit Informationen und persönlichen Bedürfnissen ist nicht nur sinnvoll, sondern auch deshalb konsequent und auch konsistent, da sich eben aus ihrer gezielten Betrachtung im Vorfeld der Entscheidungsfindung konkrete Anhaltspunkte für die Prognose und Erklärung der Entscheidungsfindung ableiten lassen.

Vor diesem Hintergrund wird in dieser Arbeit unter Irrationalität ein Verhalten oder eine Entscheidung eines Entscheidungsträgers verstanden, dessen Handlungen nicht substantiell rational sind, sondern erheblich von seinen Emotionen und persönlichen Bedürfnissen oder anderen kognitiven Beschränkungen gelenkt werden. Dieses gilt unabhängig davon, ob gleichwohl eine formale Rationalität vorliegt. Maßgeblich für den hier verwendeten Rationalitätsbegriff ist eine Zielkonsistenz, die auch in der neoklassischen Theorie vorangestellt wird. Nur werden in dieser Arbeit individuelle Gefühlslagen und Bedürfnisse nicht definitorisch ausgeblendet, sondern explizit in die Betrachtung mit einbezogen.

4.1.2 Grundlagen und Zielsetzung der Behavioral Finance

Der Versuch, Prozesse wirtschaftlichen Handelns auf Märkten mit Hilfe der klassischen Finanzierungstheorie zu erklären, trifft auf unüberwindbare Grenzen. So kann die Finanzierungstheorie viele Finanzmarktreaktionen und -phänomene sowie Fehlentwicklungen unternehmerischer Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen nicht schlüssig erklären.¹⁷⁴ Die Hauptursache für diese geringe Reichweite ist in dem Postulat der eingeschränkten Rationalität zu sehen.¹⁷⁵ Ihre Konsequenz liegt darin, dass durch diese Einengung des Betrachtungswinkels ihre Anwendung auch nur auf diese ausgewählten Rahmenbedingungen begrenzt ist und deshalb außerhalb dieser Problemstellungen ihre Gültigkeit verliert.

¹⁷⁴ Vgl. Behavioral Finance Group (2000), S. 311f; Zayer/Hirsch (2006), S. 647.

¹⁷⁵ Vgl. Pelzmann (2006), S. 4f.

Eine Theorie, die es sich zum Ziel setzt, ökonomische Fragestellungen und Entscheidungsverhalten zu durchleuchten und verwertbare Handlungsempfehlungen auszusprechen, kann somit nicht ohne die Einbeziehung menschlichen Entscheidungsverhaltens und der dieses Verhalten determinierenden Einflussfaktoren auskommen. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn es sich bei dem Entscheider um einen menschlichen Entscheidungsträger handelt.

Aufgrund der Diskrepanzen zwischen dem eingeschränkten Erklärungsvermögen dieser theoretischen Modelle und dem tatsächlichen Marktgeschehen hat sich die aus dem angloamerikanischen Bereich stammende Behavioral Finance Theorie etabliert. Dabei sieht sich diese verhaltenswissenschaftlich orientierte Finanzmarktdisziplin nicht als Ersatz, sondern versteht sich als Erweiterung und Weiterentwicklung der modernen Finanzierungstheorie.¹⁷⁶ Sie basiert vor allem auf den Überlegungen, dass „die Anomalien zu verbreitet sind, um ignoriert zu werden, zu systematisch, um als zufällige Abweichungen zu gelten, und zu fundamental, um durch geringe Abschwächungen der Rationalitätsannahmen erklärt zu werden“¹⁷⁷. Das Ziel dieser neuen Forschungsrichtung besteht in der unverzerrten Abbildung des menschlichen Entscheidungsverhaltens, indem Erkenntnisse über psychisch bedingte Anomalien und Irrationalitäten in individuellen Entscheidungsprozessen auf ökonomische Zusammenhänge angewendet werden.

Im Fokus der Betrachtung stehen damit Abweichungen vom Rationalitätsverhalten aufgrund kognitiver Beschränkungen und in persönlichen Bedürfnissen begründete Einflussfaktoren auf das Entscheidungsverhalten. Somit vereint die Behavioral Finance psychologische und ökonomische Denkansätze und Erkenntnisse. Im Rahmen der Behavioral Finance interessieren insbesondere folgende Fragestellungen:

- Welche Auswirkungen hat die Psyche eines Entscheidungsträgers auf die ökonomische Entscheidungsfindung und auf die Finanzmärkte?

¹⁷⁶ Vgl. Behavioral Finance Group (2000), S. 312.

¹⁷⁷ Tversky/Kahneman (1986), S. 68, zitiert nach Langer (1999), S. 171; Barber/Odean (1999), S. 41; Akerlof/Yellen (1987), S. 140.

- Was geschieht auf den Märkten, in denen Wirtschaftssubjekte agieren, die in unterschiedlicher Intensität menschlichen Beschränkungen und Komplikationen unterliegen?¹⁷⁸
- Wodurch verändert sich das Risikoverhalten von Entscheidungsträgern, und welche Einflussfaktoren auf die Risikobereitschaft können identifiziert werden?

Im Gegensatz zur neoklassischen Theorie verzichtet die verhaltenswissenschaftliche Denkrichtung zugunsten einer Untersuchung des tatsächlichen Entscheidungsverhaltens von Entscheidungsträgern auf Annahmen zu der kognitiven Denk- und Leistungsfähigkeit und emotionalen Involvierung des Entscheiders auch bei Unternehmensentscheidungen. Gerade die Endogenisierung dieser im Rahmen der klassischen Finanzierungstheorie ausgeblendeten Abweichungen vom rationalen Verhalten stellt den eigentlichen Gegenstand der Untersuchung dar.

Die Hauptmotivation der Behavioral Finance besteht nicht in der kompromisslosen Verwerfung der klassischen Rationalitätsannahme und in der Konstruktion eines über das Konzept der eingeschränkten Rationalität hinausgehenden Modells. Es kann durchaus rational sein Heuristiken, sog. Daumenregeln, anzuwenden. Beispielsweise ist ihre Verwendung in bestimmten, insbesondere komplexen Entscheidungssituationen, wie sie sich bei Unternehmenstransaktionen einstellen, bei Vorliegen nur unzureichender Informationen und unverhältnismäßig hohen Informationskosten sinnvoll.¹⁷⁹

Auch Fehler infolge beschränkter Rationalität von Entscheidungsträgern sind nicht regelmäßig für das Entscheidungsergebnis bedeutsam und deshalb auch nicht unbedingt problematisch. Unerheblich sind Fehler im Entscheidungsverhalten dann, wenn es sich bei ihnen um zufällige und voneinander unabhängig auftretende Fehler handelt, die regelmäßig von Marktkräften korrigiert werden oder sich gegenseitig im Aggregat aufheben und damit ohne Auswirkungen auf kollektive Marktergebnisse und das Marktgeschehen bleiben.¹⁸⁰ Somit kann nicht jedes menschliche Verhalten Grundlage einer allgemeinen Finanzierungstheorie sein.

¹⁷⁸ Vgl. Mullainathan/Thaler (2000), S.1.

¹⁷⁹ Vgl. Arlen (1998), S. 1787f.; Jolls/Sunstein/Thaler (1998), S. 1471.

¹⁸⁰ Vgl. Hogarth/Reder (1986), S. 5f. Fiedman (1953), zitiert nach Wiswede (2007), S. 27; Fama (1998), S. 283-306; Fama (1965), S. 34-105 argumentieren, dass auch systematische Abweichungen bei der Bewertung von Informationen bei (Gruppen)-Entscheidungen unproblematisch seien, da diese Fehler regel-

Die Verwendung von Heuristiken und die Existenz eingeschränkter Rationalität sind deshalb problematisch, weil sie zu systematischen Fehlern führen und nicht durch Marktkräfte verschwinden oder sich gegenseitig aufheben. Ihre Verwendung bedarf daher einer eingehenden Untersuchung. Das Auftreten von systematischen Abweichungen bei ökonomischen Entscheidungsprozessen bedeutet, dass entscheidungsbeeinflussende Informationen und Zusammenhänge regelmäßig und konsistent über- oder unterproportional stark oder schwach wahrgenommen, verarbeitet und gespeichert werden und damit unweigerlich in fehlerhaften Entscheidungen münden.¹⁸¹ Solche immer wiederkehrenden Verhaltensmuster und –abläufe, insbesondere in Form von systematischen Abweichungen, sog. biases, deren Ursprung in der Psyche des Menschen zu finden sind, stehen bei der Behavioral Finance im Mittelpunkt der Betrachtung mit dem Ziel, sie aufzudecken, ihre Ursachen zu analysieren sowie ihre Wirkungsweise und Wechselwirkungen darzustellen.

Der wesentliche Erfolg der Behavioral Finance liegt in der Möglichkeit der Erklärung von Marktgeschehen und -phänomenen, die die traditionellen Theorien nicht widerspruchsfrei erklären können, indem neben ökonomischen Größen auch menschliche Verhaltensweisen kombiniert betrachtet werden.¹⁸² So können abweichend von dem in der neoklassischen Rationalitätsannahme postulierten monetären Nutzenmaximierungsziel weitere menschliche, nicht wirtschaftlich motivierte Beweggründe, wie z. B. eigennütziges Interesse,¹⁸³ für wirtschaftliches Handeln identifiziert werden, die über die Grenzen der neoklassischen Theorien hinausgehende Schlussfolgerungen erlauben.

Barberis/Thaler werten die Erkenntnis, dass in der Interaktion zwischen rationalen und irrationalen Marktteilnehmern Irrationalität einen spürbaren und langfristigen Einfluss

mäßig von rationalen Marktteilnehmern erkannt und durch die wirtschaftliche Ausnutzung dieser Fehlbewertung temporäre Ungleichgewichte ausgeglichen und die Markteffizienz langfristig wieder hergestellt würde. Allerdings muß diese Auffassung nicht nur wegen der unterstellten Rationalitätsannahmen und der damit einhergehenden Ausblendung kognitiver Beschränkungen, sondern auch deshalb abgelehnt werden, weil es sich weniger um eine Korrektur als um die Ausnutzung eines Informationsvorsprungs im Zuge des allgemeinen wirtschaftlichen Handelns handelt. Darüber hinaus zeigen Untersuchungen, dass man nicht davon ausgehen kann, dass diese Fehlbewertungen regelmäßig von anderen Marktteilnehmern erkannt werden, vgl. Poterba/Summers (1988), S. 54. Es ist sogar mit der Verstärkung der davon ausgehenden Effekte zu rechnen. Zu den unterschiedlichen Auffassungen vgl. auch Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 348f.; Oberlechner (2003), S. 65.

¹⁸¹ Vgl. Korobkin/Ulen (2000), S. 1085.

¹⁸² Vgl. Rabin (1998), S. 11; Rabin (2002), S. 658.

¹⁸³ Vgl. Mullainathan/Thaler (2000), S. 6.

auf die Preisbildung hat, als einen großen Erfolg der Behavioral Finance.¹⁸⁴ Darüber hinaus lassen sich aus den im Rahmen dieser Forschungsrichtung aufgedeckten Anomalien und ihrer Wirkung Prognosen über das Verhalten anderer Marktteilnehmer und die Entwicklungen ökonomischer Prozesse auf den verschiedenen Märkten und in Unternehmen ableiten. Da die psychischen Anomalien und Irrationalitäten systematisch auftreten, ermöglicht gerade diese Systematik, verwertbare Schlussfolgerungen über das zukünftige Entscheidungsverhalten anderer Marktakteure zu ziehen. Die Kenntnis dieser allgemein zu erwartenden Entwicklungen versetzt die Marktteilnehmer in die Lage, ökonomische Vorteile zu erzielen.

Vor allem profitiert dieser Forschungsbereich von der Beobachtbarkeit, Testbarkeit und damit Nachvollziehbarkeit der Ergebnisse der untersuchten Phänomene. Als deskriptiver Forschungszweig, dessen Forschungsergebnisse eine Ableitung entscheidender Aussagen und verwertbarer Handlungsempfehlungen für das Entscheidungsverhalten von Individuen erlauben, bediente sich die Behavioral Finance in ihren Anfängen zunächst der Daten aus Experimenten. Neben diesen experimentellen Daten und Informationen der Finanzmärkte nutzt sie zur Generierung von aussagefähigen Daten zunehmend auch ein breites Spektrum von betriebswissenschaftlichen Methoden.¹⁸⁵ Als besonders hilfreich werden die Daten aus der neueren Forschungsrichtung der Experimentellen Wirtschaftsforschung aufgrund ihrer Eignung zur uneingeschränkten Abbildung der relevanten Märkte im Computerlabor und der Möglichkeit systematischer Modifikation der Rahmenbedingungen für die gezielte Untersuchung von Markttheorien und -phänomenen beurteilt.¹⁸⁶

Für die Anwendung der Behavioral Finance sind zwei Ansatzpunkte denkbar:¹⁸⁷

Zunächst bietet es sich an, die Auswirkungen der Erkenntnisse der Behavioral Finance auf das Marktgeschehen zu betrachten, um mit Hilfe der Formulierung von Prämissen

¹⁸⁴ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1055.

¹⁸⁵ Vgl. Behavioral Finance Group (2000), S. 312; Camerer/Loewenstein (2004), S. 6.

¹⁸⁶ Allerdings ist davon auszugehen, dass sich diese Methode aufgrund der Unterschiede zwischen einem Anleger und einem Manager als Entscheidungsträger und der zu erwartenden größeren Wechselwirkungen und Rahmenbedingungen vornehmlich für die Analyse von Entscheidungsverhalten eines Anlegers eignet.

¹⁸⁷ Vgl. Behavioral Finance Group (2000), S. 312.

über das Entscheidungsverhalten von Marktteilnehmern Modelle für bestimmte Marktbedingungen zu entwickeln.

Des Weiteren kann das Forschungsziel darin liegen, Marktphänomene durch Anwendung der Behavioral Finance zu erklären. Es handelt sich hierbei um den im Rahmen dieser Arbeit gewählten Ansatz. Dabei interessiert vor allem die Erläuterung von Marktphänomenen, die durch die klassische Finanzierungslehre nicht erfolgreich erklärt werden können. Im Rahmen von M&A-Transaktionen handelt es sich um Unternehmensverkäufe. In dieser Arbeit wird der Frage nachgegangen, warum es vielfach zu einem verzögerten Unternehmensverkauf kommt und ob die Ursachen dafür nicht auch auf der kognitiven Entscheidungsebene zu finden sind.

Die Übertragung der Erkenntnisse aus der Behavioral Finance auf Unternehmensverkäufe erfordert im ersten Schritt die Untersuchung der grundsätzlichen Übertragbarkeit dieser Erkenntnisse auf das Entscheidungsverhalten von Organisationen, also auch von Unternehmen bzw. Managern als Entscheidungsträger.

4.1.3 Anwendbarkeit der Behavioral Finance auf Unternehmensverkäufe

Wesentliche Einflussgrößen für die Behavioral Finance bilden vor allem die Determinanten Individuen und Investoren (Anleger). Dabei wird bei einem Individuum, entsprechend der psychologischen Komponente dieser Forschungsrichtung, von einem repräsentativen, in den psychologischen Untersuchungen gemusterten Entscheider ausgegangen. Davon unterscheidet sich der Investor als Einzelentscheider durch den spezifischen Bezug seiner Aktionen und Reaktionen auf den Kapital- und Finanzmärkten als seinen einzigen Handlungsspielräumen. Während sich die Psychologie auf die methodische Durchleuchtung und Herleitung von psychologisch fundierten Theorien konzentriert, richten sich die Überlegungen der Behavioral Finance darauf, das tatsächliche Entscheidungsverhalten von individuellen Anlegern und Investoren auf den Kapital- und Finanzmärkten zu durchleuchten. Dazu werden fundierte Erkenntnisse der psychologischen Forschung mit dem Ziel herangezogen, praxisorientierte Handelsstrategien für die Marktteilnehmer zu entwickeln.

Neben der Betrachtung des Entscheidungsverhaltens einzelner Anleger beschäftigt sich die Behavioral Finance in ihrem neuen Teilforschungsgebiet „Behavioral Corporate Finance“ mit Entscheidungen, die im Unternehmenskontext stehen. Dabei konzentriert sich die wissenschaftliche Diskussion bislang auf das tatsächliche Verhalten von Vorstandsvorsitzenden und anderen Führungsangestellten bei Investitions- und Finanzierungsentscheidungen und seinen Ursachen sowie das Ausübungsverhalten von Mitarbeitern bei Aktienoptionen, die Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil erhalten haben.¹⁸⁸ Diese wissenschaftlichen Beiträge weisen auf Auswirkungen individueller Verhaltensweisen auf der Unternehmensebene und auf die Bewertung von Unternehmen auf dem Kapitalmarkt hin. Insofern ist die Übertragbarkeit der Erkenntnisse aus der Behavioral Finance auf die Organisationsform Unternehmen bereits geklärt.

Darüber hinausgehenden Fragestellungen im Zusammenhang mit den weiteren Auswirkungen psychischer Anomalien und menschlicher Irrationalitäten bei der individuellen Entscheidungsfindung in unternehmerischen Situationen – darin liegt eine der Zielsetzungen dieser Arbeit – wird bislang kaum nachgegangen.

Im Rahmen der Behavioral Finance steht das tatsächliche individuelle Entscheidungsverhalten von Marktteilnehmern im Mittelpunkt der Betrachtung. Dabei ist es für die Problemstellung unerheblich, ob es sich um das Entscheidungsverhalten individueller Entscheidungsträger in Unternehmen oder auf spezifischen Marktplätzen handelt, da die Herausforderungen für den Entscheidungsprozess unverändert und grundsätzlich unabhängig von den Rahmenbedingungen sind. Gerade das systematische Auftreten dieser menschlichen Entscheidungsirrationalitäten und die darin begründeten wiederkehrenden Verhaltensmuster erlauben die problemübergreifende Untersuchung des tatsächlichen Ablaufs eines individuellen Entscheidungsprozesses. Eine große Bedeutung für die problembezogene Verwendung der Erkenntnisse der Behavioral Finance haben die Rahmenbedingungen hinsichtlich der Auswirkungen der Entscheidungsanomalien und Irrationalitäten auf das Entscheidungsverhalten.

¹⁸⁸ Vgl. Malmendier/Tate (2005); Sautner/Weber (2006).

Die Erkenntnisse dieser verhaltenswissenschaftlichen Forschungsrichtung über das Entscheidungsverhalten von Anlegern entstammen experimentellen Untersuchungen und eingehenden Marktbeobachtungen. Da es sich bei strategischen Unternehmensentscheidungen um vertrauliche und Dritten nicht zugängliche Entscheidungsprozesse handelt, ist es zweifelhaft, ob sich vergleichbare Erfolge bei der empirischen Untersuchung des Entscheidungsverhaltens von Unternehmensmanagern erzielen lassen. Deshalb konzentriert sich die Methodik in dieser Arbeit auf die deduktive Ableitung des zu erwartenden Entscheidungsverhaltens auf Unternehmensebene aus den Erkenntnissen über Anlegerverhalten. Eine Übertragung dieser Erkenntnisse auf Managerentscheidungen erfordert somit einen Vergleich der beiden Entscheidungsträger „Anleger“¹⁸⁹ und „Manager“, um Abweichungen in den Auswirkungen auf unternehmerische Entscheidungen feststellen zu können.

Der Manager als Agent handelt im Vergleich zum individuellen Anleger auf Rechnung der Shareholder. Fehlentscheidungen des Managers haben für ihn in der Regel und allenfalls langfristig nur eingeschränkt persönliche und indirekte Konsequenzen. Vielmehr besteht die Konsequenz für den Manager in der Verpflichtung zur Rechtfertigung und Rechenschaftsabgabe gegenüber seinen Auftraggebern. Die Hauptmotivationen für sein Handeln ergeben sich neben seiner vertraglichen Verpflichtung auch aus einer Selbstverpflichtung, die konsequenzenreiche persönliche und emotionale Komponenten seines Entscheidungsverhaltens beinhaltet.¹⁹⁰ Somit werden Erfolge und Misserfolge aus seinen Entscheidungen regelmäßig durch Dritte wahrgenommen und führen deshalb zu einer Steigerung der Erwartungshaltung und des Erfolgsdrucks. Die Konsequenzen seiner Fehlentscheidungen umfassen in Abhängigkeit von Ausmaß und Reichweite des entstandenen Schadens neben einem monetären Verlust auch Ansehens-, Reputations- und Arbeitsplatzverluste.

Im Vergleich zum Anleger ist der Manager einer größeren Datenflut und Gefahr der Manipulation durch opportunistische Dritte ausgesetzt, die sich nicht nur auf entscheidungsrelevante Informationen, sondern auch auf die Einflüsse bei Entscheidungsfin-

¹⁸⁹ Diese Betrachtung richtet sich nur auf Anleger einer Aktiengesellschaft. Das schließt persönlich haftende Unternehmer aus.

¹⁹⁰ Vgl. Abschnitt 4.2.2 .

dungen in Gruppen bezieht.¹⁹¹ Diese Gefährdung durch negative Einflussnahme kann der Manager nur unzureichend durch Sachkunde und Qualifikation kompensieren. Eine regelmäßige Beeinflussung des Anlegers ist allenfalls durch die auf den Kapitalmärkten beobachtbare Neigung von Anlegern zum Herdenverhalten denkbar. Während der Manager aufgrund seiner Position, Sachkunde und Qualifikation für Entscheidungssituationen prädestiniert ist, kann bei einem Anleger nicht unbedingt von einem professionellen und erfahrenen Marktteilnehmer ausgegangen werden. Ferner unterscheidet den Manager von einem Anleger die zwar nur eingeschränkte, jedoch grundsätzliche Möglichkeit der Beeinflussung der Entscheidungssituation, z. B. durch Einholung einer professionellen Drittmeinung.¹⁹² Die nachfolgende Tabelle fasst die wesentlichen Unterschiede der Rahmenbedingungen eines Managers und eines Anlegers als Entscheidungsträger zusammen (Abb. 9).

	Anleger	Manager
Position	Auf eigene Rechnung	Auf Rechnung der Shareholder
Kenntnisnahme durch Dritte	Erfolg/Misserfolg bleiben privat	Wahrnehmung von Erfolg/Misserfolg durch Dritte
Perspektive	Eher kurzfristig	Eher langfristig
Relevante Datenmenge	Klein	Groß
Konsequenz aus dem Scheitern	Monetärer Verlust	Arbeitsplatz- und Reputationsverlust
Kompetenz	Eher gering	Fachkundig und qualifiziert
Möglichkeit zur Einflussnahme	Keine	Nur eingeschränkt
Motivation	Selbstverpflichtung	Selbstverpflichtung und Verpflichtung aus Verantwortung

—▶ Verstärkung der Effekte

Abb. 9: Rahmenbedingungen für Entscheidungen von Anlegern und Managern¹⁹³

Aus dieser Gegenüberstellung der wesentlichen Unterschiede der Rahmenbedingungen für Entscheidungssituationen bei Anleger und Manager lässt sich schlussfolgern, dass sie die Effekte der psychischen Anomalien und anderer Irrationalitäten bei dem Mana-

¹⁹¹ Für die Gestaltung, Probleme und die Auswirkungen von unternehmerischen Gruppenentscheidungen wird insbesondere auf den Abschnitt 5.12 verwiesen.

¹⁹² Auf diese Möglichkeit zur Entflechtung des Entscheidungsproblems, Reduzierung der Entscheidungsunsicherheit und damit einhergehender Komplikationsabbau wird der typische Anleger aufgrund der mit der Einbeziehung eines Beraters verbundenen Kosten und eines ineffizienten Kosten-Nutzen-Verhältnisses in der Regel verzichten.

¹⁹³ Eigene Darstellung.

ger verstärken. Diese Verstärkung der Effekte wird insbesondere auf den Umstand der Kenntnisnahme des Entscheidungsverhaltens durch Dritte und die größere Datenflut in der Entscheidungssituation zurückgeführt. Die Möglichkeit der Wahrnehmung eines Misserfolges durch andere Personen steigert nicht nur den Erfolgsdruck auf den Manager, sondern auch das persönliche Interesse und Bedürfnis des Managers, zum Schutz seines Ansehens und seiner Managementfähigkeiten unbeschadet aus einer Entscheidungssituation herauszugehen.

Die damit verbundene emotionale Verstrickung des Entscheidungsträgers begünstigt die Fehleranfälligkeit der Entscheidung. Diese ergibt sich vor allem aus der mit der emotionalen Verwicklung einhergehenden Komplexitätssteigerung und Gefährdung der Widerspruchsfreiheit des Zielsystems der Entscheidung, die schließlich zur Überforderung des Managers führt. Der Notwendigkeit, fehlerlos mit Informationen umgehen zu müssen, auch dann, wenn es sich um eine umfangreiche und komplexe Datenmenge handelt, steht aufgrund kognitiver Beschränkungen und Irrationalitäten eine eingeschränkte Informationswahrnehmungs-, -verarbeitungs- und -speicherungskapazität gegenüber. Deshalb muss infolge eines höheren Komplexitätsgrades und des Wissens um die Reichweite der Konsequenzen seiner Entscheidungen von größeren Auswirkungen und damit von einer Verstärkung der Effekte im Entscheidungsverhalten des Managers ausgegangen werden.

4.1.4 Von der Entscheidungssituation zum Entscheidungsverhalten

Im Rahmen der Behavioral Finance Forschung als deskriptiver Denkrichtung steht die unverzerrte Analyse des tatsächlichen Entscheidungsverhaltens von Marktteilnehmern im Mittelpunkt der Betrachtung. Vor allem der Verlauf des Entscheidungsprozesses und die darin zu Tage tretenden menschlichen Verhaltensweisen sind von Bedeutung. Damit unterscheidet sich die Behavioral Finance grundsätzlich von der aus dem Behaviorismus stammenden klassisch-ökonomischen Sichtweise. Die klassisch-ökonomische Perspektive beschränkt bei der Darstellung des Zusammenhangs zwischen der Entscheidungssituation (Input) und der finalen Verhaltensreaktion (Output) ihr Interesse ausschließlich auf beobachtbare Faktoren (Stimulus-Response-Modell). Demgegenüber wird die ver-

haltenswissenschaftliche Sichtweise dieses Paradigmas um die verhaltensdeterminierenden Vorgänge im Organismus (Organismus) entscheidend erweitert (Stimulus-Organismus-Response).¹⁹⁴ Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht den Unterschied zwischen beiden Grundrichtungen:

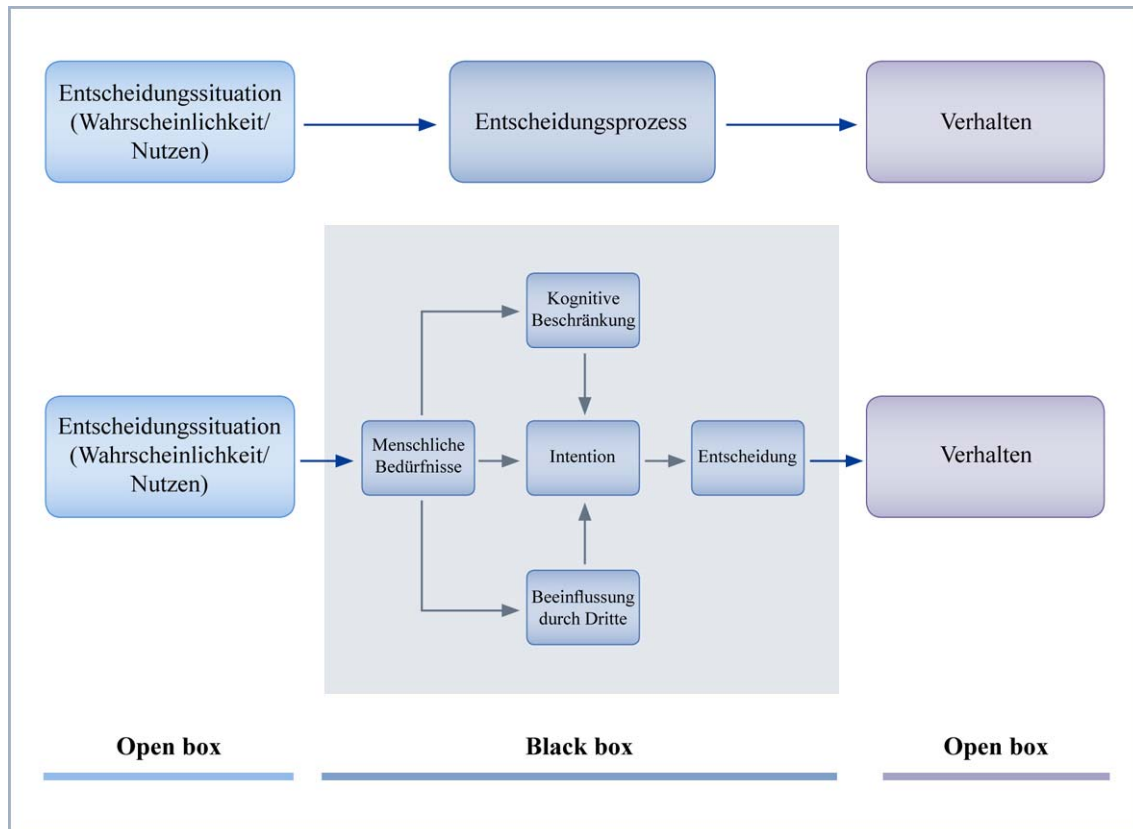


Abb. 10: Einflussfaktoren auf den Entscheidungsprozess und das Entscheidungsverhalten¹⁹⁵

Aufgrund dieser Einschränkung stützt sich die klassisch-ökonomische Sichtweise bei der Analyse und Erklärung der beobachteten Verhaltensreaktion und der Ableitung von Aussagen über die zu erwartenden Verhaltensreaktionen nur auf die Betrachtung der Entscheidungssituation. Dabei begrenzt diese Grundrichtung die individuelle Komponente des Verhaltens und damit die subjektiven Verhaltenseinflüsse ausschließlich auf die Faktoren „Wahrscheinlichkeit“ und „Nutzen“. Darüber hinausgehende Einflüsse auf das Verhalten von Individuen und das Entscheidungsverhalten beeinflussende Elemente werden nicht diskutiert und gedankliche Abläufe und das Verhalten determinierende

¹⁹⁴ Neben dem Verzicht auf die Einbeziehung nicht beobachtbarer, innerpsychischer Vorgänge bezweifelt der Behaviorismus ihre Relevanz für verhaltenstheoretische Untersuchungen und ficht darüber hinaus in seiner strengeren Ausprägung die Existenz kognitiver Prozesse und Einflüsse an, vgl. Wiswede (2004), S. 56.

¹⁹⁵ Eigene Darstellung.

Zwischenschritte werden durch bloßen Hinweis auf die Existenz eines Entscheidungsprozesses abgehandelt. Diese Verhaltenseinflüsse und ihre Wirkungsweise verbleiben ungeklärt in einer sog. „Black Box“.

Demgegenüber liegt bei der verhaltenswissenschaftlichen Perspektive der Schwerpunkt der Betrachtung auf dem individuellen Entscheidungsprozess einschließlich seiner vielfältigen subjektiven Einflussfaktoren mit dem Ziel, die „Black Box“ zu öffnen. Dazu werden nicht nur die den Entscheidungsprozess maßgeblich bestimmenden Informationsverarbeitungsprozesse nach detaillierter Aufgliederung in die Teilschritte Informationswahrnehmung, -verarbeitung und -bewertung der Entscheidungssituation und Handlungsalternativen eingehend untersucht, sondern auch Interdependenzen in den unterschiedlichen Phasen und deren Einflussfaktoren aufgedeckt und in ihrer Wirkung analysiert.

In diesem Zusammenhang interessiert neben der interpersonell spezifischen Erfassung der Entscheidungssituation und dem Umgang mit Wahrscheinlichkeiten auch die persönliche Risikoeinstellung.¹⁹⁶ Dabei ist auch auf Diskrepanzen zwischen der Entscheidung und dem tatsächlichen Verhalten einzugehen. So führt eine Entscheidung nicht mittelbar zu einer vorgesehenen Verhaltensreaktion, da eine intrapersonelle Entscheidung zur Handlung in einer bestimmten Weise zunächst nur eine grundsätzliche Verhaltensbereitschaft bzw. Intention darstellt.¹⁹⁷ Die Umwandlung dieser Absicht in ein entsprechendes Verhalten ist somit verschiedenen „Störfaktoren“ und Rückkopplungsprozessen ausgesetzt, die die problemlose Entscheidung-Verhalten-Abfolge nachhaltig beeinflussen.

Bei der verhaltenswissenschaftlichen Analyse der Einflussfaktoren des Entscheidungsprozesses ist eine Differenzierung zwischen Attributen, die zum Einen die Persönlichkeit des Entscheiders und zum Anderen die Entscheidungssituation kennzeichnen, denkbar. In der psychologischen Literatur ist unter den Termini „Situationismus“ und „Personalismus“, insbesondere im Zusammenhang mit ihrer Relevanz und entsprechenden Gewichtung ihres Einflusses im Entscheidungsprozess rege diskutiert worden.¹⁹⁸

¹⁹⁶ Vgl. Unser (1999), S. 144.

¹⁹⁷ Vgl. Unser (1999), S. 144.

¹⁹⁸ Vgl. Mischel (1968); Wiswede (2004), S. 428.

Situative Einflussfaktoren zeichnen sich durch ihre Personenunabhängigkeit und Unbeeinflussbarkeit der Entscheidungssituation aus, während die personalen Determinanten vor allem durch situationsübergreifende Persönlichkeitsmerkmale geprägt werden.

Obwohl in der Literatur weitgehende Einigkeit darüber herrscht, dass die Verhaltenswirksamkeit beider Gruppen von Merkmalen aufgrund der Interaktion zwischen den situativen und personalen Faktoren („Interaktionismus“) vergleichbar ist,¹⁹⁹ misst *Unser* den spezifischen Merkmalen der Entscheidungssituation stärkeres Gewicht bei.²⁰⁰ Die Unterordnung subjektiver Einflussfaktoren würde demnach implizieren, dass verschiedene Entscheidungsträger in derselben Entscheidungssituation gleich handeln, da ihr Umgang mit vielfältigen Informationen im Wesentlichen durch die Entscheidungssituation und weniger durch ihre kognitiven und emotionalen Besonderheiten bestimmt wird.

Dieser Argumentation kann deshalb nicht gefolgt werden, da sich eben in dieser subjektiven Wahrnehmung und Erfassung der Entscheidungssituation, auch in Abhängigkeit von der Erfahrung, der Einstellung und der emotionalen Involvierung des Entscheidungsträgers, die mindestens gleichwertige Bedeutung der Persönlichkeitsmerkmale des Entscheiders manifestiert.

Bei der Untersuchung von Ausmaß und Reichweite des Einflusses persönlicher Bedürfnisse und kognitiver Beschränkungen auf das Entscheidungsverhalten und die Verhaltensreaktion spielen auch die Rahmenbedingungen der Entscheidung eine Rolle. Dabei steigen mit der Erstmaligkeit der Entscheidungselemente und der Komplexität des Entscheidungsproblems im Vergleich zu einfachen Routineentscheidungen die kognitiven Herausforderungen für den Entscheidungsträger. Darüber hinaus dürfte auch bei neuartigen Entscheidungssituationen der Einfluss von subjektiven Faktoren, wie z. B. die Einstellung und Bereitschaft des Entscheidungsträgers, sich mit dieser veränderten Situation auseinanderzusetzen, von Bedeutung sein. Diese kognitiv herausfordernde Situation ist insbesondere bei Unternehmensverkäufen anzutreffen.

¹⁹⁹ Vgl. Endler/Magnusson (1976); Koziellecki (1974), S. 10; Wright/Phillips (1984), S. 298.

²⁰⁰ Vgl. Unser (1999), S. 146. Vgl. auch Branke (1993), S. 139; Schaub (1990).

4.2 Der Einfluss und die Auswirkungen persönlicher Bedürfnisse auf die Unternehmensverkaufsentscheidung

In dieser Arbeit interessieren die persönlichen Bedürfnisse und Emotionen, die kognitiven Beschränkungen und Irrationalitäten als subjektive Einflussfaktoren des Entscheidungsprozesses und der individuellen Repräsentation des Entscheidungsproblems, die letztlich in erheblicher Weise das individuelle Entscheidungsverhalten und damit auch die finale Verhaltensreaktion beherrschen. In der Behavioral Finance wurden eine Vielzahl verschiedener psychischer Anomalien und Irrationalitäten untersucht.²⁰¹

Es liegt jedoch nicht im Bestreben dieser Arbeit die Gesamtheit dieser Effekte zu beschreiben. In den nachfolgenden Kapiteln liegt der Schwerpunkt der Betrachtung vielmehr darauf, bestimmte für die Entscheidungssituation von Unternehmensverkäufen relevante Verhaltensanomalien und -irrationalitäten zu analysieren und ihre Auswirkungen auf den Erfolg von Unternehmensverkäufen darzustellen. Dabei können, wie die nachstehende Abbildung verdeutlicht, vier Hauptbedürfnisse, das Harmonie-, Erfolgs- und Kontrollbedürfnis sowie das Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung in Entscheidungssituationen, identifiziert werden (Abb. 11).²⁰² Alle Verhaltensanomalien und -irrationalitäten lassen sich diesen Hauptbedürfnissen zuordnen.

²⁰¹ Eine Auflistung sämtlicher Anomalien findet sich in Sewell (2007); Thaler (1994); Camerer (1995). Sewell liefert eine umfassende Einführung und einen Überblick über die bisherigen Entwicklungen und Erkenntnisse.

²⁰² Ähnlich stellen *Goldberg/Nitzsch* (2004) das Harmonie- und das Kontrollbedürfnis als die Konsequenzen psychischer Bedürfnisse dar. Bei ihren Untersuchungen zu den Anlageentscheidungen von Anlegern auf den Finanzmärkten gehen sie auch auf Heuristiken zur Komplexitätsreduzierung ein.

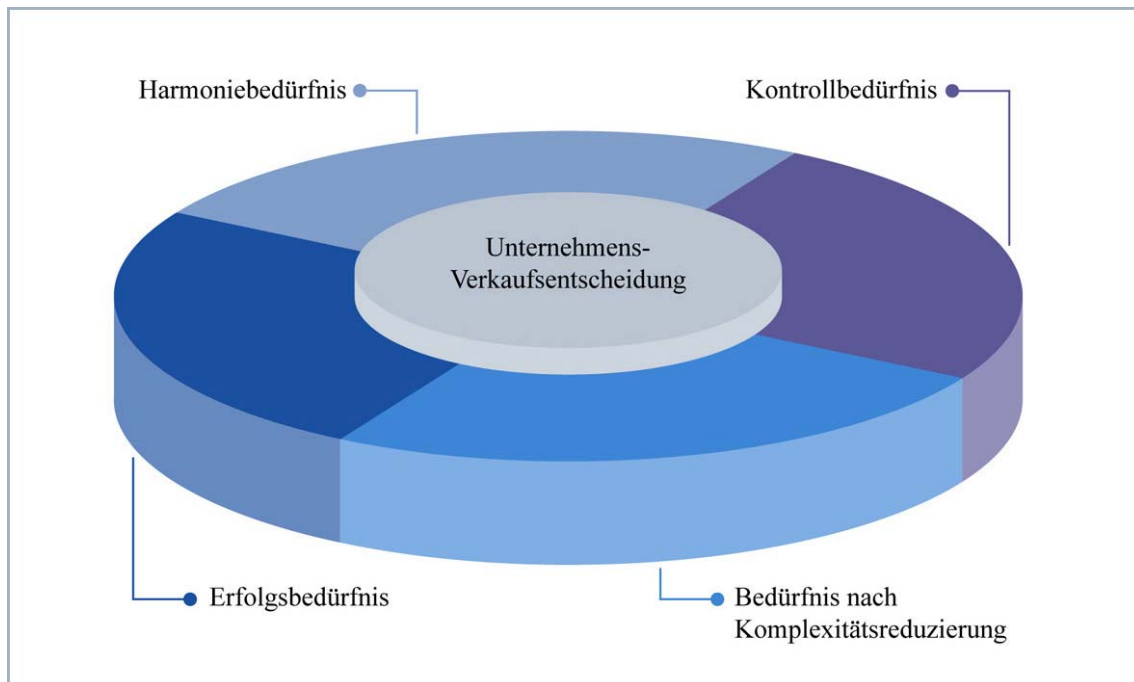


Abb. 11: Kognitive Einflussgrößen der Verkaufsentscheidung²⁰³

4.2.1 Das Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung

Im Gegensatz zu den Annahmen der neoklassischen Entscheidungstheorien sieht sich der individuelle Entscheider bei seinem Versuch der vollständigen und fehlerlosen Erfassung, Wahrnehmung, Verarbeitung und Speicherung von Informationen in der Realität seiner eingeschränkten kognitiven Leistungsfähigkeit ausgesetzt. Insbesondere bei hohem Komplexitätsgrad der Entscheidungssituation und der zu bewältigenden Informationsflut, der sich ein Manager bei Unternehmensverkäufen regelmäßig ausgesetzt sieht, versucht der Entscheidungsträger entsprechend seinem natürlichen Bedürfnis diese Komplexität durch eine bestimmte Vorgehensweise abzubauen. Dabei werden die abgerufenen Informationen aus verschiedenen Quellen und mit unterschiedlichem Bezug auf die Entscheidungsprobleme im Zusammenhang mit dem Unternehmensverkauf nach bestimmten Regeln kombiniert, in einen Selektionsprozess integriert, verarbeitet und einer Entscheidung zugeführt.

Das Entscheidungsergebnis hängt dabei auch von der Komplexität der Entscheidungssituation ab, die Art und Umfang der kognitiven Anforderungen an den Entscheidungs-

²⁰³ Eigene Darstellung.

träger maßgeblich beeinflusst. Zu den wesentlichen Determinanten der Komplexität einer Entscheidungssituation zählen neben dem Entscheidungsproblem und der Reichweite der Konsequenzen auch Unsicherheit und Zeitdruck. Bei Unternehmensverkäufen ist in der Regel das Entscheidungsproblem bereits vorgegeben und die Reichweite der Konsequenzen aufgrund ihrer Irreversibilität sowie das Ausmaß der finanziellen und personellen Ressourcenbindung bedeutend und vom Manager grundsätzlich nicht beeinflussbar.

Insbesondere in einer kritischen Unternehmenssituation sieht sich der Manager bei der Entscheidungsfindung einem hohen Zeitdruck ausgesetzt, der sich auf die Qualität des Entscheidungsprozesses nachteilig auswirkt. Aufgrund der gestiegenen Anforderungen an die kognitive Leistungsfähigkeit werden unter Zeitdruck weniger Informationen bzw. Alternativen in Betracht gezogen und einfachere Entscheidungsstrategien ausgewählt, die mit einer höheren Fehleranfälligkeit und erheblichen Minderung der Entscheidungsqualität einhergehen.²⁰⁴ Auch Unsicherheiten bei der Entscheidungsfindung über den Eintritt bestimmter Ereignisse und der Entwicklung von Zusammenhängen im Zeitablauf verschärfen die Entscheidungssituation.

Im Zusammenhang mit Unternehmensverkaufsentscheidungen als konstruktiven Entscheidungen²⁰⁵ interessieren zunächst die Herausforderungen und Strategien zur Lösung von Unsicherheits- und Zeitproblemen insbesondere durch Zurückgreifen auf wahrscheinlichkeitstheoretische Regeln. Empirische Untersuchungen zur Art der Verwendung der Wahrscheinlichkeitstheorie durch Entscheidungsträger verdeutlichen die Notwendigkeit zwischen regelbestimmten und intuitiven Wahrscheinlichkeitsurteilen zu differenzieren.²⁰⁶ Während bei regelbestimmten Urteilen angenommen wird, dass Entscheidungsträger Entscheidungen nach wahrscheinlichkeitstheoretischen Prinzipien treffen, werden bei intuitiven Urteilen bzw. Lösungsmethoden häufig Gesetzmäßigkeiten

²⁰⁴ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 365. Mann/Janis (1982), identifizieren bei ihren ausführlichen und vielfach empirisch belegten Untersuchungen zahlreiche Fehlerquellen bei Entscheidungsprozessen unter Zeitdruck und schlagen ein Modell des „emergency decision making“ vor. Auch *Christensen-Szalanski* (1980) analysiert die Effekte von Zeitdruck, wobei er sich auf Indikatoren wie Entscheidungszeiten und Sicherheitsratings konzentriert.

²⁰⁵ In Abhängigkeit von Art und Umfang der kognitiven Anforderungen an den Entscheidungsträger differenzieren *Jungermann/Pfister/Fischer* zwischen Anspruchsniveaus bei Entscheidungen, wobei konstruktive Entscheidungen den größten kognitiven Aufwand erfordern, vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 31-38. Zu anderen Differenzierungsmöglichkeiten vgl. Rasmussen (1986) und Svenson (1990).

²⁰⁶ Vgl. Teigen (1994), S. 211.

der Wahrscheinlichkeitstheorie ignoriert. Diese mehr oder weniger unbewusste Methode der Informationsverarbeitung entspricht der Anwendung von internen Informationsstrategien bzw. individuell vereinfachenden Entscheidungs- oder Urteilsregeln und Systematiken. *Fromlet* versteht Heuristiken als „use of experience and practical efforts to answer questions or to improve performance“²⁰⁷.

Die Verwendung dieser Strategien zur Informationsverarbeitung ist je nach Abhängigkeit von den Erfahrungen des Entscheidungsträgers, dem bestehenden Zeit- und Leistungsdruck sowie dem Komplexitätsgrad des Entscheidungsproblems durchaus vorteilhaft.²⁰⁸ Sie erlauben dem Entscheidungsträger, in dem Spannungsfeld zwischen Unsicherheit und Druck zeitnah Entscheidungen zu treffen, seine Entscheidungsfindung zumindest an „Daumenregeln“ auszurichten und dadurch die Komplexität eines Entscheidungsproblems auf ein „erträgliches“ Maß zu reduzieren. Dabei liegt das Bestreben des Managers, insbesondere bei Unternehmensverkäufen unter hohem Erwartungs- und Erfolgsdruck bei gleichzeitig begrenzten zeitlichen Möglichkeiten, darin, sich ausreichend, im Sinne einer subjektiv zufrieden stellenden Entscheidungsfindung, informationsmäßig abzusichern und möglichst schnell das Entscheidungsproblem zu entflechten. Darüber hinaus sind Heuristiken unverzichtbar, da die allgemeine Überzeugung weitgehend an ihre Wirksamkeit gebunden ist.²⁰⁹

Dennoch sind insbesondere von *Kahneman/Tversky* die mit der Anwendung von heuristischen Prinzipien verbundenen erheblichen Beeinträchtigungen der Entscheidungsqualität und die darüber hinaus bestehenden ernsthaften und systematischen Fehler im Entscheidungsverhalten in zahlreichen empirischen Untersuchungen aufgedeckt und nach ihren Ausprägungen systematisiert worden.²¹⁰ Das größte Problem bei der Verwendung von Heuristiken liegt in der mangelnden Sensibilisierung des Managers für die mit ihrer

²⁰⁷ Fromlet (2001), S. 65.

²⁰⁸ Vgl. Goldberg/Nitzsch (2004), S. 49f.; Für einen Gesamtüberblick vgl. insbesondere Pohl (2004); Strack (1998). Einen Überblick über verschiedene Urteilsheuristiken, insbesondere zu den in dieser Arbeit thematisierten Heuristiken bieten auch Strack/Deutsch (2002), S. 352-385.

²⁰⁹ Vgl. Anderson (1986), S. 83-88. Eine Auflistung der in der wissenschaftlichen Literatur unterschiedlichen Gewichtung und Beurteilung findet sich in Wiswede (2004), S. 228-230.

²¹⁰ Vgl. Tversky/Kahneman (1982a). Darüber hinaus wird für detaillierte Diskussionen zu kognitionspsychologischen Differenzierungen von Unsicherheiten bzw. subjektiven Wahrscheinlichkeiten verwiesen auf die Arbeiten von Kahneman/Slovic/Tversky (1982); Howell/Brunett (1978); May (1987) und Teigen (1994) und für eine kritische Auseinandersetzung mit dem Heuristiken-Konzept auf die Arbeiten von Gigerenzer (1991), Gigerenzer/Hoffrage (1995); Beach/Christensen-Szalanski/Barnes (1987), deren Kritik sich vor allem gegen die Unzweckmäßigkeit der Art der Fragestellung bei empirischen Untersuchungen und Interpretation der Ergebnisse richtet.

Anwendung verbundenen Unsicherheiten, was die Richtigkeit der mit Hilfe von Heuristiken erzielten Ergebnisse anbetrifft. Bei der Analyse des Einflusses und der Auswirkungen der Verwendung von Heuristiken im Unternehmensverkaufsprozess interessieren die Verfügbarkeits-, die Verankerungs- und die Repräsentativitätsheuristik.

4.2.1.1 Verfügbarkeitsheuristik

Bei der Beurteilung der Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens werden zur Analyse der Ausgangssituation neben vergangenheitsbezogenen Daten auch Informationen zur Einschätzung der Zukunftsfähigkeit herangezogen, insbesondere in Form von Wahrscheinlichkeiten, die Rückschlüsse auf zukünftig zu erwartende Entwicklungen des Unternehmens erlauben. Bei der Verwendung von Heuristiken erweist sich vor allem das Unvermögen von Entscheidungsträgern als problematisch, Informationen angemessen zu gewichten. So wird die aus entscheidungslogischen und effizienzsteigernden Überlegungen resultierende Notwendigkeit stärkerer Gewichtung neu zugegangener gegenüber bereits vorhandenen Informationen aufgrund spezifischer kognitiver Ablenkungen des Managers bei der Informationswahrnehmung gänzlich untergraben.²¹¹ Demnach werden verschiedene Informationen mit unterschiedlicher Wirksamkeit in den Entscheidungsprozess integriert. Neben der Verwendung von harten, real verfügbaren Daten werden subjektive Erinnerungen als unbewusst aktivierte Entscheidungseinflüsse entscheidungswirksam einbezogen.

Diese auf der kognitiven Ebene verfügbaren Informationen haben bei der Einschätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten und der Häufigkeit von Ereignissen eine herausragende Bedeutung. In zahlreichen Untersuchungen wurde eine Abhängigkeit der Eintrittswahrscheinlichkeitseinschätzung von der kognitiven Verfügbarkeit eines entsprechenden Ereignisses festgestellt, die umso höher eingestuft wurde, je verfügbarer ein Ereignis ist.²¹² Bei der Verwendung dieser kognitiv verfügbaren Informationen handelt es

²¹¹ Vgl. Nitzsch/Friedrich (1999), S. 18f.

²¹² Vgl. Kahneman/Tversky (1982a), 48-68, die nicht nur eine Vielzahl von Irrationalitäten aufgedeckt haben, sondern auch die wegweisenden empirischen Untersuchungen und Überlegungen zu Wahrnehmungs-, und Entscheidungsverhalten von Individuen angestellt haben. Vgl. auch Eisenführ/Weber (2003), S. 176; Goldberg/Nitzsch (2004), S. 57f.

sich um Heuristiken zur Komplexitätsreduzierung (Verfügbarkeitsheuristik), die ohne die Berücksichtigung der unmittelbaren Konsequenzen für die Entscheidungsfindung Anwendung finden. Die Verfügbarkeitsheuristik (Availability) beschreibt demnach die Neigung von Individuen, die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses von der in der subjektiven Erinnerung vorhandenen gedanklichen Präsenz eines vergleichbaren Ereignisses abhängig zu machen.

Bereits im Vorfeld eines Unternehmensverkaufes, welches prozesstechnisch in die für den Erfolg der Transaktion bedeutsame Initiierungsphase einzuordnen ist, ist der Manager in erheblicher Weise auf eine fehlerfreie Erfassung der Unternehmenssituation angewiesen, da an dieser Stelle bereits wegweisende Fragestellungen mit Hilfe von Einschätzungen und Prognosen geklärt werden. Sofern es sich um reaktive Verkaufsmotive handelt,²¹³ wird der Manager zur Beurteilung der Erfolgsaussichten eingeleiteter Maßnahmen verstärkt auf real verfügbare Informationen in Form von Wahrscheinlichkeiten zurückgreifen und bei diesem Vorgehen auch unbewusst die Verfügbarkeitsheuristik anwenden. Die unter Voraussetzungen sinnvolle Anwendung dieser Heuristik bringt die Gefahr von Urteilsverzerrungen mit sich. Sie entstehen dann, wenn neben der handwerklich richtigen Einbeziehung auch andere subjektive Faktoren in die Einschätzung mit einfließen.²¹⁴ Bei diesen Faktoren, die die Verfügbarkeit determinieren und damit auch bei der Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses mehr oder weniger unbewusst eingebracht werden, handelt es sich insbesondere um die Aktualität, die Auffälligkeit und die Anschaulichkeit des Ereignisses sowie die affektive Kongruenz.²¹⁵

Die Aktualität eines Ereignisses impliziert dessen leichtere kognitive Verfügbarkeit mit der Folge, dass dieses Ereignis bei der Einschätzung einer vergleichbaren Situation unangemessen starke Berücksichtigung findet. So führen kürzlich von einem Manager erzielte Erfolge unabhängig von ihrer Bedeutung, ihrer Anzahl und ihrem Zusammenhang mit der neuen Entscheidungssituation oder Erfolgsmeldungen Dritter zu ihrer Übergewichtung und damit zu einer Überschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit des

²¹³ Auch bei proaktiven Verkaufsmotiven gelten die gleichen Überlegungen. Allerdings dürften bei diesen Motiven Ausmaß und Reichweite der mit den Wahrnehmungsverzerrungen verbundenen Konsequenzen geringer ausfallen.

²¹⁴ Vgl. Tversky/Kahneman (1982a), S. 11.

²¹⁵ Vgl. Tversky/Kahneman (1982a), S. 11.; Jolls/Sunstein/Thaler (1998), S. 57.

Erfolgs in einem anderen Projekt. Diese verzerrte Urteilsbildung hat bei der Beurteilung der langfristigen Wirtschaftlichkeit eines angeschlagenen, in das Blickfeld von Verkaufsüberlegungen geratenen Unternehmens, Unternehmensteils oder -beteiligung schwerwiegende Folgen. So besteht die Gefahr der kognitiven Verdrängung größerer, einen Unternehmensverkauf rechtfertigender Misserfolge durch zeitnah realisierte unbedeutende Erfolge. Diese aktualitätsbedingte Dominanz der kleineren Erfolge auf der kognitiven Wahrnehmungsebene schwächt die Bedeutung und die tatsächliche Bedrohung, die von größeren und zeitlich länger zurückliegenden Verlusten ausgeht.

Neben der Aktualität beeinflusst auch die Auffälligkeit eines Ereignisses die kognitive Verfügbarkeit eines anderen Ereignisses. Die Auffälligkeit eines Ereignisses führt dazu, dass dieses Ereignis im Vergleich zu einem weniger auffälligen Ereignis unabhängig vom Zeitpunkt seines Auftretens stärker wahrgenommen und gewichtet wird mit der Folge, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit von auffälligen Situationen höher eingestuft wird.²¹⁶ Die Auffälligkeit von Ereignissen für einen Manager kann sich aus einer Neuigkeit, einer persönlicher Involvierung bei Projekten oder einer ungewohnten Vorgehensweise bei einem Projekt ergeben. Aufgrund der leichteren kognitiven Verfügbarkeit dieser Auffälligkeiten wird ein Ereignis unabhängig von seiner tatsächlichen Wahrscheinlichkeit subjektiv als wahrscheinlich eingeschätzt.

Ist die Auffälligkeit dieser Ereignisse vor allem von einer positiven, unerwarteten Entwicklung und dem Erfolg dieser Projekte geprägt, so führen die Überbewertung der Häufigkeit ihres Eintritts und ihre Übertragung auf andere Zusammenhänge zu unangemessen optimistischen Einschätzungen anderer Projekte. Konkret bedeutet diese fehlerhafte Informationswahrnehmung, dass aufgrund der gedanklichen Präsenz die Wahrscheinlichkeit für den positiven Ausgang eines Projektes oder einer Investition entgegen den tatsächlichen Hinweisen höher eingestuft und damit infolge der unrealistischen Erwartungen notwendige Entscheidungen zum Abbruch verlustreicher Engagements nicht getroffen werden.

Ähnliche Wirkungszusammenhänge sind bei der Anschaulichkeit und der affektiven Kongruenz von Ereignissen zu erwarten. So führt die Anschaulichkeit von Meldungen

²¹⁶ Vgl. Fischhoff/Slovic/Lichtenstein (1978), S. 330-334; Oehler (1995), S. 48; Eisenführ/Weber (2003), S. 176.

über Situationen, die von Dritten dargestellt werden, zu ihrer stärkeren Wahrnehmung und leichteren Verfügbarkeit dieser Ereignisse im Vergleich zu abstrakten Daten aus den Medien. Befindet sich ein Unternehmen in einer wirtschaftlich kritischen Situation, so ist bei vitalen Erzählungen eines anderen Managers über seine in einer vergleichbaren Situation erzielten Erfolge aufgrund der guten Vorstellbarkeit, der konkreten und emotionalen Färbung der Schilderung und der Informationen von einer Steigerung der Einprägsamkeit dieses Ereignisses auszugehen. Diese führen dazu, dass der Manager die Eintrittswahrscheinlichkeit seiner eigenen Erfolge überschätzt und die Wahrscheinlichkeit von Misserfolgen systematisch unterschätzt. Damit ist auch dann zu rechnen, wenn die Möglichkeit eines Scheiterns, insbesondere bei starker Involvierung und Identifizierung des Managers mit dem Unternehmen, nicht vorstellbar und somit auch nicht verfügbar ist.

Die affektive Kongruenz bedeutet, dass die von einer Stimmung dominierte Erinnerung in der gleichen Stimmung schneller präsent ist.²¹⁷ Diese kognitive Verbindung hat zur Folge, dass die sich auch nach kleineren Erfolgen einstellende positive Stimmung auf andere Vorhaben und Investitionen mit der Konsequenz übertragen wird, dass bei Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit eines neuen Projektes oder der Bewertung eines Unternehmensteils die Erfolgsaussichten unangemessen hoch eingeschätzt werden. Somit steigt die Gefahr, dass diese Neigung der Manager zur optimistischen Prognose auch bei den für die Verkaufsentscheidung relevanten Fragestellungen wirksam wird und die Entscheidung zum Verkauf beeinflusst.

In diesem Zusammenhang ist auch der Priming-Effekt zu nennen, der die Neigung von Entscheidungsträgern zur starken Gewichtung vorgeprägter Wahrnehmungs- und Bewertungstendenzen bei der Beurteilung neuer Sachverhalte beschreibt.²¹⁸ So führt z. B. eine zeitlich begrenzte eingehende Auseinandersetzung mit den Wörtern „rentabel“, „Erfolgspotential“ und „Gewinn“ zu einer positiveren und optimistischeren Wahrscheinlichkeitseinschätzung eines Entscheidungsproblems als eine Auseinandersetzung mit den Wörtern „risikoreich“, „Verlust“ und „Insolvenz“. Bei Verkaufsüberlegungen

²¹⁷ Pinner spricht in diesem Zusammenhang von „stimmungskongruenten Erinnerungen“, vgl. Pinner (1997), S. 205.

²¹⁸ Vgl. Goldberg/Nitzsch (2004), S. 65f.

bedeutet diese kognitive Voreingenommenheit des Managers eine einseitige Informationsgenerierung und führt zur Fehleinschätzung der Entscheidungssituation.

Diese Beispiele für verzerrtes Wahrnehmungsverhalten von Managern führen dazu, dass aufgrund der verzerrten Abbildung der Entscheidungssituation und der Verkennung des Entscheidungsproblems die Möglichkeit eines Scheiterns erst gar nicht in Betracht gezogen wird. Selbst in einer wirtschaftlich kritischen Unternehmenssituation neigen die Manager infolge der Entscheidungswirksamkeit von Erinnerungen als bedeutende Entscheidungsgrundlage dazu, auch eindeutige Entscheidungssituationen fehlerhaft einzuschätzen, was die ohnehin schon bedrohliche Unternehmenssituation verschärfen kann. Damit wird gleichzeitig die Notwendigkeit, Maßnahmen zu ergreifen und damit einer weiteren Wertvernichtung entgegenzuwirken verkannt.

4.2.1.2 Repräsentativitätsheuristik

Mit der Anwendung der Repräsentativitätsheuristik versucht ein Entscheidungsträger durch Vergleich eines für die Entscheidung relevanten Objektes mit einer Objektklasse Rückschlüsse auf die Höhe der Wahrscheinlichkeit zu ziehen, dass das Objekt dieser Objektklasse angehört. Problematisch ist die Verwendung dieser Methode dann, wenn die Repräsentativität des Objektes und dessen Eintrittswahrscheinlichkeit voneinander abweichen. Zahlreiche experimentelle Untersuchungen belegen die Tendenz von Entscheidungsträgern, bei Vorliegen dieser Nichtübereinstimmung fundierte wahrnehmungstheoretische Regeln zu ignorieren, die systematische Fehler im Informationsverarbeitungsprozess nach sich ziehen.²¹⁹ Dabei sind die systematischen Fehler vornehmlich in einer Überschätzung der Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten eines repräsentativen Ereignisses begründet.²²⁰ Es lassen sich daher bei der Wahrnehmungsheuristik verschiedene irrationale Neigungen von Entscheidungsträgern diskutieren und ihre

²¹⁹ Vgl. Tversky/Kahneman (1982b), S. 84-98; Bar-Hiller (1980), S. 211-233; Kahneman/Tversky (1982b), S. 32-47; Tversky/Kahneman (1983), S. 292-315. Shefrin (2007), S. 8 gibt ein Beispiel für falsche Rückschlüsse, wenn Manager sich auf die Zuverlässigkeit der Repräsentativitätsprinzipien verlassen.

²²⁰ Neben der Neigung des Managers unbewusst Repräsentativitätsüberlegungen heranzuziehen, ist davon auszugehen, dass die Tendenz zur Überschätzung einer Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmter Ereignisse auch mit Eigenschaften des Managers hinsichtlich seines Risikoverhaltens und Optimismus korrespondiert.

folgenschweren Auswirkungen auf die Verkaufsentscheidung und den Verkaufsprozess analysieren.

Die erste Variante der Urteilsverzerrung betrifft die Überschätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten. So neigen Manager dazu, sofern nicht zufälligerweise die Repräsentativität und die Wahrscheinlichkeit für die Entscheidungsfindung des relevanten Zusammenhangs übereinstimmen, die Grundgesamtheit bzw. der Apriori-Wahrscheinlichkeit systematisch zu vernachlässigen. Davon ist vor allem dann auszugehen, wenn ein Manager, der beim Abschätzen der Wahrscheinlichkeit für die Abwendung des Unternehmensverkaufes durch einen ausreichenden Erfolg aus einer laufenden Investition die Möglichkeit eines Misserfolgs der Investition ausblendet.²²¹ Dabei muss die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Investition nicht repräsentativ für die Grundgesamtheit, bestehend aus den Wahrscheinlichkeitsvariablen „Erfolg“ und „Misserfolg“ sein, wenn die Wahrscheinlichkeit eines Erfolgs erheblich unter der Wahrscheinlichkeit von Misserfolgen liegt. Das ist vor allem dann der Fall, wenn die Wahrscheinlichkeit eines ausreichenden Erfolgs zur Verhinderung eines Unternehmensverkaufes wesentlich geringer ausfällt als für einen bloßen Erfolg.

Die Apriori-Wahrscheinlichkeit bedeutet, dass der Manager bei der Beurteilung der Investition während des laufenden Investitionsprojekts die Wahrscheinlichkeit der Abwendung des Unternehmensverkaufes höher einstuft als bei einer objektiveren Einschätzung im Vorfeld der Investitionstätigkeit. In diesem Fall wird die tatsächliche Höhe dieses Anteils an der Grundgesamtheit völlig außer Acht gelassen. Die daraus abzuleitenden Gefahren beziehen sich vornehmlich auf die unzutreffende Erfassung der Entscheidungssituation und des Entscheidungsproblems. Als Folge dieser Verletzung grundlegender Gesetzmäßigkeiten der Wahrscheinlichkeitstheorie wird die Wahrscheinlichkeit der unbeschadeten Fortführung des Unternehmens bzw. des Verbleibs eines Unternehmensteils im Unternehmensgefüge systematisch überschätzt.

In diesem Zusammenhang kann auch von einer conditional probability fallacy bzw. einer Umkehrung bedingter Wahrscheinlichkeiten gesprochen werden, die die Neigung von Entscheidungsträgern zur unbewussten Verwechslung der Bedingung mit dem Er-

²²¹ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 177.

eignis ausdrückt.²²² So wird die Wahrscheinlichkeit, dass ein ausreichender Erfolg auch die Anzeichen eines Erfolgs mit sich trägt (ca. 66%), mit der Wahrscheinlichkeit, dass bei einem Anzeichen eines Erfolgs tatsächlich ein ausreichender Erfolg vorliegt (ca. 20%) verwechselt. Die nachfolgende Abbildung soll diesen Zusammenhang verdeutlichen (Abb. 12).

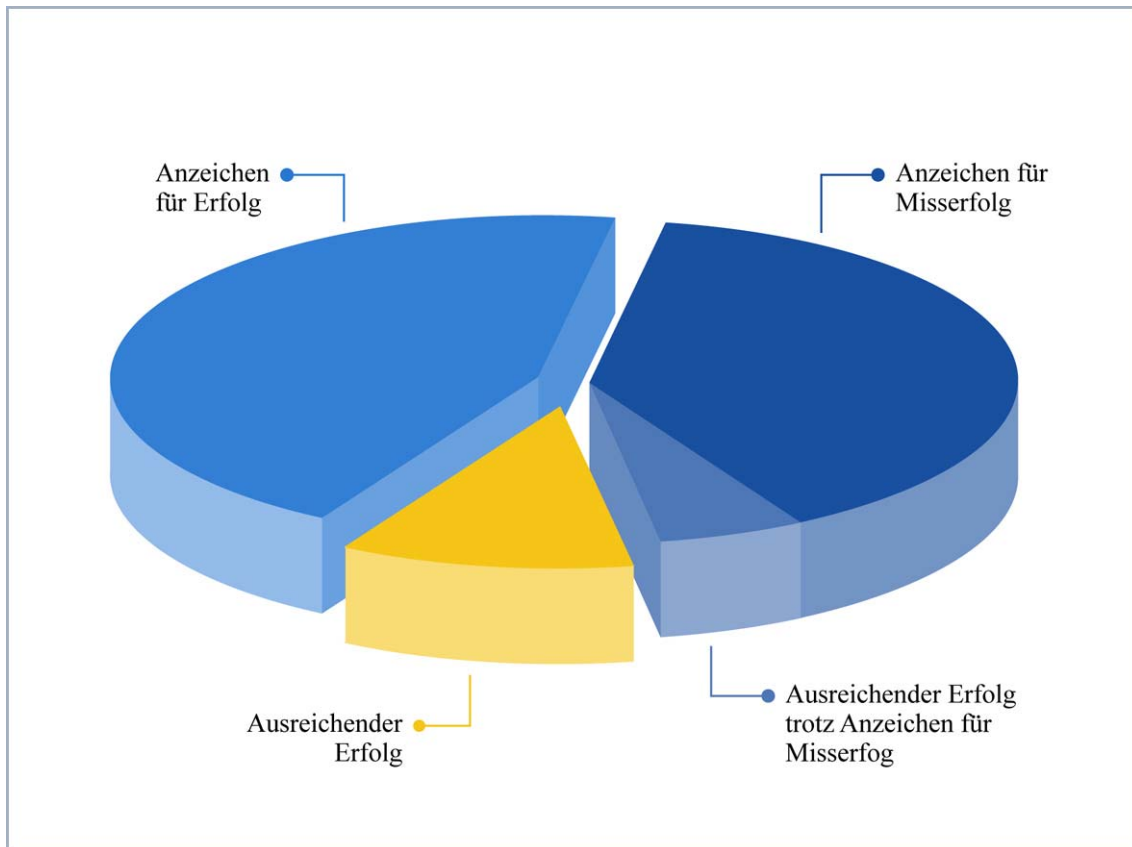


Abb. 12: Entscheidungsverzerrung durch Anwendung der Repräsentativitätsheuristik²²³

Aufgrund dieser Verwechslung von Ähnlichkeiten und Wahrscheinlichkeiten wird die Eintrittswahrscheinlichkeit eines ausreichenden Erfolgs systematisch überschätzt und somit auch die Notwendigkeit zum Verkauf des Unternehmens nicht gesehen. Da der auf das Ähnlichkeits-Phänomen zurückzuführende Irrtum sehr häufig auftritt und auch weitreichende Folgen nach sich ziehen kann, ist er insbesondere bei der Erklärung des Entscheidungsverhaltens sehr relevant.²²⁴

²²² Vgl. Nitzsch/Friedrich (1999), S. 35; Eisenführ/Weber (2003), S. 177f.

²²³ Eigene Darstellung.

²²⁴ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 177f.

Eine weitere Ursache für Fehleinschätzungen von Wahrscheinlichkeiten ist auf die Verletzung von wahrscheinlichkeitstheoretischen Multiplikationsregeln zurückzuführen. So haben *Kahneman/Tversky* in Experimenten die Neigung von Entscheidungsträgern aufgedeckt, den gleichzeitigen Eintritt von zwei Einzelereignissen als wahrscheinlicher einzustufen als den Eintritt eines einzelnen Ereignisses.²²⁵ Dabei kann die Eintrittswahrscheinlichkeit verbundener Ereignisse logischerweise nicht größer sein als die jedes Einzelereignisses. Die unzutreffende Schlussfolgerung der Entscheidungsträger hängt vor allem damit zusammen, dass aufgrund eines vorhandenen Denkmusters die Repräsentativität eines Ereignisses durch Ergänzung um eine weitere Aussage gestützt werden kann. Diese Ergebnisse untermauern die Vermutungen von *Kahneman/Slovic/Tversky*, dass Entscheidungsträger die Eintrittswahrscheinlichkeit von Ereignissen in Abhängigkeit von ihrem Repräsentativitätsgrad beurteilen.²²⁶

Bei einer Übertragung des „Linda“-Experimentes²²⁷ auf Wahrscheinlichkeitsschätzungen eines Managers bei Verkaufsüberlegungen werden Ursachen für weitere Entscheidungsfehler ersichtlich. Entsprechend wird ein Manager bei der Beurteilung der Möglichkeit der Abwendung eines Unternehmensverkaufes, die in einem engen Zusammenhang mit dem Erfolg eines Projektes steht, die Wahrscheinlichkeit für die Erzielung eines Gewinns, der gleichzeitig über einer verkaufskritischen Grenze liegt, höher einstufen als die für „nur“ einen unbestimmten Gewinn. Diese nicht nur wahrscheinlichkeitstheoretisch unrichtige Folgerung kann in kognitiv verankerten Schemata über die für ihn mental vorstellbaren Entwicklungen des Unternehmens begründet sein.

In diesem Denkmuster dominieren demnach eher gedankliche Szenarien wie: „Jetzt sind wir schon so weit gekommen, dann können wir, wenn wir unsere Kräfte bündeln und uns hauptsächlich auf den Erfolg des entscheidungsrelevanten Projektes konzentrieren, von einem ausreichenden Gewinn ausgehen“. Durch die Vorstellung weiterer Details, also die Ergänzung um weitere Einzelereignisse, die vitaler sind und ihm deshalb glaubhafter erscheinen als abstraktere Einzelereignisse, obwohl mit jedem weiteren Einzeler-

²²⁵ Vgl. Kahneman/Tversky (1982b), S. 91-96.

²²⁶ Vgl. Kahneman/Tversky (1982b), S. 97.

²²⁷ Im klassischen „Linda“-Beispiel schätzen die Versuchspersonen (85 % der 88 Versuchspersonen) die Wahrscheinlichkeit, dass eine u.a. auch als eine zu Studentenzeiten als Aktivistin in Fragen der Diskriminierung, sozialen Gerechtigkeit und Kernkraft-Diskussionen beschriebene Linda heute Bankangestellte und gleichzeitig in der Frauenbewegung tätig ist, höher ein als dass Linda einfach nur Bankangestellte ist. Vgl. Kahneman/Tversky (1982b), S. 91-96; Eisenführ/Weber (2003), S. 178.

eignis tatsächlich die Eintrittswahrscheinlichkeit sinkt, unterliegt der Manager der unlogischen Inkonsistenz.²²⁸ Dabei wird die Verbundenheit der Ereignisse „Gewinn“ und „Gewinne über eine kritische Grenze“ und die damit folglich geringere Eintrittswahrscheinlichkeit der zusammengesetzten Ereignisse gänzlich vernachlässigt.

Diese Ausblendung der wahrscheinlichkeitstheoretischen Multiplikationsregel steht auch in einem engen Zusammenhang mit den Assoziationen des Managers. So führt die verbreitete Verknüpfung von Unternehmensverkäufen mit reaktiven und dringlichen Verkaufsmotiven und Vermutungen über Managerversagen, Misswirtschaft, Arbeitsplatzvernichtung und Reputationsverlust des Managers dazu, dass er diesen Zusammenhang und die damit verbundene Vorstellung nicht mit seiner Person selbst assoziiert. Da diese Vorstellung deshalb nicht in sein Schema und Denkmuster passt und damit eine geringe Repräsentativität vorliegt, besteht die Gefahr, dass die Wahrscheinlichkeit der Notwendigkeit des Verkaufs und der Implementierung eines Verkaufsprozesses unterschätzt wird.

Die Einbeziehung und die Wahrnehmungswirksamkeit der in den kognitiven Prozessen verankerten Schemata und Denkmuster erstreckt sich auch auf die Einschätzung von empirischen und kausalen Zusammenhängen, die auch bei Nicht-Existenz dann hergestellt werden, wenn sie zu den Vorstellungen und Denkmuster des Entscheidungsträgers passen.²²⁹ Diese psychische Anomalie ist in der Initiierungsphase, vor allem bei der Bestimmung des Verkaufsobjektes, und der Analysephase, in der für einen erfolgreichen Unternehmensverkauf eine unverzerrte Abbildung der Wirkungs- und Kausalzusammenhänge im Unternehmen bedeutsam ist, mit folgenschweren Konsequenzen verbunden. Aufgrund dieser kognitiven Beschränkungen neigt der Manager bei der Bestimmung des Verkaufsobjektes dazu, unternehmensinterne und erfolgsgenerierende Verbindungen und Verknüpfungen als Synergien und Synergiepotentiale zwischen Prozessen, Organisationen und Strukturen nicht wahrzunehmen, die bei ihrer Trennung einen irreversiblen Schaden bei den verbleibenden Unternehmensteilen nach sich ziehen.

²²⁸ Vgl. Kahneman/Tversky (1982b), S. 98; Eisenführ/Weber (2003), S. 179. Vgl. auch Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 186f, die die Abhängigkeit des Repräsentativitätsgrads von der Übereinstimmung einer Beobachtung bzw. Zusammenhang mit einem vorhandenen Schema oder Denkmuster betonen.

²²⁹ Vgl. Goldberg/Nitzsch (2004), S. 72; Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 186f.

Dieser Konjunktionseffekt bewirkt auch, dass bei der Unternehmensanalyse und der Analyse von Chancen und Risiken in der Analyse- und Konzeptionsphase kausale Zusammenhänge regelmäßig überschätzt oder Zusammenhänge hergestellt werden, die nicht existieren. Im Zuge der Aktivitäten innerhalb der Vorbereitungsphase, die insbesondere der Evaluierung einer schlagkräftigen Verhandlungsargumentation dienen, führen diese Konjunktionsfehler zu einer unrealistischen Wiedergabe der Verhandlungsposition. Darüber hinaus werden für einen Kaufinteressenten entscheidende Synergien und Synergiepotentiale und damit auch die Attraktivität des Verkaufsobjektes begründende Eigenschaften nicht aufgezeigt. Folglich wird die Ansprache der für einen potentiellen Käufer interessanten Themen versäumt. Die fehlerhafte Darstellung unternehmensinterner Wirkungs- und Kausalzusammenhänge ist auf ihre mangelnde Übereinstimmung mit den vorhandenen Schemata und Denkmustern und die damit verbundene geringere Repräsentativität dieser Zusammenhänge beim Entscheidungsträger zurückzuführen.

Somit wirkt sich die Repräsentativitätsheuristik bei Unternehmensverkäufen zweifach nachteilig aus: Zum Einen kann der Manager aufgrund der mit der Verwendung der Repräsentativitätsheuristik zusammenhängenden systematischen Fehleinschätzung von Zusammenhängen Synergien und Synergiepotentiale bei den gewöhnlichen unternehmerischen Entscheidungen nicht wirtschaftlich nutzen. Zum Anderen kann er aber auch bei der Unternehmensveräußerung diese Zusammenhänge nicht durch gezielte Nutzung verwerten und seine Verhandlungsposition damit stärken, da er sie nicht schon zuvor herstellen konnte.

4.2.1.3 Verankerungsheuristik

Die Verankerungsheuristik als weitere Ausprägung der subjektiven Entscheidungvereinfachung bei komplexen Entscheidungen unter Unsicherheit ist eng mit der Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristik verbunden. Hierbei neigen Entscheidungsträger dazu, nicht geeignete Start- oder Richtwerte zu bilden und heranzuziehen. Diese werden bei der Formulierung des Entscheidungsproblems, bei einem ersten Problemlösungsversuch, aus subjektiven Erfahrungswerten oder einfach ungeachtet des Vorlie-

gens einer Problemaffinität oder eines Informationsgehaltes aus Zufallsereignissen generiert.²³⁰

So fanden *Kahneman/Tversky* in einem Experiment zur Bedeutung des Referenzwertes heraus, dass Versuchspersonen bei der Schätzung des Anteils afrikanischer Staaten in den Vereinigten Nationen sogar zufällig durch Drehen eines Glücksrades generierte Werte berücksichtigten.²³¹

Das eigentliche Problem der Einbindung dieser Ursprungswerte liegt dabei in der nur langsamen und unvollständigen Anpassung dieses Richtwertes (Anker) beim Zugang neuer Informationen. Diese unzureichende Adjustierung des Ankerwertes auch unter Berücksichtigung zweckdienlicher Informationen führt zu einer unangemessen hohen Gewichtung des Richtwertes. Damit wird die Urteilsbildung schon mit dem Setzen des Ankers im Wesentlichen determiniert.

Die sich aus der Ausrichtung der Urteilsbildung ergebenden systematischen Abweichungen beziehen sich sowohl auf Einschätzungen von Wahrscheinlichkeiten und die Beurteilung von Zusammenhängen, wobei sowohl numerische Größen als auch verbale Beschreibungen als Richtwerte fungieren.²³² Bei Unternehmensverkäufen sind aus der Verwendung von Ankerwerten resultierende systematische Fehler mit schwerwiegenden Konsequenzen verbunden.

So führt die Beurteilung einer positiven Unternehmensentwicklung unter Zugrundelegung schwacher Vorjahresergebnisse zu einer eher unangemessen positiven Bewertung der Unternehmenssituation. Diese verzerrende Wirkung des Referenzpunktes wird dabei durch die Aktualität des Referenzwertes verstärkt, da er aufgrund seiner Verfügbarkeit mehr Gewicht erhält. Da auch Pläne und Erwartungen als Bezugspunkte verwendet werden, neigt der Manager dazu, einen unter den erwarteten Einbußen liegenden Ver-

²³⁰ Vgl. Langer (1999), S. 10; Unser (1999), S. 163; Eisenführ/Weber (2003), S. 180; Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 174f. Interessant ist in diesem Zusammenhang die Untersuchung einer möglichen Beeinflussung der Auswahl und der Art der Verwendung von Richtwerten beim Vorliegen von zwei Richtwerten, die sich in ihrer Affinität zum Entscheidungsproblem unterscheiden.

²³¹ Vgl. Tversky/Kahneman (1974), S. 1124-1130. Weitere Untersuchungen und Analysen finden sich in Chapman/Johnson (2002) und Mussweiler/Englich/Strack (2004).

²³² Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 175.

lust als Gewinn wahrzunehmen, der infolge der verfälschten Wahrnehmung der Entscheidungssituation keinen Interventionsbedarf mehr begründet.

Auch während des eigentlichen Verkaufsprozesses lassen sich die erfolgsbeeinträchtigenden Auswirkungen der Verwendung der Verankerungsheuristik identifizieren, die insbesondere in der Verhandlungsphase ihren Niederschlag finden. Demnach wird auch mit der Festlegung eines Verkaufspreises des Unternehmens ein Ankerwert gesetzt, der die Verkaufspreisverhandlungen erheblich dominiert. Dabei verliert dieser Referenzpunkt auch dann nicht an Starrheit, wenn sich die Kaufpreisforderung im Zeitablauf als unangemessen herausstellt.

Das Kernproblem bei der Verwendung eines Ankerwertes liegt in der mangelnden Anpassung dieses Wertes an die neuen Gegebenheiten des Entscheidungsproblems, was die Verbesserung der Entscheidungsqualität durch konsequente Rückkopplungsprozesse im Entscheidungsprozess verhindert.

Da auch bei der Verfügbarkeit aktueller und entscheidungsrelevanter Informationen diese nur unterproportional wahrgenommen werden, schränkt diese kognitive Bindung an einen bestimmten Richtwert die Anpassungsflexibilität erheblich ein. So neigt der Manager bei der Bewertung der Kaufpreisangebote dazu abweichende Angebote interessanter Kaufinteressenten von den Verkaufsverhandlungen auszuschließen. Zudem führt ein unbegründetes Festhalten an einem Richtwert bei fortgeschrittenen Verhandlungen zu einem Verlust der Argumentationsschlagkraft.

Das Aufzeigen der Auswirkungen dieser Heuristik auf die Entscheidungssituation eines Unternehmensverkaufs und eine dahingehende Sensibilisierung des Managers ist auch deshalb so bedeutend, da sich die Effekte der Verankerungsheuristik nicht verringern oder aufheben lassen, wie *Weber/Keppe/Meyer-Delius* in empirischen Untersuchungen nachgewiesen haben.²³³

²³³ Vgl. Weber/Keppe/Meyer-Delius (2000), S. 159-176.

4.2.2 Das Harmoniebedürfnis

Das natürliche Bedürfnis nach Harmonie zielt auf Widerspruchsfreiheit ab. Die Entscheidungsrelevanz des Harmoniebedürfnisses²³⁴ ergibt sich aus dem Versuch des Entscheidungsträgers, einer subjektiv wahrgenommenen Disharmonie durch mehr oder weniger bewussten Einsatz bestimmter Wahrnehmungs-, Verarbeitungs- und Entscheidungsstrategien entgegenzuwirken. Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen die Theorie der kognitiven Dissonanz und die Prospekt Theorie, die eng mit dem Harmoniebedürfnis verbunden sind.

4.2.2.1 Die Theorie der kognitiven Dissonanz

Die Dissonanztheorie von *Festinger* basiert auf der Annahme, dass Menschen in ihrer kognitiven Wahrnehmungs- und Gedankenwelt nach Widerspruchsfreiheit und Komplementarität streben.²³⁵ Dabei interessieren vor allem die Relationen der verschiedenen Elemente dieses kognitiven Systems, der Kognitionen, wie z. B. Glaubensvorstellungen, Attributionen und das Selbst sowie Einstellungen und Meinungen zu Sachverhalten, die für die Entstehung von Dissonanzen in einer relevanten Beziehung zueinander stehen müssen. Eine Dissonanz liegt dann vor, wenn mindestens zwei kognitive Elemente nach dem subjektiven Empfinden eines Individuums nicht miteinander vereinbar sind. Aus dem als unangenehm empfundenen Zwiespalt – und darin ist die Kernaussage der Theorie der kognitiven Dissonanz zu sehen – resultiert das menschliche Verlangen nach der Beseitigung oder Minderung der entsprechenden Inkonsistenzen im Kognitionensystem als Reaktion auf diesen inneren Spannungszustand.²³⁶

Dabei hängt das Ausmaß des Verlangens nach Lösung des inneren Spannungszustandes von der Dissonanzstärke ab, die vor allem durch die Anzahl der dissonanten Elemente und ihrer subjektiven Bedeutung determiniert wird. Bei einem Manager, der im Rahmen seines Wertsteigerungsauftrags aktuell einer schlechten Unternehmensperformance ausgesetzt ist, ruft eine Unternehmensverkaufsentscheidung eine starke Dissonanz her-

²³⁴ Vgl. auch Goldberg/Nitzsch (2004), S. 118, die bestimmte Verhaltensweisen von Kapitalmarktakteuren mit einem Harmoniebedürfnis erklären.

²³⁵ Vgl. Festinger (1957); Fischer /Wiswede (2002), S. 227-229.

²³⁶ Vgl. Nitzsch/Friedrich (1999), S. 65.

vor.²³⁷ Zudem ist er weiteren dissonanten Komponenten ausgesetzt, wie z. B. mit dem Verkauf drohendem persönlichen Ansehensverlust wegen vermeintlicher Schlechterfüllung seiner Managementaufgabe. Diese für das Unternehmen und den Manager bedeutende Entscheidung ist deshalb mit zahlreichen Kognitionen und konkurrierenden konsonanten und dissonanten Elementen verbunden. Darüber hinaus wird die Stärke der Dissonanz durch das Gewicht der relevanten Kognitionen bestimmt, insbesondere auch für das eigene Selbstkonzept²³⁸. Ferner werden die Verantwortlichkeit des Entscheiders für diese unangenehme Situation sowie die Irreversibilität der Konsequenzen und Entscheidungen als weitere Einflussfaktoren genannt.²³⁹

Eine wesentliche Voraussetzung für das Entstehen von Dissonanzen ist die Entscheidungsfreiheit des Entscheiders, d. h. die Möglichkeit seine Auswahl aus mindestens zwei Alternativen ohne Zwang treffen zu können. Diese Entscheidungsfreiheit schließt eine Entscheidungsfindung auf der Basis eindeutiger und detaillierter Anweisungen aus. Dennoch ist ein Manager aufgrund seiner Weisungsgebundenheit nicht vor Dissonanzen geschützt, sondern unterliegt gerade aufgrund seiner weitreichenden Verantwortung und eines damit verbundenen persönlichen Qualitätsanspruchs dissonanten Kognitionen. Diese Verantwortung bzw. Verpflichtung kann unterschiedliche Quellen haben. Die bedeutendsten Bestimmungsgründe für das Entstehen von Dissonanzen stellen die Selbstverpflichtung (Commitment) und die Verpflichtung aus Verantwortung bzw. gegenüber einer zur Rechenschaft verpflichteten Person oder Personenkreis (Accountability) dar.

Das Entscheidungsverhalten eines Managers als Agent ist grundsätzlich auf die Wahrung und Verteidigung der Interessen seines Prinzipals ausgerichtet. Die in seinem Geschäftsführungsauftrag verankerte Verantwortung und Verpflichtung zur Rechen-

²³⁷ Dieser Wunsch nach Dissonanz stellt sich insbesondere bei Entscheidungssituationen für Unternehmensverkäufe bei reaktiven Verkaufsmotiven dar, da hier Unternehmenswertsteigerungsauftrag und schlechte Unternehmensperformance in einem Widerspruch stehen.

²³⁸ Ähnlich argumentieren auch Steele/Liu (1981 und 1983). Nach Wiswede (2004), S. 486 wird das Selbstkonzept definiert als die „Gesamtheit des auf die eigene Person gerichteten Wissens über sich selbst samt der sich daraus ergebenden Beurteilungen“. In diesem Zusammenhang steht vor allem die Selbstwertdienlichkeit, als eine Selbstkonzept-Theorie im Vordergrund, die darauf ausgerichtet ist, „das eigene Selbstbild positiver zu gestalten oder es gegen Bedrohungen von außen zu verteidigen“ (Wiswede (2004), S. 486). Vgl. auch die Ausführungen von Brehm/Cohen (1962), S. 160-162. *Brehm/Cohen* sehen auch die Stärke der Dissonanz in Abhängigkeit davon, ob und inwieweit die zentralen Motive der Person berührt werden.

²³⁹ Vgl. Fischer/Wiswede (2002), S. 242 und die darin enthaltenen Verweise.

schaftsabgabe (Accountability) zieht gleichzeitig aus seinem Verantwortungsgefühl heraus inkonsistente Kognitionen und damit eine Dissonanz nach sich.

Bevor auf die mit diesen Verpflichtungen verbundenen Konsequenzen für unternehmerisches Entscheidungsverhalten eingegangen wird, insbesondere für Entscheidungen bei Unternehmensverkäufen, sollen nachfolgend die Bestimmungsgründe für Accountability und Commitment aufgezeigt werden, als die wichtigsten Determinanten für das Empfinden von Dissonanz.

4.2.2.1.1 Commitment und seine Determinanten

Eine notwendige Bedingung für das Entstehen von Dissonanzen ist die emotionale Bindung des Entscheidungsträgers an eine Entscheidung, d. h. dass er „emotional an einer Entscheidung hängt“²⁴⁰. Aus dieser persönlichen Involvierung resultiert eine innere Verantwortung, dieser Entscheidung verpflichtet zu sein, und führt damit zu einer Selbstverpflichtung bzw. Commitment²⁴¹. Im Mittelpunkt des Commitment-Begriffes steht ein Verpflichtungsgefühl mit dem Verlangen, ein früheres Entscheidungsverhalten aufrecht zu erhalten.²⁴² Somit wächst der Entscheidungsträger aufgrund seiner früheren Entscheidung in eine Verantwortlichkeit mit Bindungswirkung hinein, die eine Abkehr von dieser Entscheidung erheblich erschwert. Damit wird sein künftiges Entscheidungsverhalten durch Bindung in der Vergangenheit maßgeblich bestimmt. Mit der persönlichen Bindung eines Entscheidungsträgers an eine Entscheidung steigen das Commitment und damit auch gleichzeitig die Dissonanzstärke.

Dieses emotionsbehaftete Commitment spielt bei Unternehmensverkaufsentscheidungen eine zentrale Rolle und stellt eine entscheidende Risiko- und Problemquelle dar. Ein Manager kann dabei aus verschiedenen Motiven einer Selbstverpflichtung unterliegen, die zu einer Verzögerung der Verkaufsentscheidung führen kann. So löst der Aufbau eines Unternehmensbereichs durch den Manager, der für diesen Unternehmensbereich

²⁴⁰ Brehm/Cohen (1962), S. 8.

²⁴¹ Der Begriff Commitment wird im Zusammenhang mit der Interaktions- und Kleingruppenforschung sowie der Rollentheorie und der Organisationspsychologie verwendet.

²⁴² Vgl. Wiswede (2004), S. 75.

mit der Verkaufsprüfung befasst ist, aufgrund des mit dem Unternehmensbereich verbundenen Commitments eine Dissonanz aus. Auch Überlegungen zum Verkauf einer Mehrheitsbeteiligung sind, insbesondere dann, wenn ihr ursprünglicher Erwerb auf dessen Überzeugungsarbeit zurückzuführen ist, mit kognitiven Unstimmigkeiten beim Manager verbunden.

Die Höhe des Commitments einer Entscheidung bzw. die Intensität der Bindungswirkung wird durch die Entscheidungsfreiheit, die Höhe der Ressourcenbindung und die Verantwortung maßgeblich determiniert.²⁴³ Im Vergleich zu der Bindungswirkung der Entscheidung eines allein agierenden Anlegers kommt den sozialen und öffentlichen Bindungen eines Entscheidungsträgers, die regelmäßig bei Unternehmensentscheidungen vorliegen, als weitere Einflussgröße eine große Bedeutung zu. Wie noch zu zeigen sein wird, steigt mit der Höhe des Commitments nicht nur die Dissonanzstärke, sondern auch die Veränderungsresistenz, die insbesondere im Zusammenhang mit Unternehmensverkäufen das eigentliche Problem darstellt.

4.2.2.1.1.1 Ausmaß der Ressourcenbindung

Eine wesentliche Einflussgröße für die Höhe des Commitments stellt das Ausmaß der bestehenden und bei einer Entscheidungsänderung zu erwartenden Ressourcenbindung in Form von Aufwendungen in zeitlicher, finanzieller und personeller Hinsicht dar. Neben diesen Sunk costs²⁴⁴ spielen auch psychische Kosten eine entscheidungsrelevante Rolle.

Dieser psychische Preis ergibt sich aus der intensiven Auseinandersetzung eines Managers mit der ursprünglichen Entscheidung und seiner daraus folgenden mangelnden Bereitschaft, sich von dieser Entscheidung wieder zu distanzieren. Diese Ablehnung ist mit dem Anspruch verbunden, dass sich „die Entscheidung lohnen muss“. Es handelt sich dabei um den Versuch, den kognitiven Aufwand psychisch zu rechtfertigen. So ist davon auszugehen, dass diese psychischen Kosten bei der Entstehung von Commitment

²⁴³ Vgl. Wiswede (2004), S. 75; Nitzsch (2002), S. 41-44.

²⁴⁴ Vgl. Abschnitt 4.2.2.3.1.2.

stärker gewichtet werden. Ihre Involvierung in Entscheidungen ist in Abhängigkeit von den Persönlichkeitsmerkmalen der Individuen, insbesondere in Bezug auf die Selbstkognitionen interpersonell unterschiedlich stark ausgeprägt. Deshalb liegt die Vermutung nahe, dass bei Managern der oberen Entscheidungs- und Kompetenzebene aufgrund der mit ihrer Position verbundenen zeitlichen Knappheit psychische Kosten eine größere Rolle spielen und diese damit im Vergleich zu anderen Entscheidungsträgern stärker einem Commitment exponiert sind.

4.2.2.1.1.2 Soziale Verflechtungen

Insbesondere bei Managemententscheidungen wird der Bindungswirkung sozialer Verflechtungen große Bedeutung beigemessen. So können persönliche Verbindungen und Kontakte zu Mitarbeitern des Unternehmens und die damit verbundene persönliche Involvierung des Managers dazu führen, dass ein Manager an seiner Entscheidung hängt. Dieses Commitment steigt zudem mit Zugeständnissen, wenn diese einem wirtschaftlichen Kalkül entgegenstehen. Diese emotionalen Auswirkungen der zwischenmenschlichen Verflechtungen gehen über die übliche soziale Managementverantwortung hinaus und lösen kognitive Dissonanzen in Entscheidungssituationen aus, die eine Distanzierung von diesen früheren Zusagen verlangen.

Ähnliche Folgen sind bei emotionalen Bindungen an die Unternehmensgeschichte zu erwarten. Dissonante Wirkungen aufgrund von Commitment gehen auch von einer öffentlichen Bindung des Managers an eine Entscheidung aus, da er bei einer späteren Abkehr von seinem öffentlichen Bekenntnis und der Verteidigung dieser Entscheidung persönliche Ansehens- und Reputationsverluste fürchtet. Somit neigt der Manager infolge des öffentlichen Drucks dazu, an seiner öffentlich kommunizierten Entscheidung festzuhalten, ungeachtet des zu erwartenden wirtschaftlichen Schadens. Deshalb wird die dissonanzinduzierte Entscheidungswirksamkeit von sozialen und öffentlichen Bindungen bei Unternehmensentscheidungen als bedeutsam für das Commitment eingestuft.

4.2.2.1.1.3 Entscheidungsfreiheit

Eine starke Einschränkung der Entscheidungsfreiheit und damit Reduzierung der Entscheidungsalternativen eines Managers verhindert die Entstehung innerer Zweifel an der Richtigkeit der Entscheidung sowie die Entstehung einer emotionalen Bindung an die Entscheidung.²⁴⁵ Für das Vorliegen eines Commitments und damit einer Dissonanz ist die Möglichkeit der freien Auswahl unter Handlungsalternativen zwingend notwendig, die das erforderliche Verpflichtungs- und emotionale Bindungsgefühl auslöst. Damit steigt mit der Entscheidungsfreiheit die Höhe des Commitments.

Ein Manager auf der obersten Führungsebene ist im Vergleich zu einem stark weisungsgebundenen und nicht über eigene Entscheidungskompetenz verfügenden Mitarbeiter nicht nur aufgrund der zahlreichen Handlungsalternativen einem stärkeren Commitment ausgesetzt. Das Commitment resultiert auch aus der Bedeutsamkeit der Entscheidung und der Bedeutung der richtigen Auswahl einer Alternative.

4.2.2.1.1.4 Verantwortungsbewusstsein

Diese Entscheidungsfreiheit ist eng verbunden mit dem weiteren Einflussfaktor „Verantwortung“. So ist bei einer Entlastung eines Entscheidungsträgers von den persönlichen Konsequenzen bei Nichtbefolgung einer konkreten Anweisung auch deshalb von einem Commitment auszugehen,²⁴⁶ da seine Freiheit zur Verletzung der Anweisung von einem Verantwortungsgefühl überlagert wird. Allerdings ist die Bereitschaft des Managers Verantwortung zu übernehmen gestört. Diese ist auf eine selbstwertdienliche Attribution zurückzuführen.

Die Selbstwertdienlichkeit beschreibt eine motivatorisch begründete Tendenz von Entscheidungsträgern, Selbst-Kognitionen durch Wahrnehmungs- oder Attributionsverzerrungen zu erhalten und zu verbessern.²⁴⁷ So tendieren auch Manager dazu, Erfolge ihren

²⁴⁵ Bei einer Handlung, die nicht auf die eigene Entscheidung zurückzuführen ist, empfiehlt sich die Bezeichnung Umsetzung, die eine begriffliche Trennung von Implementierung und Entscheidung erlaubt.

²⁴⁶ Vgl. Nitzsch (2002), S. 42.

²⁴⁷ Vgl. Wiswede (2004), S. 39 und S. 495; Nitzsch (2002), S. 39. Zur Theorie des Selbstwertschutzes und der Selbstwerterhöhung wird auf den Beitrag von Dauenheimer et al. (2002), S. 159-190 verwiesen.

persönlichen Fähigkeiten (dispositionale Attribution) und Misserfolgen bestimmten Umständen zuzuschreiben, die von der eigenen Person unbeeinflussbar waren (situative Attribution). Die Problematik eines hohen Selbstwertgefühls ist auch unabhängig von der Existenz von kognitiven Beschränkungen gegeben.²⁴⁸

Die Ablehnung, Verantwortung zu übernehmen, hat gleichzeitig einen positiven Effekt auf die Entscheidungsfindung bei Unternehmensverkäufen, da Verantwortung als eine Determinante des Commitments entfällt. Der Vorteil dieses Attributionsfehlers besteht darin, dass aufgrund einer geringen emotionalen Bindungswirkung neue Entscheidungen ohne Voreingenommenheit getroffen werden können. Bei der Prüfung von Verkaufsentscheidungen erlaubt dieser Fehler daher, dass der Manager ohne Gefährdung seines Selbstwertes und Selbst-Konzeptes Verkaufsentscheidungen treffen kann.

Allerdings wird dieser Vorteil einer positiven Urteilsverzerrung durch eine Vielzahl anderer nachteiliger Bindungsquellen überkompensiert. Insbesondere im Zusammenhang mit Managemententscheidungen sind die Konsequenzen von Accountability beachtlich.

4.2.2.1.2 Accountability

Allgemein wird unter Accountability ein normen- und regelndurchsetzender Mechanismus verstanden, der eine sozialpsychologische Verbindung zwischen individuellen Entscheidungen und ihrem sozialen Handlungsraum darstellt.²⁴⁹ Unter Leistungsdruck beeinflusst Accountability den Denkprozess und das Denkergebnis mit unterschiedlichem Erfolg.²⁵⁰ Die Trennung von Geschäftsführung und Eigentum, sofern es sich nicht um ein eigentümergeführtes Unternehmen handelt, löst im Zusammenhang mit Accountability bei Unternehmensverkaufsentscheidungen verschiedene Effekte aus. In zahlreichen Untersuchungen wurden die Effekte von Accountability analysiert und die Mög-

²⁴⁸ Vgl. auch Nitzsch (2002), S. 39.

²⁴⁹ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632.

²⁵⁰ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632.

lichkeit der Reduzierung nachteiliger Auswirkungen einiger systematischer Urteilsverzerrungen durch Accountability aufgedeckt.²⁵¹

Zu Problemen führt Accountability erst dann, wenn Entscheidungsträger ihren Urteilsbildungsprozess aus dissonanzantizipativen Gründen manipulieren. Accountability beschreibt die Neigung von Entscheidungsträgern den eigenen Informationsverarbeitungs- und Urteilsbildungsprozess an dem Zweck der Rechtfertigung gegenüber Dritten auszurichten, denen man zur Rechenschaft verpflichtet ist.²⁵² Die Ursachen dieser Modifikation des Entscheidungsverhaltens des Managers, der einer Wertgenerierungs- und Wertsteigerungsverantwortung vertraglich verpflichtet ist, liegen in der Konfliktvermeidung. Dabei werden die objektive Nachvollziehbarkeit der Entscheidung und der eigentliche Auftragsinhalt genauso vernachlässigt wie die ökonomischen Motive und Konsequenzen der Entscheidung.

Bei der Analyse der mit Accountability zusammenhängenden Urteilverzerrungen und Auswirkungen auf Unternehmensverkaufsentscheidungen lassen sich in Anlehnung an *Tetlock* und *Tetlock/Skitka/Boettger*²⁵³ vier Fälle unterscheiden, geclustert nach proaktiven und reaktiven Verkaufsmotiven:

- Fall 1: Accountability bei proaktiven Verkaufsmotiven und Unkenntnis der Auftraggeberpräferenz,
- Fall 2. Accountability bei proaktiven Verkaufsmotiven und Kenntnis der Auftraggeberpräferenz,
- Fall 3: Accountability bei reaktiven Verkaufsmotiven und Unkenntnis der Auftraggeberpräferenz,
- Fall 4: Accountability bei reaktiven Verkaufsmotiven und Kenntnis der Auftraggeberpräferenz.

²⁵¹ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632-640 und Tetlock (1992), S. 331- 377 geben einen Überblick über die Untersuchungsziele und -ergebnisse relevanter Arbeiten, die sich mit Accountability beschäftigen.

²⁵² Vgl. Moore et al. (k.A.).

²⁵³ Diese Unterscheidung baut auf die Arbeiten von Tetlock (1983), S. 74-76, Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632 und Tetlock (1992), S. 331-360 auf. Darüber hinaus werden in dieser Arbeit noch weitere Differenzierungen vorgenommen und abweichende Lösungsstrategien und Ergebnisse argumentativ hergeleitet.

Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen das Anstrengungsniveau der Informationsverarbeitung und die Manipulationsanfälligkeit des Entscheiders bei der Prüfung einer Unternehmensverkaufsentscheidung.

4.2.2.1.2.1 Accountability bei proaktiven Verkaufsmotiven

Insbesondere bei proaktiven Verkaufsmotiven wie z. B. einem unerwarteten Kaufangebot oder bei der Verfolgung bilanzpolitischer Interessen ist davon auszugehen, dass der Manager keiner Bindung an frühere Entscheidungen unterworfen ist. Somit stellen proaktiv motivierte Unternehmensverkaufsentscheidungen Entscheidungen im Rahmen strategischer Unternehmensführung dar. Deshalb kann der Manager sich aufgrund seiner starken Position einfacher von der Bindungswirkung früherer Entscheidungen kognitiv befreien als bei reaktiven Verkaufsmotiven. Bei proaktiven Entscheidungsmotiven profitiert der Manager grundsätzlich von einer unbelasteten und günstigen Diskussions- und Entscheidungsatmosphäre²⁵⁴. Aufgrund der insgesamt stabilen Unternehmenssituation ist bei Unternehmensverkaufsentscheidungen proaktiver Art aus verschiedenen Gründen von einer geringen Dissonanzstärke auszugehen:

4.2.2.1.2.1.1 Fall 1: Unbekanntheit der Auftraggeberpräferenzen

Ist der Manager bei Prüfung eines Unternehmensverkaufes nicht an frühere Entscheidungen gebunden und kennt darüber hinaus nicht die Meinung und Präferenzen seiner Auftraggeber, so sind zwei Verhaltenskonsequenzen in Abhängigkeit von der individuellen kognitiven Einstellung und dem persönlichen Leistungsanspruch denkbar.²⁵⁵

²⁵⁴ Der Diskussions- und Entscheidungsatmosphäre als wesentliche Einflussgröße auf Höhe und Reichweite der kognitiven Offenheit und Flexibilität wird in dieser Arbeit große Bedeutung beigemessen, da sie die Wahl der Strategie beim Umgang mit Accountability determiniert.

²⁵⁵ Dabei wird eine Abhängigkeit der Neigung des Managers von der kognitiven Offenheit und Flexibilität unterstellt, die bei ihrer Existenz zu einer ausgeprägten kognitiven Anstrengung, auch zur Verifikation alternativer Lösungsansätze und Erweiterung seines Kenntnis- und Erfahrungsstandes für zukünftige Entscheidungen, führen. Zu Unterscheidungen von Entscheidungstypen wird auf Goldberg/Nitzsch (2004), S. 127f. verwiesen.

Besteht ein hoher persönlicher Leistungsanspruch, wird der Manager versuchen, mit Hilfe einer Doppelstrategie dieser ungewissen Entscheidungssituation gerecht zu werden.²⁵⁶

Zum Einen wird er die Meinung der mehrheitlichen Shareholder abschätzen und seine Meinung auf diese Schätzpräferenz ausrichten.

Zum Anderen ist er auch bereit kognitiv anspruchsvolle und selbstkritische Denkprozesse (pre-emptive self-criticism) durchzuführen. Es handelt sich um eine Strategie, das persönliche Kompetenzimage des Managers auszubauen, um sich durch eine „vorausschauende Selbstkritik“ („pre-emptive self-criticism“) auf eine anspruchsvolle und kritische Befragung kognitiv vorzubereiten.²⁵⁷ Diese Bereitschaft zur kognitiven Anstrengung beruht darauf, dass Dritte die Bewertung des Kompetenzniveaus Anderer von der Übereinstimmung dieser Meinung mit der eigenen abhängig machen.²⁵⁸ Deshalb dient diese Imageausbaustrategie des Managers dazu, sich an die unbekannte Meinung der Auftraggeber heranzutasten. Diese Strategie zum Ausbau der persönlichen Stellung geht gleichzeitig mit der Verbesserung des Selbstwertgefühls und der Stärkung des Selbstkonzepts einher. Sie stellt den Hauptanreiz für die Verfolgung dieser Strategie dar.

Die Bereitschaft, komplexe Informationsverarbeitungsprozesse zu erbringen, ist mit unterschiedlichen Folgen für das Auftreten von Wahrnehmungsirrationalitäten und die Entscheidungsqualität verbunden. Neben der Reduzierung der kognitiven Urteilsverzerrungen wurden auch „over-biasing“-Effekte experimentell nachgewiesen, die zu einer Verschärfung der Wahrnehmungsirrationalitäten in Richtung einer selbstkritischen Analyse und eher pessimistischen Einschätzung der Entscheidungssituation führen.²⁵⁹

²⁵⁶ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 633; Tetlock (1992), S. 343f.

²⁵⁷ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632f; Tetlock (1992), S. 343f. Aus Sicht von *Tetlock* und *Tetlock/Skitka/Boettger* werden die kognitiven Anstrengungen des Managers einer Verteidigungsstrategie zugeordnet, da sie keine weitere Differenzierung der Ausgangssituation und der Diskussionsatmosphäre vornehmen, die im Rahmen dieser Arbeit als wesentlich erachtet wird.

²⁵⁸ Vgl. Tetlock (1992), S. 349 und die darin enthaltenen Literaturangaben.

²⁵⁹ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632; Tetlock (1992), S. 351f und die darin enthaltenen Literaturhinweise. Accountability geht mit positiven „de-biasing“-Effekten (Tetlock/Boettger (1989), S. 388) einher. So führt zwar beispielsweise diese Verantwortlichkeit bzw. Rechenschaftspflicht in bestimmten Situationen zu einer Kompensierung der nachteiligen Auswirkungen des Primat-Effekts. Ferner wird die wahrnehmungsverzerrende Wirkung von Overconfidence durch die Erhöhung des Bewusstseins für die Besonderheiten der Verhaltensweisen von Marktakteuren eingeschränkt. Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 632f; Tetlock (1992), S. 343.

Deshalb wird diese Strategie aus einer Kombination der Verteidigungs- und Anpassungsstrategie im Umgang mit Accountability als problematisch eingestuft. Bei dem Versuch verschiedene Situationen zu antizipieren und unterschiedliche Lösungsalternativen zu evaluieren, ist aufgrund der Ablenkung des Managers von der eigentlichen Entscheidungsproblematik mit einer verminderten Entscheidungsqualität zu rechnen. In diesem Fall steigt mit Zunahme der kognitiven Belastung die Fehleranfälligkeit. Bei einer derart undurchsichtigen Entscheidungssituation ergeben sich aus der Unternehmensverkaufsentscheidung trotz eines eindeutigen Entscheidungsproblems schwerwiegende Konsequenzen.

So führt die Verwendung vornehmlich selbstkritischer Informationsverarbeitungsmethoden zur übermäßigen Empfänglichkeit für worst-case Szenarien und verstärkt die Tendenz, eine schwache Verhandlungsposition einzunehmen.²⁶⁰ Während eine eher pessimistische Einstellung bei der Prüfung der Verkaufsentscheidung dienlich ist, sind mit der defensiven Strategie auch Nachteile für den Verkaufsprozess verbunden.

Diese bestehen in der Gefahr, eine defensive Verhandlungsstrategie zu wählen, die die Erreichung der Verkaufsziele erschwert. Somit stehen den Vorteilen gedanklicher Flexibilität und Offenheit die Nachteile gedanklicher Unentschlossenheit und Entscheidungsschwäche gegenüber. Die Bereitschaft, eine hohe kognitive Leistung zu erbringen und einen komplexen Informationsverarbeitungsprozess durchzuführen, wird durch andere Urteilsbeeinträchtigungen kompensiert.

Die zweite Verhaltenskonsequenz resultiert aus dem Verkaufsmotiv selbst. Handelt es sich um ein proaktives Verkaufsmotiv, so genießt der Manager ein positives Image bei seinem Auftraggeber. Die Einnahme einer defensiven Position wird hinfällig. Damit ist es denkbar, dass der Manager sich für eine kognitiv unbelastende Spontanstrategie, „acceptability heuristic“²⁶¹, entscheidet. Hierbei handelt es sich um eine Anpassungsstrategie mit dem Ziel, ohne kognitive Auseinandersetzung die von den Auftraggebern akzeptierte Meinung anzunehmen. Darüber hinaus spielt die Unkenntnis der Meinung der Auftraggeber eine nur untergeordnete Rolle, da infolge des dem Manager entgegengebrachten Vertrauens ohnehin ein großer Überzeugungserfolg zu erwarten ist. Vor die-

²⁶⁰ Vgl. auch Tetlock (1992), S. 351f.

²⁶¹ Vgl. Tetlock (1992), S. 340-342.

sem Hintergrund wird Accountability bei Unternehmensverkaufsentscheidungen proaktiver Art für die Entstehung von Dissonanzen keine große Bedeutung beigemessen.

4.2.2.1.2.1.2 Fall 2: Bekanntheit der Auftraggeberpräferenzen

Bei Ungebundenheit des Managers interessiert sein Verhalten bei Kenntnis der Meinung des Personenkreises, denen er zu Rechenschaft verpflichtet ist. Im Vergleich zu der Sachverhaltskonstellation, bei der die Meinung der Rechenschaftsempfänger unbekannt ist, neigt der Manager dazu, eine adaptive, kognitiv nicht anspruchsvolle Vereinfachungsstrategie zu verfolgen, die hauptsächlich auf die Generierung einer verbreiteten Akzeptanz, insbesondere bei dem für den Manager relevanten Personenkreis ausgerichtet ist (acceptability heuristic).²⁶²

Bei dieser Vorgehensweise wird nicht nur aus Gründen der Konfliktvermeidung, sondern auch zur Verbesserung der persönlichen Akzeptanz und Beziehung zu den Auftraggebern versucht, deren Meinung zu adaptieren. Die Richtigkeit der Entscheidungen des Managers ist damit abhängig von der Richtigkeit der Meinung der Shareholder. Dieser Umstand impliziert abweichend von dem klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt einen anderen entscheidenden Interessenkonflikt, und zwar dem zwischen einer Präferenz im Sinne des Unternehmens aus Sicht eines objektiven Beobachters und der Präferenz der Shareholder.

Aufgrund von Interessenkonflikten zwischen objektiver Unternehmensperspektive und persönlichem Gewinnstreben der Shareholder ist es problematisch, eine Verkaufsentcheidung an die Präferenzen der Shareholder des Unternehmens zu knüpfen. Die grundsätzlichen Unterschiede in der Haltung gegenüber Unternehmensverkäufen, vor allem bei der Entscheidung zum Verkauf und dem anschließenden Verkaufsprozess, sind die Ursachen für Interessenkonflikte.²⁶³ Die nachfolgende Abbildung soll diese unterschiedlichen Interessen verdeutlichen (Abb. 13).

²⁶² Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 633; Tetlock (1992), S. 340f.

²⁶³ Grundsätzlich ist der Manager im Rahmen seiner Geschäftsführung zur Ausrichtung seiner Aktivitäten auf die Interessen der Shareholder des Unternehmens verpflichtet. Allerdings ist eine Differenzierung zwischen ihren Interessen und den Unternehmensinteressen notwendig. Diese Notwendigkeit liegt in der

		Shareholder-Perspektive	Objektive Unternehmensperspektive
Verkaufsentscheidung	Zeitliche Perspektive	Eher kurz- bis mittelfristig	Eher langfristig
	Verkaufsziele	Shareholder Value	Gewinnsteigerung/ Fortführungsfähigkeit
	Grundsätzliche Haltung zum Verkauf	Kurzfristiges Shareholder Value	Ökonomische Vorteilhaftigkeit
	Zeitpunkt des Verkaufs	Kurzfristiger Unternehmensverkauf	Günstiger Zeitpunkt
	Bestimmung des Umfangs des Verkaufsobjekts	Nach kurzfristig erzielbarem Preis	Nach langfristigen Renditeerwartungen & Konsequenzen für das restliche Unternehmen

Abb. 13: Interessengegensätze zwischen Shareholder- und objektiver Unternehmensperspektive²⁶⁴

Der elementare Unterschied zwischen dem objektiven Unternehmensinteresse und der Präferenz der Shareholder ist auf die unterschiedlichen zeitlichen Perspektiven zurückzuführen. So ist bei einem typischen Anteilseigner, dessen Interesse an Wertsteigerungen des Unternehmens entsprechend zeitlich limitiert ist, von einer eher kurz- bis mittelfristigen Anlage auszugehen, so dass bei einem Verkauf des Unternehmens Fortführungsüberlegungen unberücksichtigt bleiben.²⁶⁵ Aus diesem Grunde sind die ökonomischen Präferenzen der Shareholder bei Entscheidungen zur Bestimmung des Umfangs des Verkaufsobjekts, dem Zeitpunkt des Verkaufes, der grundsätzlichen Haltung zum Verkauf sowie der zeitlichen und inhaltlichen Gestaltung des Verkaufsprozesses ebenfalls auf kurzfristige Gewinnsteigerung ausgerichtet.

Damit liegt die Gefahr von Accountability bei Unternehmensverkäufen in der unzureichenden Vorbereitung des Unternehmens auf den Verkauf, in der mangelnden Berücksichtigung eines günstigen Verkaufszeitpunktes sowie in der Vernachlässigung der über das Gewinnsteigerungsziel hinausgehenden langfristigen Verkaufsziele. In diesem Zu-

Möglichkeit der Shareholder begründet, durch ihre Anlageentscheidung Einfluss auf die Durchsetzung ihrer Interessen nehmen zu können. Aufgrund der Kurzfristigkeit ihrer Anlageentscheidung können langfristige Rentabilitätsziele des Unternehmens, die auch den Interessen anderer Shareholder entsprechen, gefährdet sein.

²⁶⁴ Eigene Darstellung.

²⁶⁵ Diese Betrachtung gilt i.d.R. nicht für Familienunternehmen.

sammenhang führt Accountability zu einer Schwächung der Verhandlungsposition des Unternehmens.

Fehlentscheidungen durch Accountability sind vor allem auf die Neigung des Managers zurückzuführen, die Meinung seiner Auftraggeber zu adaptieren. Sie sollten mangels Erfahrung und Fachkompetenz nicht die Meinungsführerschaft übernehmen.

Somit ist der Manager einem Spannungsverhältnis zwischen den Präferenzen seiner Auftraggeber und der ökonomischen Vorteilhaftigkeit ausgesetzt. Da der Manager mit vielfältigen und unterschiedlich motivierten Meinungen verschiedener Shareholder, konfrontiert wird, sollten sich seine Handlungen auf die Verteidigung einer objektiven Unternehmensperspektive konzentrieren. Demnach lenkt Accountability den Manager von seiner Problemlösungsabsicht ab und verleitet ihn dazu, die Meinung der Shareholder zu befriedigen, die nicht zwingend mit dem objektiven Unternehmensinteresse übereinstimmt.²⁶⁶

4.2.2.1.2.2 Accountability bei reaktiven Verkaufsmotiven

Die Bindung an fehlerhafte Entscheidungen in der Vergangenheit ist umso wahrscheinlicher, je verwundbarer der Manager und je kritischer der überwachende Personenkreis ist.²⁶⁷ Befindet sich ein Unternehmen in einer schlechten wirtschaftlichen Verfassung, so kann diese aktuelle Entscheidungssituation als Folge einer unterlassenen oder fehlerhaften Entscheidung in der Vergangenheit interpretiert werden, die eine emotionale Bindung an diese frühere Entscheidung trotz oder gerade aufgrund dieser Fehlentscheidungen hervorruft. Deshalb begünstigt gerade ein reaktives Verkaufsmotiv die persönliche Angreifbarkeit des Managers bei kritischen Befragungen durch die Auftraggeber. Diese angespannte Atmosphäre lässt eine stark rechtfertigende und defensive Argumentation des Managers erwarten.

²⁶⁶ Koch (2004), S. 24 geht sogar davon aus, dass eine Manipulation der eigenen Meinung zugunsten der Auftraggeber auch dann besteht, wenn keine finanziellen Anreize dafür vorliegen.

²⁶⁷ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 633.

4.2.2.1.2.2.1 Fall 3: Unkenntnis der Auftraggeberpräferenzen

Steht der Manager einer Vielzahl von unterschiedlich motivierten Shareholdern gegenüber, so entspricht dies einer Situation, in der er nicht die Entscheidungspräferenzen der Shareholder kennt. In der Literatur wird angenommen, dass der Manager die Präferenzen seiner Auftraggeber schätzt und anschließend eine Anpassungsstrategie verfolgt.²⁶⁸

In dieser Entscheidungssituation neigt der Manager dazu, mit Hilfe kognitiv herausfordernder Denkprozesse die Auftraggeber von der Begründetheit und Richtigkeit seiner früheren Entscheidung zu überzeugen und potentielle Dissonanzen zu eliminieren. Dabei verfolgt er eine sequentielle hybride Strategie. Diese besteht darin, die Meinung der Auftraggeber abzuschätzen und bei Diskrepanzen zwischen ihren Präferenzen und seinen Absichten sich darauf zu konzentrieren, die Auftraggeber umzustimmen, zumindest jedoch seine Entscheidung zu verteidigen. Diese Überzeugungsstrategie dominiert vor allem bei Kenntnis der Meinung der Auftraggeber.

4.2.2.1.2.2.2 Fall 4: Kenntnis der Auftrageberpräferenzen

Von besonderer Bedeutung bei Unternehmensverkaufsentscheidungen ist eine Entscheidungssituation, in der der Manager sich an seine früheren Entscheidungen gebunden fühlt und gleichzeitig Kenntnis von den Präferenzen seiner Auftraggeber besitzt.²⁶⁹

In dieser Situation ist der Manager zum Einen einer Dissonanz aus der Rechenschaftspflicht gegenüber seinen Auftraggebern und zum Anderen einer Dissonanz aus seinen Verpflichtungen gegenüber seinen früheren Entscheidungen ausgesetzt. Dabei sind die Dissonanzstärke und die Wahl seiner Argumentationsstrategie abhängig von der Übereinstimmung der Präferenzen der Shareholder mit der Entscheidungstendenz des Managers. Dieses Vorgehen erfordert, in Erweiterung der in der Literatur verbreiteten Darstellung, eine differenzierte Betrachtungsweise.

²⁶⁸ Vgl. Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 633. Sie leiten dieses Ergebnis aus experimentellen Untersuchungen ab.

²⁶⁹ Handelt es sich bei dem Unternehmen um ein an der Börse notiertes Unternehmen, kann der Manager durch Andeutung seiner Entscheidungs- und Handlungsabsicht die Präferenz der Shareholder anhand der Kursbewegungen feststellen.

Liegt eine Übereinstimmung der Meinungen vor, so befindet sich der Manager in einer vorteilhaften Position, da er weder kognitiv anspruchsvolle Denkprozesse durchführen, noch seine Argumentation an die Auffassung Dritter anpassen muss („neutrale Accountability“). Trotz reaktiver Verkaufsmotivation und schlechter Unternehmensperformance profitiert der Manager von der Unwissenheit, in jedem Fall jedoch von der Gleichgültigkeit seiner Entscheidung mit der Haltung seiner Auftraggeber. Die von dieser Situation ausgehende Gefahr für Unternehmensverkaufsentscheidungen und die Gestaltung des Verkaufsprozesses liegt in der indirekten Leistungsbestätigung des Managers begründet. Dieses konfliktfreie Zusammentreffen mit seinen Auftraggebern lässt den Manager auf seinem ursprünglichen Informations- und Denkniveau verharren. Zudem entfällt aufgrund dieser Konfliktfreiheit der Anlass für eine kritische Auseinandersetzung des Managers mit der aktuell ungünstigen Unternehmenssituation. Dies setzt die Empfänglichkeit des Managers für neue und vor allem von seiner Meinung abweichende Informationen herab und intensiviert bestehende Verzerrungen in der Informationswahrnehmung und -verarbeitung.

Ferner verstärkt sich die schon ausgeprägte Bindungswirkung an seine Entscheidungen in der Vergangenheit, die mangels Gegenargumente und Kritik nicht entkräftet, sondern eher gefördert wird. Somit liegt bei einer solchen „neutralen“ Accountability keine oder eine nur geringfügige Dissonanz beim Manager vor, da er sowohl die Präferenzen seiner Auftraggeber befriedigt als er auch nicht – zumindest nicht auf Druck der Shareholder – gezwungen ist, sich kurzfristig von seiner früheren Entscheidung zu distanzieren. Deshalb führt diese Konsistenz der Meinungen insgesamt zu einer Verschärfung der Unternehmenssituation und zur Verkennung der Notwendigkeit eine Verkaufsentscheidung zu prüfen und herbeizuführen.

Unterscheiden sich demgegenüber die Meinungen der Auftraggeber von den früheren und damit auch aktuellen Entscheidungen bzw. Absichten des Managers, so ist er einem Spannungszustand zwischen einer „negativen“ Accountability und Commitment und damit insgesamt einem hohen Grad an Dissonanz ausgesetzt. Die entstehende Dissonanz ergibt sich zum Einen aus dem unangenehmen Zwiespalt zwischen Erfüllung einer Selbstverpflichtung, die mit dem starken Bedürfnis nach Schutz und Verteidigung des Selbst-Konzeptes und Selbstwertes verbunden ist. Zum Anderen entsteht sie aus einer Fremdverpflichtung, die vornehmlich einer Image- und Ansehensverbesserung sowie

der Ausräumung von Zweifeln an seiner Kompetenz und Integrität und damit auch seinem Selbstwert dient.

In dieser Situation ist davon auszugehen, dass das Commitment eine stärkere Bindungswirkung nach sich zieht als die „negative“ Accountability und somit dem inneren Verpflichtungsgefühl im Vergleich zum sozialen Verantwortlichkeitsgefühl ein größeres Gewicht durch den Manager beigemessen wird, obgleich in beiden Fällen das Selbst-Konzept und der Selbstwertgefühl angegriffen werden.

Trotz drohenden Reputationsverlusts kann bei Abwägung des persönlichen Schadens nur ein Schutz seines Commitments dissonanzreduzierend sein. Eine Distanzierung von seiner ursprünglichen Meinung würde ein Eingeständnis seiner Fehlentscheidung und seines Missmanagements bedeuten. Dieses irreversible Eingeständnis hätte eine Reihe unangenehmer Erklärungen und Rechtfertigungen zur Folge. Demgegenüber hat der Manager bei Festhalten an seiner früheren Entscheidung die Möglichkeit, durch geschickte Darstellung vergangener und entscheidungsrelevanter Rahmenbedingungen der Entscheidung zumindest einen größeren, sein persönliches Image gefährdenden Schaden abzuwenden.

Damit wird durch das hohe Maß an Commitment die Anpassungs- und Integrationsstrategie durch eine Verteidigungs- und Überzeugungsstrategie verdrängt. Die Dominanz der Verteidigungs- und Überzeugungsstrategie ergibt sich aus der Neigung des Managers an seine früheren Entscheidungen anzuknüpfen, da eine Gefährdung seines Selbst-Konzeptes und Selbstwertes die Änderungsresistenz der Entscheidung über die gewöhnliche Bindungswirkung der Entscheidung hinaus deutlich erhöht.

Die Verfolgung der Verteidigungs- und Überzeugungsstrategie entspricht bezogen auf die Höhe des kognitiven Anstrengungsniveaus einer vorausschauenden Selbstkritik. Sie gleicht einer retrospektiven Rationalität („retrospective rationality“ bzw. „backward-looking rationality“)²⁷⁰, die auf einer reflexiven Erklärung des Entscheidungsverhaltens beruht. Hierbei handelt es sich um den Versuch, die Rationalität des früheren Entscheidungsverhaltens aufzuzeigen und darauf aufbauend Entscheidungen und Handlungen in

²⁷⁰ Tetlock/Skitka/Boettger (1989), S. 633 bzw. Tetlock (1992), S. 345.

ein besseres Licht zu stellen.²⁷¹ Die Verteidigung und Aufwertung dieser Entscheidung dient auch dazu, sich selbst davon zu überzeugen, die richtige Entscheidung getroffen und sich kompetent verhalten zu haben.

Mit dieser kognitiven Stagnation bei Unternehmensverkaufsentscheidungen sind weitreichende Konsequenzen verbunden. So wird trotz schlechter und einen Verkauf begründenden Unternehmensperformance aufgrund von Commitment des Managers keine Verkaufsentscheidung oder diese nur verzögert ausgelöst. Diese künstliche Aufrechterhaltung des Unternehmens geht mit einer verzerrten Verlustwahrnehmung des Managers einher, der infolge der ohnehin schon verschärften Unternehmenssituation potentielle (Mehr-)Verluste als eher unwesentlich einstuft.²⁷²

Abbildung 14 fasst die Auswirkungen von Accountability bei reaktiven und proaktiven Verkaufsmotiven in Abhängigkeit von der Kenntnis der Auftraggeberpräferenzen zusammen.

		Commitment		
		Ja	Nein	
Kenntnis der Meinung	Ja	Informationsverarbeitungsstrategie	Konkordante Meinungen: → Verteidigungsstrategie Diskrepante Meinungen: → Überzeugungsstrategie	Anpassungs- und Integrationsstrategie
		Folgen für Unternehmensverkauf	Verschärfung der Unternehmenssituation	
	Nein	Informationsverarbeitungsstrategie	Verteidigungs- und Überzeugungsstrategie	Pre-emptive-self-critic-strategy und/oder Anpassungs- und Integrationsstrategie
		Folgen für Unternehmensverkauf	Festhalten an früherer Entscheidung & Verschärfung der Unternehmenssituation	Positiv für die Entscheidungsphase Negativ für den Unternehmensverkaufsprozess
	Verkaufsmotiv	Reaktiv	Proaktiv	
	Dissonanzstärke	Tendenziell hoch	Tendenziell niedrig	

Abb. 14: Informationsverarbeitungsstrategien bei Commitment und Accountability²⁷³

²⁷¹ Vgl. auch Tetlock (1992), S. 346. Bei dieser Rationalität handelt es sich um die formale Rationalität.

²⁷² Dieser Zusammenhang der Prospekt Theorie wird an andere Stelle ausführlich dargestellt. Vgl. Abschnitt 4.2.2.3.

²⁷³ Eigene Darstellung.

4.2.2.2 Konsequenzen aus den Verpflichtungen

Hohes Commitment und „negative“ Accountability liegen bei Verkäufen aus reaktiven Verkaufsmotiven vor. Dissonanzempfindungen eines Managers bei Unternehmensverkaufsentscheidungen ergeben sich zum Einen aus seinen Fehlentscheidungen, also Commitment, in der Vergangenheit. Zum Anderen ist Dissonanz auf die oben genannte „negative“ Accountability zurückzuführen, bei der die Meinungen und Präferenzen des Managers von denen seiner Auftraggeber abweichen.

Insbesondere eine Kombination aus Commitment und „negativer“ Accountability ist in erheblichem Maße mit dissonanten Auswirkungen auf den Manager verbunden und führt deshalb zu einer Verschärfung der Unternehmenssituation, da die Wahrscheinlichkeit, dass der Manager sich zum Verkauf entscheidet, sinkt.

Dieser mit der Dissonanz verbundene unangenehme triebartige Spannungszustand verlangt nach Vermeidung von Unstimmigkeiten und Widersprüchlichkeiten in der Wahrnehmungs- und Gedankenwelt und im Falle seines Eintrittes nach einer schnellstmöglichen Beseitigung. Damit ist die Dissonanz auch als Motivation bzw. Antriebsmotor für kognitive Veränderungen zu sehen.²⁷⁴ Obgleich hohes Commitment mit einer stärkeren Dissonanz und einem größeren Bedürfnis nach Dissonanzfreiheit einhergeht, steht der Manager aus unterschiedlichen Gründen einem großen Veränderungswiderstand gegenüber.²⁷⁵

Diese Veränderungsresistenz hängt zunächst vom Ausmaß des Commitments und damit auch von der Ausprägung der Einflussfaktoren des Commitments ab. Darüber hinaus nimmt der Änderungswiderstand einer Kognition (Verzicht auf Unternehmensverkauf) mit der Anzahl der mit ihr in konsistenter Weise verbundenen Kognitionen (Macht- und Ansehenserhalt, Bestätigung des Selbstwertgefühls, Einflussssicherung) zu. Diese Veränderungsresistenz resultiert aus der mangelnden Bereitschaft, auf die mit der dissonan-

²⁷⁴ Für eine eingehende Diskussion über die Bedeutung der Motivation wird auf Brehm/Cohen (1962), S.131-160 verwiesen, die experimentell und theoretisch die Motivationseffekte der Dissonanz bei Individuen untersuchen.

²⁷⁵ Vgl. Fischer/Wiswede (2002), S. 257.

ten Kognition verbundenen Vorteile zu verzichten. Dabei spielt die Bedeutung der dissonanten Kognitionen für die Wahrung des Selbstkonzeptes eine entscheidende Rolle. Somit unterliegen alle Kognitionen, die bei dem Versuch sie zu verändern weitere Dissonanzen hervorrufen, ebenfalls einem Veränderungswiderstand.²⁷⁶ Damit führen bei Unternehmensverkaufsentscheidungen Dissonanzantizipationen wie z. B. Kontrollverlust und Selbstwertbedrohung zu einer Verschleppung der Verkaufsauslösung. Da in einer schlechten Unternehmenssituation der Entscheidungsdruck und die Dissonanzstärke zunehmen, steigt das Harmoniebedürfnis durch Dissonanzreduzierung.

Obgleich die Reduzierung der Dissonanz oft unbewusst angestrebt wird, versucht der Entscheider die Dissonanzfreiheit durch einfache Modifikationen und mithilfe des Prinzips der Stabilität zu erreichen.²⁷⁷ Zudem wird der Versuch, eine maximale Dissonanzfreiheit zu erreichen, durch geringfügige Variation des Verhältnisses von dissonanten zu konsonanten Elementen dem Prinzip der Effizienz gerecht. Aufgrund unüberwindbarer innerer Hemmnisse versucht der Manager seinem Bestreben nach kognitiver Dissonanzfreiheit dadurch zu genügen, dass er verschiedene Vermeidungs- und Beseitigungsstrategien bewusst implementiert. Diese Strategien betreffen zum Einen die Wahrnehmung und zum Anderen das künftige Entscheidungsverhalten. Insbesondere in Entscheidungssituationen bei Unternehmenskäufen sind diese Dissonanzstrategien mit großen Auswirkungen auf die Entscheidungsfindung und den Erfolg der Transaktion verbunden, die nachfolgend dargestellt werden.

4.2.2.2.1 Harmonie durch Wahrnehmung

Mit der Stärke des Commitment und damit auch der Dissonanz steigt bei dem Versuch, Harmonie wiederherzustellen, der innere Erklärungs- und Rechtfertigungsdruck des Managers. Dabei richtet er seinen Informationsverarbeitungsprozess darauf aus, die Richtig- und Nachvollziehbarkeit seines Entscheidungsverhaltens nachzuweisen, indem er die Vorteile seiner Auswahl und die Nachteile der nicht gewählten Alternative her-

²⁷⁶ Vgl. Fischer/Wiswede (2002), S. 257.

²⁷⁷ Vgl. Fischer/Wiswede (2002), S. 256.

vorhebt.²⁷⁸ Dieses Vorgehen ist auf die gezielte Wahrnehmung erwünschter, in diesem Falle dissonanzreduzierender Informationen fokussiert. Dazu bedient sich auch der Manager verschiedener dissonanzhemmender Beseitigungs- und Reduzierungsstrategien. Diese reichen vom Herunterspielen der Bedeutung der dissonanten Elemente, der Addition positiver Kognitionen, der Neutralisation dissonanter Komponenten bis hin zur Neuinterpretation der dissonanten Elemente.²⁷⁹

Im Mittelpunkt der Zielsetzung stehen die Steigerung des Wohlbefindens und der Schutz des Selbstwertes auch durch eine verzerrte Wahrnehmung. Dieses dissonanzinduzierte Selbstschutz-Phänomen bewirkt die Perzeption von Aspekten, die das dissonanzbedingt angegriffene Selbstbild stärken oder zumindest nicht gefährden. Dieses Verlangen steht vor allem bei Managemententscheidungen aufgrund ihrer regelmäßigen Wahrnehmung und Bewertung durch Dritte im Vordergrund.

Bei der selektiven Wahrnehmung ist die Generierung dissonanzreduzierender Informationen bedeutsam. In diesem Zusammenhang spricht man vom dilution effect und von confirmation bias.²⁸⁰ Der dilution effect beschreibt die Neigung von Entscheidungsträgern, nicht relevante Informationen stärker zu berücksichtigen oder relevante durch irrelevante Informationen abzuschwächen. Damit werden Informationen entsprechend ihrer dissonanzreduzierenden und harmoniefördernden Wirkung unterschiedlich stark gewichtet und in den Informationsverarbeitungsprozess integriert.

So bezieht der Manager kleine Erfolge, auch wenn sie nicht in einem kausalen Zusammenhang mit dem eigentlichen Entscheidungsproblem bzw. mit der dissonanzerzeugenden Entscheidung stehen, in seinen Bewertungsprozess ein. Zudem werden bedeutende und auf die Fehlerhaftigkeit der früheren Entscheidung zurückzuführende Misserfolge unangemessen durch kleine und unwesentliche Erfolge überkompensiert. Diese Neigung steht damit in einem Zusammenhang mit der oben genannten „affektiven Kongruenz“²⁸¹. Bei dieser Rechtfertigungsstrategie wird der Versuch unternommen selbst

²⁷⁸ Vgl. auch Keil/Depledge/Rai (2007), S. 409, die die unterschiedliche Beurteilung auf eine selektive Wahrnehmung von Entscheidungsträgern zurückführen.

²⁷⁹ Vgl. Fischer/Wiswede (2002), S. 242f; Pinner (1997), S. 124f.

²⁸⁰ Vgl. Nisbett/Zuckier/Lemley (1981), S. 248-277; Klayman/Ha (1987), S. 211-228 und Lord/Ross/Leeper (1979), S. 2098-2109, die diese Verhaltenstendenzen von Individuen in zahlreichen Untersuchungen experimentell nachgewiesen haben.

²⁸¹ Vgl. Abschnitt 4.2.1.1.

zusammenhangslose Informationen zur Verteidigung der eigenen Entscheidung heranzuziehen.

Der confirmation bias bezeichnet die Tendenz von Entscheidungsträgern, Informationen, die die eigene Hypothese stützen, überproportional zu gewichten, indem die Informationsgenerierung und -wahrnehmung auf die Bestätigung der eigenen Meinung ausgerichtet wird.²⁸² Diese einseitige Informationsselektion blockiert die kritische Auseinandersetzung des Managers mit nicht meinungs- und entscheidungskonformen Informationen. Bei diesem Vorgehen handelt es sich um den Versuch des Managers die eigene Entscheidung zu stützen und abweichende Informationen zu ignorieren. Damit werden bei Besprechungen auch nur die gleich gerichteten Meinungen Dritter angehört. Somit stehen bei dem confirmation bias nicht Rechtfertigung, Erklärung und Diskussion, sondern der Schutz der eigenen Entscheidung im Fokus des Beharrungsvermögens. Damit stellen die eigene Entscheidung bzw. die gewählte Alternative eine feste und die Informationen eine variable Größe dar.

Das Ziel dieser Wahrnehmungsverzerrungen besteht darin, dissonanzfördernde Informationen zu ignorieren und die Konsistenz der relevanten Kognitionen wiederherzustellen, indem das Suchverhalten auf konsistente Informationen ausgerichtet und inkonsistente Informationen ausgeblendet werden.

4.2.2.2.2 Harmonie durch Entscheidung

Die mit dem dissonanzreduzierenden Selbstschutz-Phänomen verbundene verzerrte Wahrnehmung der Entscheidungssituation ist insbesondere dann problematisch, wenn weitere Entscheidungen auf der Basis dieser verfälschten Informationsgrundlage gefällt werden.

²⁸² Vgl auch Biyalogorsky/Boulding/Staelin (2006), S. 117. *Biyalogorsky/Boulding/Staelin* differenzieren drei Ursachen von Wahrnehmungsverzerrungen bei Eingang neuer Informationen: Neben der mit der persönlichen Involvierung des Managers verbundenen Veränderungsresistenz („Decision involvement inertia“) und Verantwortungsgefühl gegenüber einer früheren Entscheidung („Decision involvement distortion“) führt auch der Versuch, des Managers die Informationsverarbeitung mit der eigenen Überzeugung („Belief inertia distortion“) in Einklang zu bringen, zu einer Wahrnehmungsverzerrung; ebd. S. 109. Sie gehen davon aus, dass der Widerstand gegen die Anpassung der eigenen Ansicht an neue Informationen die Auswirkungen verstärkt. Ebenda S. 117.

Die emotional induzierte Beeinflussung von Entscheidungen durch Antizipation wird im Rahmen der Regret-Theorie und der Disappointment-Theorie thematisiert.²⁸³ Bei der Disappointment-Theorie wird davon ausgegangen, dass der Gesamtnutzen eines Ereignisses nicht nur vom Nutzen der Konsequenzen, sondern darüber hinaus auch von der Abweichung dieses Nutzens von der gebildeten Erwartung als Referenzpunkt abhängt. Wird das Ergebnis mit der Erwartung verglichen, so wird bei einer positiven Abweichung Freude und bei einer negativen Abweichung Enttäuschung empfunden. Die daraus resultierende Folge für die weitere Entscheidungsfindung ergibt sich somit aus dem Bestreben des Entscheiders, durch Antizipation negativer Emotionen und ihre Integration in die Bewertung der Konsequenzen ihre nachteiligen Auswirkungen zu reduzieren oder ihre Entstehung sogar ganz zu vermeiden. Eine Entscheidung ist dann vorteilhaft, wenn ausgehend von einem Referenzpunkt eine positive Abweichung der Konsequenzen vorliegt. Diesen Zusammenhang soll die nachstehende Abbildung verdeutlichen (Abb. 15).

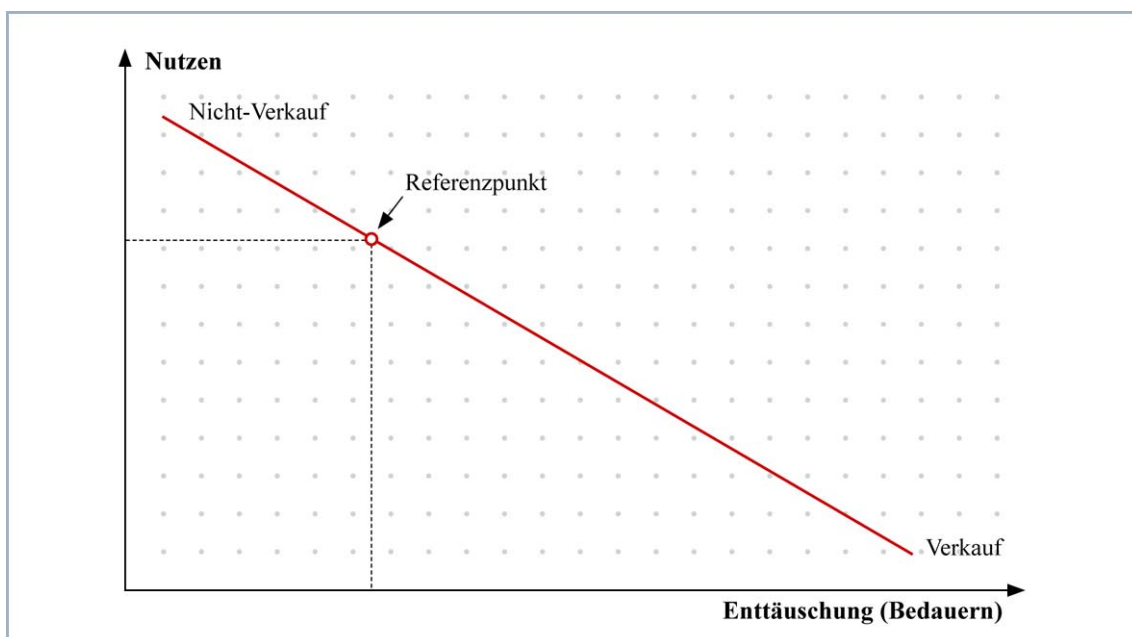


Abb. 15: Entscheidungsverhalten bei Disappointment-Antizipation²⁸⁴

In dieser Abbildung ist der Nutzen (z. B. Machterhalt, Ansehen) in Abhängigkeit von der Enttäuschung (z. B. Versagen, Ansehensverlust) bei einer Verkaufsentscheidung

²⁸³ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 389-392; Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 236-241.

²⁸⁴ Eigene Darstellung.

dargestellt, was eine monoton fallende Kurve zur Folge hat. Wenn man vom Referenzpunkt ausgeht, bei dem der Manager keinen Unternehmensverkauf erwartet, so führt die Vorstellung eines Unternehmensverkaufs zu einer negativen Abweichung von dieser Erwartungshaltung. Wäre der Manager im umgekehrten Fall von einem Verkauf ausgegangen, so würde eine Verkaufsentscheidung keine Abweichung darstellen und damit auch keine Enttäuschung verursachen. Die Erwartung über den Unternehmensverkauf als Referenzpunkt hat große Bedeutung. Damit ist die Entscheidung nicht nur auf den Nutzen der Konsequenz, sondern auch – und das stellt auch die Kernaussage der Disappointment-Theorie dar – auf die geringere Abweichung dieses Nutzens von der Erwartung bzw. dem Referenzpunkt zurückzuführen. Nur durch eine Entscheidung für den Nicht-Verkauf kann er die antizipierte Enttäuschung vermeiden und zusätzlichen Nutzen erzielen.

Somit neigt der Manager bei der Prüfung von Verkaufsentscheidungen aus Gründen der Vermeidung bzw. Minimierung von Enttäuschungen darzu, gerade bei der Irreversibilität der Entscheidung die Verkaufsentscheidung zu verhindern. In diesem Fall handelt es sich bei der Entscheidung des Managers für den Nicht-Verkauf des Unternehmens auch um eine Verschiebungsstrategie. Die Abwendung eines Unternehmensverkaufes wirkt sich zunächst enttäuschungs- und damit auch dissonanzreduzierend aus. Eine spätere Verkaufsentscheidung vergrößert allenfalls die Enttäuschung, was jedoch in dieser Entscheidungssituation nur eine untergeordnete Rolle spielen dürfte.

Ähnliche Auswirkungen sind bei Anwendung der Regret-Theorie zu erwarten. Nach der Regret-Theorie wird die Entscheidung erheblich durch das Gefühl des Bedauerns beeinflusst. Demnach determiniert die Antizipation eines Bedauerns durch einen Vergleich der mit der Entscheidung zu erwartenden Konsequenzen die Entscheidungspräferenz und damit auch die Auswahl einer Alternative. So führt allein die Antizipation eines Bedauerns zu einer Verschiebung der Verkaufsentscheidung.

Trotz weniger empirischer Untersuchungen zu dieser Thematik können diese Theorien als hypothetische Denkansätze durchaus zur Erklärung des Entscheidungsverhaltens herangezogen werden.²⁸⁵

²⁸⁵ Vgl. auch Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 241.

Diese Konstrukte beinhalten Maßnahmen zur Vermeidung und Reduzierung der mit den Gefühlen des Bedauerns und der Enttäuschung verbundenen Dissonanzen. Neben deren Beseitigung können auch durch den Aufschub einer kritischen Entscheidung dissonante Empfindungen zumindest kurzfristig gemäßigt werden. So sind die Entscheidungen eines Managers zum Nicht-Verkauf eines Unternehmens und der Aufschub einer Verkaufsentscheidung durchaus auf Dissonanzbewältigungsversuche zurückzuführen.

Die Neigung eines Managers, einen Unternehmensverkauf zu vermeiden, steht besonders in einer kritischen Unternehmenssituation in engem Zusammenhang mit seiner persönlichen Risikoeinstellung. Abweichend von den Risikoannahmen der klassischen Theorien erlaubt die Prospekt Theorie, situationsabhängiges Risikoverhalten von Entscheidungsträgern abzuleiten. Aufgrund ihres Erklärungsschwerpunktes lässt sich das Entscheidungsverhalten von Managern bei reaktiv motivierten Unternehmensverkaufsentscheidungen erfolgreich erklären. Die Prospekt Theorie steht daher im Mittelpunkt der nachfolgenden Ausführungen.

4.2.2.3 Die Prospekt Theorie

Die Prospekt Theorie vermag im Gegensatz zu der neoklassischen Theorie die Neigung von Entscheidungsträgern zu risikofreudigem Entscheidungsverhalten zu erklären. Dazu wird zum Einen der Entscheidungsprozess analysiert, um das Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten von Individuen in Abhängigkeit von einem Referenzpunkt in einer Wertefunktion abzubilden. Zum Anderen wird eine Entscheidungsgewichtungsfunktion herangezogen, die die Risikoeinstellung von Entscheidungsträgern in bestimmten Situationen beleuchtet.²⁸⁶

Zunächst wird beurteilt, ob es sich bei einem Ergebnis, das Gegenstand der Entscheidung ist, um eine Reduzierung oder Vermehrung des Vermögens bzw. um einen Gewinn oder Verlust relativ zu einem bestimmten Referenzpunkt handelt. Die Einstufung

²⁸⁶ Eine detaillierte Darstellung der Prospekt Theorie findet sich Kahneman/Tversky (1979), S. 263-291; Eisenführ/Weber (2003), S. 375-386; Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 220-222 und 248-250.

eines Ergebnisses in Relation zu einem oftmals interpersonell unterschiedlichen Referenzpunkt, wobei oberhalb bzw. unterhalb des Referenzpunktes das Ergebnis als Gewinn bzw. Verlust erlebt wird, spiegelt den subjektiven Wert einer Konsequenz bzw. eines Nutzens wider.

Die Prospekt Theorie berücksichtigt auch das Prinzip des abnehmenden Grenznutzens, der besagt, dass mit jedem zusätzlichen Gewinn bzw. Verlust der subjektive Nutzen bzw. Schaden sinkt. Deshalb verläuft die Wertefunktion (v) im Gewinnbereich konkav und verdeutlicht, dass der subjektive Wert des Entscheidungsträgers zunächst schneller steigt als die Höhe des relativen Gewinns. Der Entscheidungsträger verhält sich aufgrund des abnehmenden Grenznutzens insgesamt risikoavers. Demgegenüber verläuft die Wertefunktion im Verlustbereich konvex, flacht allerdings nach einem anfänglich steileren Verlauf zunehmend ab, was die abnehmende Bedeutung zusätzlicher Verluste und die vermehrte Risikofreudigkeit des Entscheidungsträgers begründet. Daraus ergibt sich ein S-förmiger Funktionsverlauf um den Referenzpunkt (Abb. 16).²⁸⁷

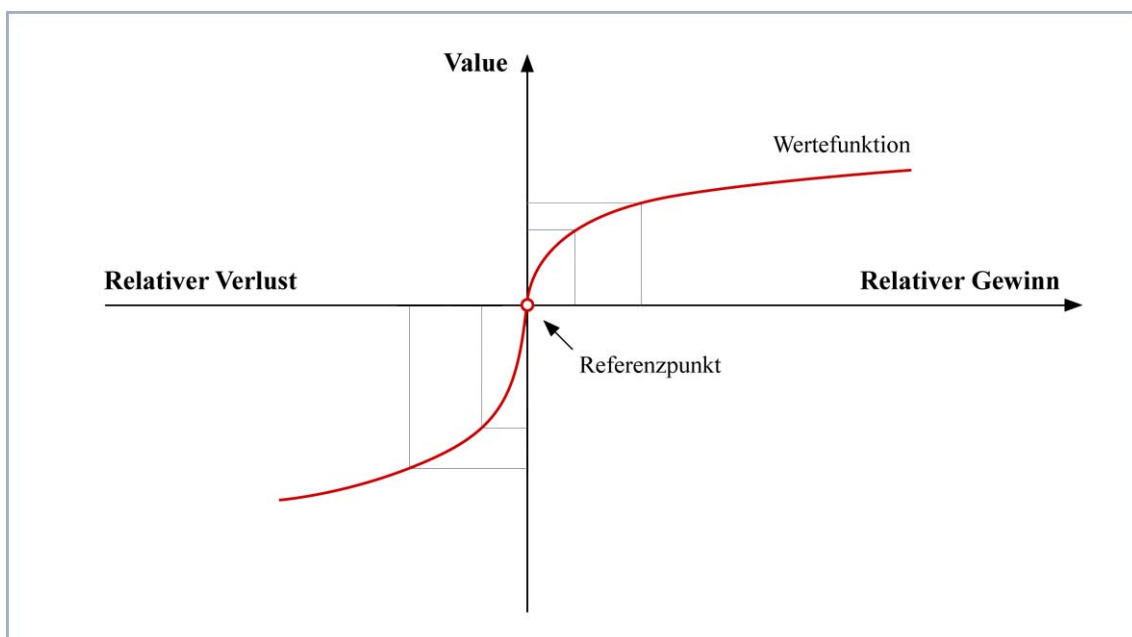


Abb. 16: Die Wertefunktion der Prospekt Theorie²⁸⁸

Die flachen Verläufe der Kurvenenden entsprechen somit dem Prinzip der abnehmenden Sensibilität bzw. des Grenznutzens bzw. -verlusts, die die geringere subjektive

²⁸⁷ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 220-226.

²⁸⁸ In Anlehnung an Kahneman/Tversky (1979), S. 279.

Wahrnehmung und Bewertung einer Veränderung mit zunehmender Entfernung vom Referenzpunkt suggerieren. Die Kernaussage der Prospekt Theorie lautet somit, dass die Entscheidungsträger zu einer stärkeren Gewichtung von Verlusten (Verlustaversion) als von Gewinnen bezogen auf einen Referenzpunkt neigen. Als Ergebnis dieser Verlustaversion ergibt sich ein asymmetrischer Kurvenverlauf mit einem steileren Verlauf im Verlustbereich. Da die Wertefunktion den subjektiven, einem bestimmten Gewinn bzw. Verlust beigemessenen Wert des Entscheiders angibt, unterscheidet sich die Steigung des Kurvenverlaufes interpersonell.

Darüber hinaus wird im Rahmen der Prospekt Theorie die vom Rationalverhalten abweichende Gewichtungstendenz von Entscheidungsträgern bei der Wahrnehmung und Verarbeitung von Wahrscheinlichkeiten mit Hilfe einer sog. Entscheidungsgewichtungsfunktion dargestellt. Aus dieser Funktion lassen sich Aussagen zum Risikoverhalten von Individuen ableiten. Ausgehend von zwei „natürlichen“ Referenzpunkten in Form einer absoluten Sicherheit und einer Unmöglichkeit ziehen auch sehr geringfügige Abweichungen von diesen Referenzpunkten zur bloßen Wahrscheinlichkeit und bloßen Möglichkeit eine überproportionale Gewichtung dieser Abweichungen bei der Entscheidungsfindung nach sich.²⁸⁹

Diese Fehlgewichtung führt zu einer Untergewichtung mittlerer und hoher sowie einer Übergewichtung niedriger Wahrscheinlichkeiten, die durch einen steileren Verlauf der Gewichtungsfunktion im Bereich der hohen und niedrigen Wahrscheinlichkeiten und durch einen eher flachen Kurvenverlauf im Bereich der mittleren Wahrscheinlichkeiten ausgedrückt wird.²⁹⁰ Daraus ergibt sich ein umgekehrt S-förmiger und asymmetrischer Funktionsverlauf, der bei niedrigen Wahrscheinlichkeiten konkav und bei hohen Wahrscheinlichkeiten konvex verläuft (Abb. 17).

²⁸⁹ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 248.

²⁹⁰ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 225-257.

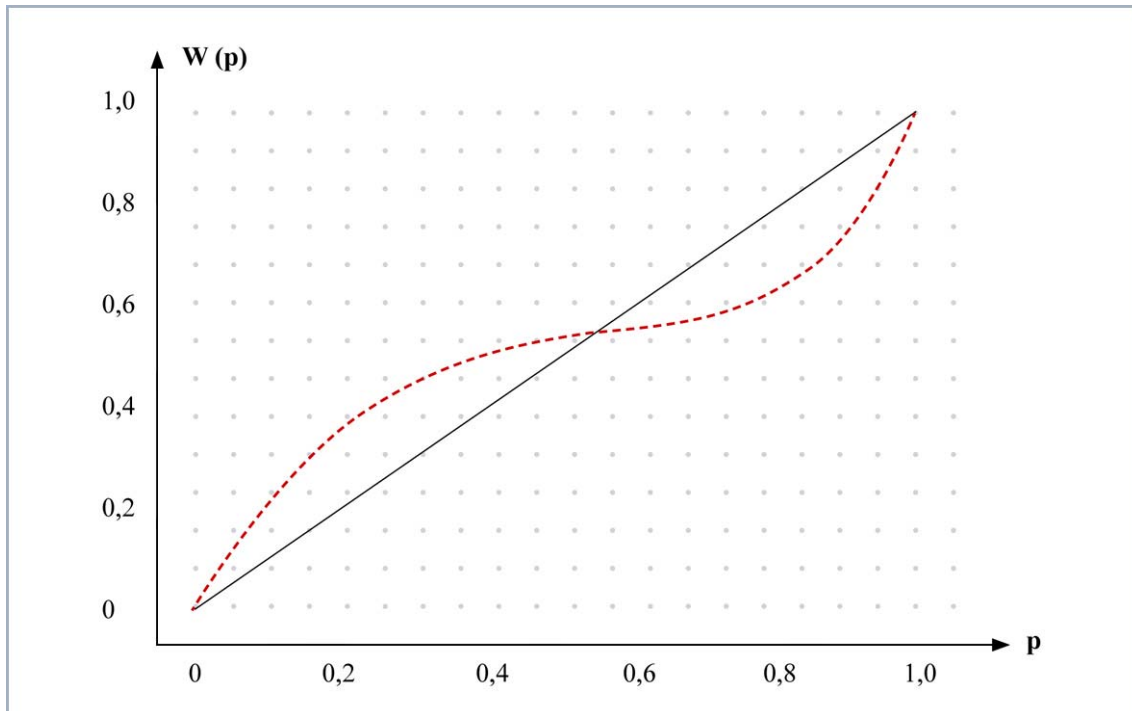


Abb. 17: Die Entscheidungswichtungsfunktion im Verlustbereich²⁹¹

Damit tendiert der Entscheidungsträger bei mittleren und hohen Wahrscheinlichkeiten z. B. für einen Verkauf dazu, dessen Eintritt zu unterschätzen.²⁹² Bei niedrigen Wahrscheinlichkeiten führt diese Wahrnehmungsverzerrung zu einem unangemessen risikofreudigen Verhalten, da die niedrigen Eintrittswahrscheinlichkeiten z. B. für einen Nicht-Verkauf regelmäßig überschätzt werden. Diese Irrationalität erklärt die unterschiedliche Risikowahrnehmung und das fragliche Risikoverhalten von Entscheidungsträgern. Dieser Zusammenhang konnte in experimentellen Untersuchungen bestätigt werden.²⁹³

4.2.2.3.1 Konsequenzen für Verkaufsentscheidungen

Aus dem Verlauf der Wertefunktion und der Entscheidungswichtungsfunktion sowie den Kernaussagen der Prospekt Theorie ergeben sich weitreichende Implikationen für die Erklärung des Entscheidungs- und Risikoverhaltens des Managers bei Unterneh-

²⁹¹ In Anlehnung an Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 249.

²⁹² Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 248.

²⁹³ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 248-250.

mensverkaufsentscheidungen. Insbesondere die Tendenz von Managern Verkaufsentscheidungen verzögert auszulösen und, unabhängig von der ökonomischen Begründbarkeit, an einmal getroffenen Entscheidungen festzuhalten, lässt sich mit Hilfe der Prospekt Theorie erklären. Im Vordergrund der Betrachtung stehen der Dispositions- und Sunk-cost-Effekt, die aus der Prospekt Theorie abgeleitet werden.

4.2.2.3.1.1 Der Dispositionseffekt

Der Dispositionseffekt beschreibt die Tendenz von Entscheidungsträgern zur Risikoaversion in Gewinnsituationen und Risikofreudigkeit in Verlustsituationen. Dieses Entscheidungsverhalten lässt sich aus den Kurvenverläufen der Wertefunktion und der Gewichtungsfunktion erschließen (Abb. 18). Dieser sog. Reflektionseffekt, der aus einem ungleichen Entscheidungs- und Risikoverhalten von Entscheidungsträgern in Gewinn- und Verlustsituationen resultiert, ist insgesamt nachteilig für Unternehmensverkaufsentscheidungen.²⁹⁴

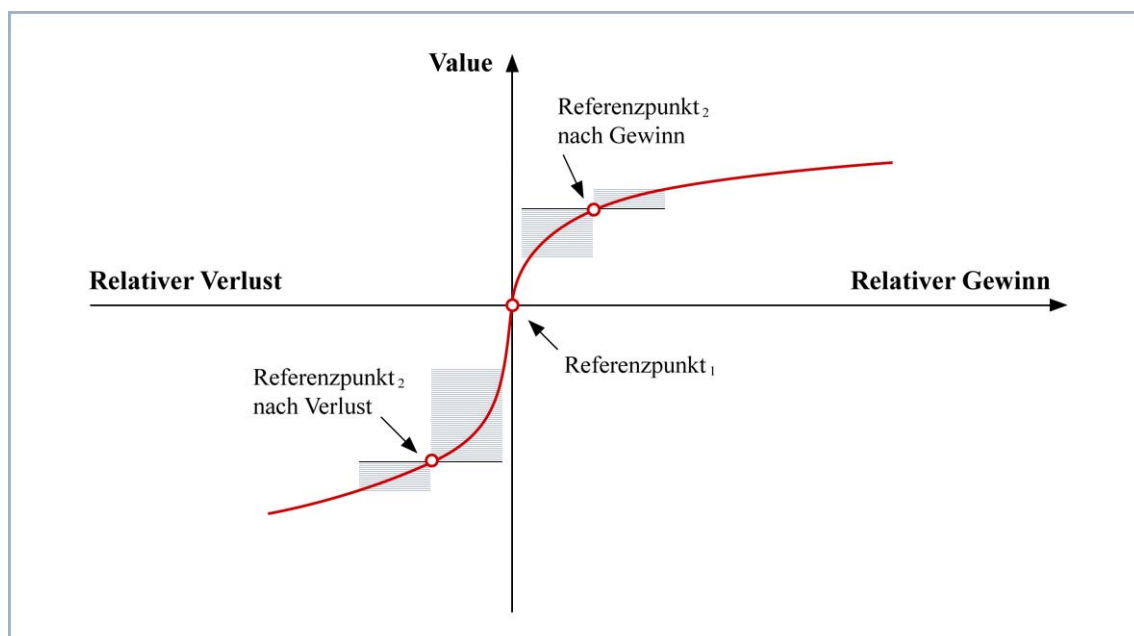


Abb. 18: Der Dispositionseffekt bei einer Unternehmensverkaufsentscheidung²⁹⁵

²⁹⁴ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 351.

²⁹⁵ In Anlehnung an Kahneman/Tversky (1979), S. 279.

Bei proaktiven Verkaufsmotiven handelt es sich um Entscheidungen oberhalb des Referenzwertes im Gewinnbereich. Aufgrund der Risikoaversion der Manager im Gewinnbereich werden nach anfänglichen positiven Ergebnissen die Gewinne schnell realisiert, was sich in restriktiver Investitionstätigkeit und einem vorzeitigen Verkauf des Unternehmens ausdrückt. Aufgrund des abnehmenden Grenznutzens ist ein relativer Gewinnzuwachs des Unternehmens nur noch mit einer vom Manager subjektiv als gering empfundenen Wertsteigerung verbunden, die aus Sicht des Managers den Unternehmensverkauf begründet. Der im Sinne von ökonomischen Rentabilitätsüberlegungen vorzeitige Verkauf eines Unternehmens nach anfänglichen Gewinnen entspricht dem dissonanzantizipativen Bestreben des Managers, dieses angenehme Erfolgsgefühl zu sichern.

Der besondere Aspekt der Sicherheit wird von *Kahneman* und *Tversky* als „Sicherheits-Effekt“ beschrieben.²⁹⁶ Der zu schnelle Verkauf des Unternehmens kann jedoch auch als rechtzeitig, im Sinne eines strategisch günstigen Verkaufs, bezeichnet werden. So kann es durchaus sinnvoll sein, einen Unternehmensverkauf gerade in einer besonders erfolgreichen Phase, z. B. in der Sättigungsphase des Produktlebenszyklus anzustreben, um somit eine vorteilhafte Verhandlungsposition einzunehmen. Dennoch steht beim Dispositionseffekt nicht der aus einem strategischen Maximierungskalkül beabsichtigte Unternehmensverkauf, sondern die aus Gründen eines restriktiven Risiko- und dissonanzreduzierenden Entscheidungsverhaltens veranlasste Unternehmensveräußerung im Mittelpunkt der Betrachtung.

Weitaus problematischer stellt sich die Situation eines Unternehmens im Verlustbereich dar, bei dem Verkaufsüberlegungen angestellt werden. Der Dispositionseffekt ist bei Verkaufsüberlegungen aus reaktiven Motiven mit weitreichenden Folgen für die allgemeine Unternehmenssituation und für den Erfolg der Transaktion verbunden. Im Verlustbereich beschreibt der Dispositionseffekt die Neigung von Entscheidungsträgern zur Risikofreudigkeit, die durch den konvexen Verlauf der Wertefunktion unterhalb des Referenzpunktes erklärt wird. Nach einem anfangs noch steilen Kurvenverlauf und dem damit einhergehenden hohen subjektiv wahrgenommenen Wertverlust werden infolge des Prinzips der abnehmenden Sensibilität zusätzlich anfallende Verluste als unbedeutend bewertet. Diese subjektive Einstufung der weiteren Verluste als geringfügig führt

²⁹⁶ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 226.

zu einer erheblichen Herabsetzung der Hemmschwelle des Managers. So begünstigt die Risikofreudigkeit des Managers bei einer Unternehmenssituation im Verlustbereich einen Verzicht auf Verlustrealisation. Gleichzeitig wird infolge des abnehmenden Grenznutzens das Risiko akzeptiert die bisherigen Verluste zu vergrößern und die Unternehmenssituation zu verschärfen.²⁹⁷

Dieses risikoreiche Entscheidungsverhalten resultiert auch aus einem hohen Commitment des Managers gegenüber seinen früheren Entscheidungen, was vor allem bei Fehlentscheidungen stark ausgeprägt ist. Das Festhalten an früheren Entscheidungen liegt in der Hoffnung des Managers begründet, durch den Aufschub der Verlustrealisation seinem Commitment gerecht zu werden. Da ein hohes Commitment einen steileren Verlauf der Wertefunktion und damit einen stärkeren Fall des Grenznutzens zu Folge hat, ist eine stärkere Risikofreudigkeit des Managers zu erwarten.

Die Entscheidungsgewichtungsfunktion kann ebenfalls dazu herangezogen werden, die Neigung des Managers zu risikofreudigem Entscheidungsverhalten zu erklären. Die mangelnde Bereitschaft des Managers, Verluste durch einen Verkauf des verlustreichen Unternehmens zu begrenzen, ist auch auf eine fehlerhafte Gewichtung der Eintrittswahrscheinlichkeiten zurückzuführen. Dabei werden kleine Wahrscheinlichkeiten, über- und mittel- und große Wahrscheinlichkeiten unterproportional im Entscheidungsprozess gewichtet, was durch den asymmetrischen Verlauf der Gewichtungskurve dargestellt wird. Diese fehlerhafte Verarbeitung von Wahrscheinlichkeiten hat zur Folge, dass die Wahrscheinlichkeit, Verluste erfolgreich abzuwenden, überschätzt und das Risiko eines Scheiterns unterschätzt wird.

Irrationalerweise reflektiert das Ausmaß der Gewichtung der Informationen die mit dem Eintreten des Ereignisses verbundene Bedeutung für die Entscheidung.²⁹⁸ Somit wird die Wahrscheinlichkeit einer verlustreichen Investition doch noch zum Erfolg zu verhelfen bzw. einen Unternehmensverkauf abzuwenden regelmäßig überschätzt. Dieses risikofreudige Entscheidungsverhalten auch bei geringer Chance, einen Gewinn zu erzie-

²⁹⁷ Diese Risikoeinstellung widerspricht der in traditionellen ökonomischen Theorien postulierten Annahme eines risikomeidenden Managers, der ein positives Risiko-Ertrags-Verhältnis anstrebt. Die Prospekt Theorie bestätigt den von Bowman (1980) festgestellten negativen Zusammenhang zwischen der Bereitschaft zur Akzeptierung eines hohen Risikos bei einem unverhältnismäßigen geringen Ertragserwartungen (Risiko-Ertrags-Paradoxon). Vgl. Bowman (1980), S. 17-31.

²⁹⁸ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 225.

len, und großer Verlustwahrscheinlichkeit reflektiert das Bestreben des Managers, unmögliche Gewinne zu realisieren und sichere Verluste abzuwenden.

Die Risikofreudigkeit des Managers bei reaktiver Verkaufsmotivation resultiert aus dem konvexen Kurvenverlauf der Wertefunktion im Verlustbereich, seiner Neigung zu fehlerhafter Gewichtung von Wahrscheinlichkeiten und seinem hohen Commitment. Vor allem eine Kombination dieser Einflussfaktoren auf das Entscheidungsverhalten des Managers verstärkt die Risikofreudigkeit des Managers.

Insgesamt führt die mit dem Dispositionseffekt verbundene mangelnde Bereitschaft zum Verkauf des angeschlagenen Unternehmensteils zu einer starken Belastung und Beanspruchung von Ressourcen nicht betroffener Unternehmensbereiche. Zudem besteht die Gefahr weiterer Fehlentscheidungen, weil sich die Risikoeinstellung des Managers auf andere Unternehmensbereiche überträgt. Ferner werden die Rahmenbedingungen für einen späteren Unternehmensverkauf erheblich verschlechtert, was den erfolgreichen Abschluss des Unternehmensverkaufes und die Erreichung der Verkaufsziele gefährdet. Zudem überträgt sich die Risikofreudigkeit, die sich vor allem in einer unangemessen risikoreichen Verhandlungsstrategie, unzureichender Vorbereitung und Einnahme einer risikofreudigen Verhandlungsposition ausdrückt auch auf den späteren Unternehmensverkaufsprozess.

4.2.2.3.1.2 Der Sunk-cost-Effekt

Bei dem Sunk-cost-Effekt handelt es sich um die Erweiterung des Dispositionseffektes um eine Kostenperspektive. Er beschreibt die irrationale Neigung von Entscheidungsträgern, bereits angefallene Kosten in die Entscheidung über die Fortführung eines Engagements einzubeziehen. Diese Berücksichtigung der irreversiblen Kosten verringert die Bereitschaft des Managers zum Verkauf des verlustträchtigen Unternehmens.

Bei den „versunkenen Kosten“ handelt es sich um den steilen Kurvenabschnitt auf der Wertefunktion im Verlustbereich. Dieser Funktionsabschnitt verdeutlicht eine anfangs noch hohe subjektive Wahrnehmung der irreversiblen Kosten bei der Prüfung des Un-

ternehmensverkaufs. Aufgrund der mit der abnehmenden Sensibilität verbundenen geringen Gewichtung weiterer Kosten neigt der Manager zu einer kostenintensiven Erhaltung des Unternehmens. Diese irrationale Folgeentscheidung und die damit einhergehende Verstärkung des Sunk-cost-Effekts resultiert aus der Überzeugung, dass sich die bereits angefallenen Kosten lohnen müssten.

Die Tendenz des Managers, ein verlustreiches Unternehmen auch bei einem frühzeitigen Anzeichen für dessen Scheitern aufrechtzuerhalten, liegt in einem Commitment gegenüber der früheren Investitionsentscheidung begründet. Dabei spielt die Höhe der versunkenen Kosten eine entscheidende Rolle. Damit handelt es sich bei der Entscheidung zur Fortführung des Unternehmens durch Einbeziehung bereits angefallener Kosten um den Versuch, die Verlustrealisation zu vermeiden.

Eine ausgeprägte Entscheidungswirksamkeit des Sunk-cost-Effektes stellt sich dann ein, wenn das Scheitern einer früheren Investitionsentscheidung durch Dritte wahrgenommen wird.²⁹⁹ Beim Manager ist die Kenntnisnahme durch seine Auftraggeber oder durch die Öffentlichkeit besonderes entscheidungswirksam, da durch die Notwendigkeit, seine fehlgeschlagene Entscheidung zu erklären und zu rechtfertigen, eine Distanzierung des Managers von der Fehlentscheidung erheblich erschwert wird.

Während des Verkaufsprozesses gefährdet der Sunk-cost-Effekt den Transaktionserfolg. So neigt der Manager bei fortgeschrittenen Verhandlungen zu einer unangemessen hohen Kompromissbereitschaft und begibt sich in eine schwache Verhandlungsposition, da aufgrund der im Verlauf des Verkaufsprozesses weiter angefallenen Kosten der Abschlussdruck steigt. Dieser Unternehmensverkauf um jeden Preis erschwert die Realisierung der Verkaufsziele.

4.2.2.3.2 Die Grenzen der Risikofreudigkeit im Verlustbereich

Die Entscheidung eines Managers, an einem verlustreichen Engagement festzuhalten, führt bei einem wirtschaftlich angeschlagenen Unternehmen zu einer Verschleppung

²⁹⁹ Vgl. Beeler/Hunton (1997), S. 88-90.

des Unternehmensverkaufes. Dieses Risiko- und Entscheidungsverhalten des Managers lässt sich aus dem Kurvenverlauf der Entscheidungsgewichtungs- und Wertefunktion ableiten. Die bisherigen Ausführungen konzentrierten sich auf die Betrachtung des zunächst steileren und zunehmend flacher verlaufenden Kurvenbereichs unterhalb des Referenzpunktes. Dieser Funktionsverlauf verdeutlicht die starke Abnahme der Grenzsensibilität mit zunehmender Entfernung vom Referenzpunkt und eine damit einhergehende steigende und folgenschwere Risikofreudigkeit des Managers.

Darüber hinaus ist eine Eskalation der Entscheidungssituation denkbar, indem sich das riskante Risikoverhalten des Managers in eine risikoaverse Richtung verändert. Die nachfolgende Abbildung soll diesen Zusammenhang durch eine Vergrößerung des Betrachtungsausschnitts im Verlustbereich verdeutlichen (Abb. 19).

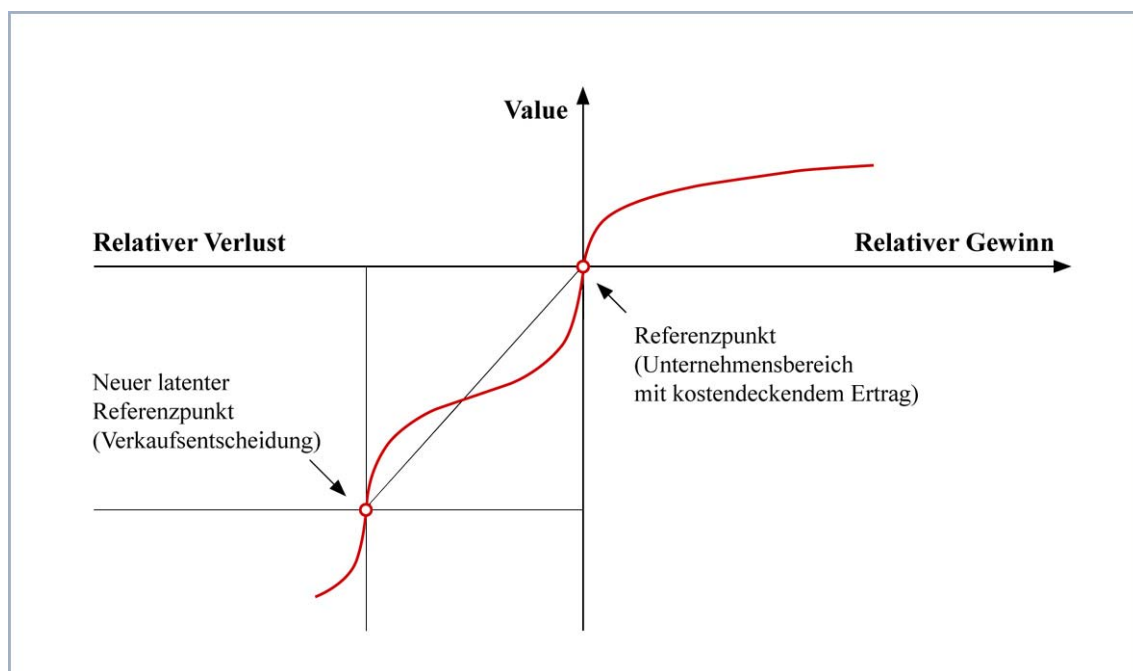


Abb. 19: Risikoaversität des Managers im Verlustbereich bei Erweiterung der Wertefunktion³⁰⁰

Nach einer anhaltenden Verschleppung des Unternehmensverkaufes und einer erheblichen Verschärfung der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens befindet sich der Manager in einer Situation extrem erlebter Verluste wieder, die den Bereich um den neuen latenten Referenzpunkt darstellt. Der erneute steile Funktionsverlauf im Verlustbereich suggeriert eine hohe Verlustaversion des Managers. Die auch subjektiv starke

³⁰⁰ In Anlehnung an Goldberg/Nitzsch (2004), S.100.

Wahrnehmung dieses extremen Wertverlustes führt letztlich zu einem Einlenken des Managers und der Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens. In dieser Situation starker Verlustsensibilität handelt es sich um einen extremen Wertverlust des betreffenden Unternehmens und eine nicht verteidigungsfähige Rechtfertigungsposition des Managers gegenüber seinen Auftraggebern. Ferner führt der mit dem extremen Verlust verbundene zunehmende Rechtfertigungsdruck bei gleichzeitigem Verlust seines persönlichen Integritäts- und Kompetenzimages zu der Erkenntnis, dass es sein Selbst-Konzept und Selbstwertgefühl zu schützen und zu verteidigen gilt. Dieser Perspektivenwechsel veranlasst den Manager, seine bisherige Fehlentscheidung zu korrigieren und die Entscheidungssituation neu zu bewerten.

In Anlehnung an die Ausführungen im Abschnitt 4.2.2.2. kommt es in dieser Situation extrem erlebter Verluste zu einer Veränderung des bisherigen Entscheidungsverhaltens, was in der Disappointment- bzw. Regret-Theorie abgebildet wird. Die extreme Verschärfung der Unternehmenssituation zieht eine Linksdrehung der Geraden und eine Verschiebung des Referenzpunktes nach sich (Abb. 20). Der neue Referenzpunkt 2 spiegelt eine hohe kognitive Belastung des Managers und einen geringen kognitiven Nutzen für ihn wieder. Dieses ungünstige Verhältnis ist auf ein wachsendes Schuld- und Ohnmachtgefühl (kognitive Belastung) zum Einen und die Antizipation eines Kompetenz- und Ansehensverlusts (kognitiver Nutzen) zum Anderen zurückzuführen. Insgesamt hat diese Verschiebung des Referenzpunktes eine Entscheidung für den Verkauf des Unternehmens zur Folge.

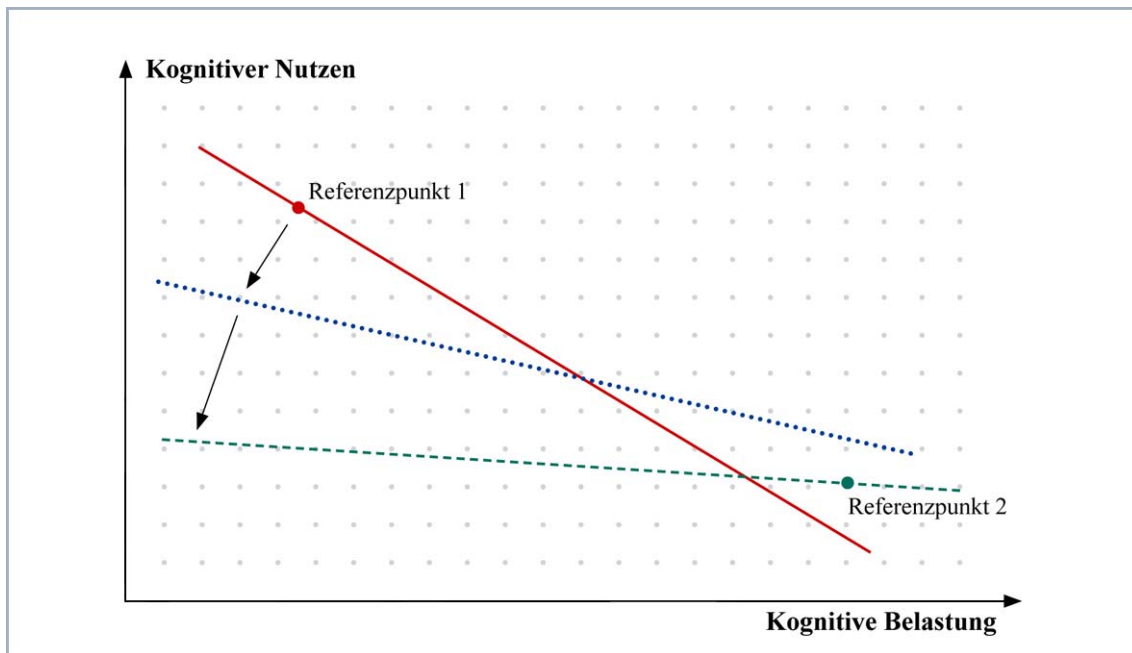


Abb. 20 : Disappointment- und Regret-Theorie bei extrem erlebten Verlusten ³⁰¹

Allerdings handelt es sich bei der Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens aufgrund des bereits entstandenen erheblichen wirtschaftlichen Schadens nicht mehr um einen Kann-, sondern um einen Mussverkauf mit den entsprechenden Konsequenzen.

Die Ablehnung eines Unternehmensverkaufes auch im Verlustbereich ist auf den Versuch zurückzuführen, Kontrolle zu erhalten oder Verlust zu verhindern. Dieser Einfluss eines Kontrollwunsches auf das Entscheidungsverhalten des Managers bei Unternehmensverkaufsentscheidungen soll im nachfolgenden Abschnitt erläutert werden.

4.2.3 Das Kontrollbedürfnis

Dieses psychische Basismotiv beschreibt das Bedürfnis von Individuen, sich als maßgebliche Treiber von Veränderungen und Lenker von Entwicklungen in ihrer Umwelt zu erleben.³⁰² Die auch aus dissonanztheoretischer Sichtweise bedeutende Überzeugung,

³⁰¹ Eigene Darstellung.

³⁰² Vgl. Nitzsch (2002), S. 46f. Vgl. auch Goldberg/Nitzsch (2004), S. 140-155, die den Einfluss des Kontrollbedürfnisses auf die Investitionsentscheidung von Akteuren auf dem Kapitalmarkt beschreiben.

die Entstehung unerwünschter Zustände verhindern oder sie weitestgehend reduzieren zu können, steht in einem engen Zusammenhang mit den Motivationen im Rahmen der Attributionstheorie wie z. B. Selbstwirksamkeit, -dienlichkeit und Selbstbestimmung.³⁰³ Unter Kontrolle wird dabei die subjektive Wahrnehmung eines Individuums verstanden, Kontrolle über ein Ereignis zu besitzen, unabhängig von ihrer tatsächlichen objektiven Verfügung und Ausübung.³⁰⁴

Das Kontrollbedürfnis des Managers wird durch die Brisanz der Situation bzw. des Ereignisses und von der Bedrohung seines Selbstwert- und Machtgefühls geprägt. Die mit der Verkaufsprüfung eines angeschlagenen Unternehmens verbundene Dringlichkeit, die Komplexität der Zusammenhänge und die Besonderheit der Entscheidungssituation ist in hohem Maße durch Unsicherheit gekennzeichnet. Da das Kontrollbedürfnis aus dem Kontrollmotiv des Managers resultiert, sich selbst als Verursacher von Handlungen und Veränderungen wahrzunehmen, löst es in der Entscheidungssituation eines reaktiv motivierten Unternehmensverkaufs aufgrund des eingeschränkten Handlungsspielraumes des Managers ein wachsendes Kontrollbedürfnis aus. Diese kritische Unternehmenssituation führt darüber hinaus zu einer Gefährdung des Selbstwertgefühls und des Selbst-Konzeptes, da er persönlich involviert ist. Diese Bedrohung verlangt eine schnellstmögliche Beseitigung dieser Beeinträchtigung.

4.2.3.1 Die Kontrollillusion

In zahlreichen Untersuchungen ist eine Diskrepanz zwischen objektiv tatsächlich bestehender und subjektiv wahrgenommener Kontrollmöglichkeit nachgewiesen worden.³⁰⁵ Bei dieser Kontrollillusion handelt es sich um eine systematische Verzerrung in der Wahrnehmung der eigenen Kontrollmöglichkeiten. Eine wesentliche Größe für die Entstehung und Ausprägung dieser systematischen Kontrollüberschätzung stellt eine aus

³⁰³ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 13.

³⁰⁴ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 14f; Wiswede (2004), S. 326; Langer (1975), S. 313.

³⁰⁵ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 15; Nitzsch (2002), S. 55. Fenton-O’Creevy et al. (2003), S. 53f stellen darüber hinaus fest, dass die Kontrollillusion einen natürlichen Bestandteil der menschlichen Wesenszüge darstellt. Vgl. auch Keil/Depledge/Rai (2007), S. 379, die die Auswirkungen von Kontrollillusion im Zusammenhang mit der Produkteinführung thematisieren.

den Erfolgen in der Vergangenheit abgeleitete Selbstsicherheit und damit einhergehende subjektiv begründete Erwartungshaltung das eigene Kontrollvermögen betreffend dar.³⁰⁶

Damit neigt ein Manager nach einer Serie von auch kleineren Erfolgen zu einer verzerrten Wahrnehmung seiner tatsächlichen Kontrollmöglichkeit, resultierend aus einer zunehmend „gelernten Sorglosigkeit“. Unter der Bezeichnung „gelernte Sorglosigkeit“³⁰⁷ wird die Neigung von Entscheidungsträgern beschrieben, ungeachtet der Vergleichbarkeit der Entscheidungsprobleme und -situationen von der Fortsetzung ihrer persönlichen Erfolgsstory auszugehen.

Zudem verstärkt die selbstwertdienliche Attribution, als eine Neigung des Managers, Erfolge den eigenen Fähigkeiten zuzuschreiben und Verantwortung für Misserfolge durch Verweis auf von ihm nicht zu vertretende Umstände zu übernehmen, das Ausmaß an illusionärer Kontrolle.³⁰⁸ Ferner beeinflussen die oben genannten Urteilsverzerrungen wie z. B. die Repräsentativitäts- und Verfügbarkeitsheuristik die subjektiv wahrgenommene Kontrollmöglichkeit.

Die Problematik der Kontrollillusion bei der Prüfung einer Verkaufsentscheidung ergibt sich aus der Neigung des Managers zu einer verfälschten Beurteilung der Entscheidungssituation, einer fehlerhaften Bewertung von Verkaufsobjekten und einer Unterschätzung von Risiken. Demnach führt die mit der Kontrollillusion des Managers verbundene Überschätzung der eigenen Einflussmöglichkeit dazu, die Notwendigkeit und Dringlichkeit unterzubewerten, durch einen Unternehmensverkauf Veränderungen aktiv anzustreben.

Während des Verkaufsprozesses bewirkt die Kontrollillusion, dass der Manager den Verhandlungspartner unterschätzt und eine riskante Verhandlungsstrategie verfolgt. Die schon im Rahmen der gewöhnlichen Unternehmenstätigkeit und der üblichen Managemententscheidungen problematischen, im Sinne von gewinn- und gewinnpotentialbeeinträchtigenden Auswirkungen, werden in einer kritische Unternehmenssituation in ihrer

³⁰⁶ Vgl. Langer/Roth (1975), S. 951-955; Duhaime/Schwenk (1985), S. 285-295; Burger (1986), S. 66-76; Burger/Smith (1985), S. 145-152; Langer (1975), S. 311-313.

³⁰⁷ Frey/Schulz-Hardt (1996), S. 604; Schulz-Hardt/Frey/Lüthgens (1996), S. 468.

³⁰⁸ Dieses Verhalten ist mit spielerähnlichem Verhalten vergleichbar. Vgl. Jefferson/Nicki (2003), S. 387-392.

Reichweite und Wirkung erheblich verstärkt. Die Kontrollillusion lässt sich auch als eine Schutzvorrichtung verstehen: Mit ihrer Hilfe können die mit einer nur eingeschränkt vorhandenen Kontrollmöglichkeit verbundenen dissonanten Kognitionen in erträgliche Bahnen gelenkt werden.

Die eigentlichen Konsequenzen aus dem Kontrollbedürfnis für das Entscheidungsverhalten eines Managers ergeben sich dann, wenn der Manager den tatsächlichen Kontrollverlust feststellt. Während die Kontrollillusion für die Passivität und die Verschärfung der Unternehmenssituation ursächlich ist, führt die Realisierung eines Kontrollverlusts durch den Manager zu einer Steigerung seines Handlungs- und Veränderungstriebs, die jedoch, wie nachfolgend noch zu zeigen sein wird, keine Verbesserung der kritischen Unternehmenssituation nach sich zieht.

Dieser Kontrollverlust löst beim Manager eine kognitive Dissonanz aus. Bei Unternehmensverkaufsentscheidungen beziehen sich die dissonanten Kognitionen auf die erkannte Einflusslosigkeit und den Machtverlust insbesondere zu einem Zeitpunkt großen Interventionsbedarfs. Das Wissen um die dringliche Notwendigkeit der Kontrollausübung, führt bei einem gleichzeitig festgestellten Kontrollverlust zu hohem Leistungsdruck. Die Belastung des Managers ergibt sich dabei aus den mit dem Kontrollverlust einhergehenden Unsicherheiten. Die größte Unsicherheit betrifft die Einschätzung der eigenen Fähigkeiten und Kontrollmöglichkeiten. Zudem erweisen sich die bisher als steuerbar wahrgenommenen Konsequenzen mit der Unbeeinflussbarkeitserfahrung als besonders bedrohlich. Deshalb liegt das Hauptbestreben des Managers darin, möglichst kurzfristig die Kontrolle wiederzuerlangen.

Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen unterschiedliche Lösungsstrategien auf der Wahrnehmungs- und Entscheidungsebene. Bei der theoretischen Auseinandersetzung mit der Kontrolle wird zwischen primärer und sekundärer Kontrolle unterschieden. Beide Kontrollformen können zur Erklärung des Entscheidungsverhaltens von Managern bei Unternehmensverkaufsentscheidungen und zur Darstellung der entscheidungstheoretischen Auswirkungen auf den Unternehmensverkauf herangezogen werden. Dabei interessieren die Art und Weise der Entscheidungswirksamkeit eines Kontrollverlusts des Managers bei Verkaufsentscheidungen.

4.2.3.2 Konsequenzen für die Unternehmensverkaufsentscheidung

4.2.3.2.1 Kontrollerhaltungsstrategien auf der Wahrnehmungsebene: Sekundäre Kontrolle

Bei der sekundären Kontrolle handelt es sich um den Versuch den Ist- oder Soll-Zustand ausschließlich durch Kognitionen zu verändern.³⁰⁹ Dabei sind die Kontrollwiederherstellungs- und Veränderungsbemühungen auf eine Anpassung der kognitiven Prozesse an die neue Situation durch kognitive Umstrukturierungen und Ablenkungen gerichtet.³¹⁰ Die kognitiven Umstrukturierungs- und Ablenkungsanstrengungen zielen darauf ab, durch die verzerrte Abbildung der Ereignisse die Kontrolle kurzfristig wieder herzustellen. Dabei interessiert das Wahrnehmungsverhalten eines Managers, der zunehmend mit einem subjektiv festgestellten Kontrollverlust konfrontiert ist. Dieser Kontrollverlust ist auf die kritische Unternehmenssituation und die damit einhergehende Einschränkung seines Handlungsspielraums zurückzuführen. Der Verlust der Kontrollillusion und die subjektive Wahrnehmung des Kontrollverlustes sind mit weitreichenden Konsequenzen für die Verkaufsentscheidung und den Verlauf des Unternehmensverkaufs verbunden.

Die Kombination aus subjektiv festgestelltem Verlust der Reaktionsmöglichkeit, die Komplexität, die Brisanz und die damit verbundene Neuartigkeit und Unsicherheit der Entscheidungssituation erhöhen die Aversion des Managers gegenüber einer Unternehmensverkaufsprüfung. Bei der sekundären Kontrolle erfolgt der Kontrollwiederherstellungsversuch auf der kognitiven Ebene durch die unbewusste Implementierung verschiedener kognitiver Kontrollstrategien. Sie zielen darauf ab, die kognitive Belastung des Managers abzubauen und Kontrolle wiederherzustellen. Dazu bedient sich der Manager insbesondere der kognitiven Ablenkungs-, Konzentrations- und Umstrukturierungsstrategien.³¹¹

³⁰⁹ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 13.

³¹⁰ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 36-38.

³¹¹ Zu den Strategien der sekundären Kontrolle vgl. auch die Ausführungen von Frey/Jonas (2002), S. 17-38; Wiswede (2004), S. 327.

1. Bei der Ablenkungsstrategie werden die positiven Aspekte der Prüfung eines Unternehmensverkaufs (über)betont, indem z. B. persönliche Vorteile aus der effizienteren Gestaltung bestehender Strukturen und Prozesse des Unternehmens kognitiv hervorgehoben werden. Diese neuartige Sichtweise geht mit der eigennützigen Uminterpretation und Umbewertung der Verkaufsprüfung als „harmlos“ und „üblich“ einher ohne die Qualität und Richtigkeit früherer Entscheidungen sowie die aktuellen Kontrollmöglichkeiten näher zu hinterfragen. Diese Uminterpretation der Entscheidungssituation erlaubt es dem Manager, eine positive Einstellung gegenüber dem bislang beharrlich verhinderten Unternehmensverkauf aufzubauen und kognitiv neue Chancen und Potentiale zu evaluieren. Als Kontrollstrategie induziert sie auch eine „Entemotionalisierung“ und Veränderung der Einstellung hin zu einer pragmatisch-analytischen Betrachtungsweise. Den mit der Verschiebung des kognitiven Betrachtungswinkels verbundenen positiven Aspekten steht jedoch die Gefahr gegenüber, dass die kritische Unternehmenssituation heruntergespielt wird. Mithilfe dieser Strategie sollen zudem die als unangenehm empfundenen Aspekte der kognitiven Wahrnehmung verdrängt oder aktiv unterbewertet und damit ihren Effekte eliminiert werden.
2. Die Konzentrationsstrategie zielt auf die konsequente Fokussierung der Wahrnehmung auf die positiven Elemente. So versucht der Manager auch sein bisheriges Entscheidungsverhalten kognitiv zu rechtfertigen, indem er eine Wertsteigerung des Unternehmens durch Verhinderung seines zeitigen Verkaufs zur eigenen Entlastung unterstellt. Bei der Ablenkungs- und Konzentrationsstrategie handelt es sich um Schönfärbereien und damit auch um den Versuch der Wiederherstellung von Kontrolle durch eigennützige und einseitige Verzerrung der Informationsaufnahme und -wahrnehmung.
3. Diese Kontrollstrategien der sekundären Kontrolle umfassen auch kognitive Umstrukturierungen durch Anpassung der eigenen Kognitionen an die Gegebenheiten des Umfeldes. Dieser Anpassungsmechanismus ist auf eine realitätsnahe Neuordnung und -bewertung der Ist- und Soll-Situation ausgerichtet. Bei dieser Anstrengung handelt es sich um die Überprüfung der Bewertungskriterien für einen Unternehmensverkauf in eine für den Manager argumentativ belastbare

Richtung.³¹² So führt eine Herabsetzung der Rendite- und Gewinnerwartungen mit dem Verweis auf externe und nicht beeinflussbare Faktoren zu einer Verschiebung der Verkaufsentscheidung. Auch durch eine Anpassung der zeitlichen Planung an die Ist-Situation kann die Kontrolle kognitiv wiederhergestellt werden. Dabei wird der zeitliche Rahmen für die Zielerreichung ausgedehnt, der Unternehmensverkauf erfolgreich abgewendet und damit die Möglichkeit der Kontrollausübung kognitiv aufrechterhalten.

Insgesamt stehen bei den Strategien der sekundären Kontrolle die Umdeutung und Neubewertung von Aspekten und die Begrenzung der kognitiven Belastung infolge des Kontrollverlustes im Mittelpunkt. Bedeutend ist jedoch der Umstand, dass es sich bei diesen Kontrollwiederherstellungsstrategien ausschließlich um kognitive Anpassungen und Veränderungen handelt, die keine tatsächliche Verbesserung der Unternehmenssituation nach sich ziehen. Diese intrasubjektiven Prozesse dienen vorrangig dazu, den subjektiv festgestellten Kontrollverlust auf ein erträgliches Maß zu reduzieren.

4.2.3.2.2 Kontrollerhaltungsversuche auf der Entscheidungsebene: Primäre Kontrolle

Der wahrgenommene Kontrollverlust führt zu einer Erhöhung des Kontrollbewusstseins des Managers bei gleichzeitiger Verschärfung der Unternehmenssituation. Die tatsächliche Nicht-Beeinflussung der Entscheidungssituation verlagert die Kontrollwiederherstellungsversuche auf eine aktive Handlungs- und Entscheidungsebene. Während die sekundäre Kontrolle sich auf kognitive Anpassungsstrategien beschränkt, zielt die pri-

³¹² Diese Vorgehensweise beinhaltet auch eine Anpassung des Referenzwertes (vgl. Verankerungsheuristik) als Soll-Wert nach unten, um den wahrgenommenen Kontrollverlust kognitiv abzuschwächen und gleichzeitig den unerwünschten Unternehmensverkauf abzuwenden. Die Auswirkungen der Herabsetzung des Referenzwertes lassen sich auch aus dem Verlauf der Wertefunktion der Prospekt Theorie ableiten. Diese Kombination aus verzerrter Informationsaufnahme und -wahrnehmung zur Wiederherstellung des Kontrollverlusts und Risikofreudigkeit des Managers, insbesondere im Verlustbereich, führt zu einer erheblichen Verstärkung dieser Effekte und damit auch zu einer Verschärfung der Unternehmenssituation. Während die sekundäre Kontrolle eine Verschiebung des Referenzwertes nach unten zu Folge hat, bewirkt diese Verlagerung im Rahmen der Prospekt Theorie eine Erhöhung der Risikofreudigkeit des Managers. Damit wird der Einflussradius der zunächst nur kognitiven Ursache um eine tatsächlich entscheidungsrelevante Wirkung ausgedehnt.

märe Kontrolle auf die tatsächliche Veränderung der externen Umwelt ab.³¹³ Somit konzentrieren sich die Kontrollwiederherstellungsanstrengungen auf eine aktive Veränderung der Ist-Situation.

In diesem Zusammenhang beschäftigt sich die Reaktanztheorie mit der Analyse und Erklärung von individuellen Verhaltensweisen zur Lösung eines motivatorischen Spannungszustandes.³¹⁴ Sie schlussfolgert eine Widerstandsreaktion von Individuen, die einer Einschränkung des Aktionsradius auch in Form eines Kontrollverlustes erleben³¹⁵ Das Unvermögen des Managers, durch Einsatz geeigneter Maßnahmen in der Vergangenheit das Unternehmen vor der aktuellen Verlustsituation nicht bewahrt und durch frühzeitige Prüfung eines Verkaufs die Rahmenbedingungen positiv beeinflusst zu haben, bildet die Hauptursache für das nun stärker ausgeprägte Kontrollmotiv. Zudem führen drohende Statusverluste zu einer Verstärkung der psychischen Reaktanz beim Manager. Im Gegensatz zu den für Dritte unbeobachtbaren, auf der kognitiven Denk- und Wahrnehmungsebene bezogenen Kontrollstrategien der sekundären Kontrolle handelt es sich bei dem vielseitigen Reaktanzverhalten im Rahmen der primären Kontrolle um beobachtbare Handlungen.

Frequenz und Intensität der psychischen Reaktanz sind insbesondere abhängig von der Stärke des empfundenen Kontrollverlusts und der ihm vom Manager beigemessenen Bedeutung.³¹⁶ Die Bedeutung des Kontrollverlusts für den Manager wird nicht nur durch die Stärke des Kontrollbedürfnisses, sondern auch durch die Ausprägtheit des Selbstwertgefühls bestimmt. Ein starkes Selbstwertgefühl und damit einhergehendes Bedürfnis nach Schutz des Selbstwertes löst ein starkes Verlangen nach Wiederherstellung der Kontrolle aus. Auch die Gefahr, dass Dritte diesen Kontrollverlust wahrnehmen – wovon in einem Unternehmen regelmäßig auszugehen ist – trägt zu der herausragenden Bedeutung des Kontrollverlusts für den Manager bei.

Aufgrund ständiger Unbeeinflussbarkeitserfahrungen bei diesem Entscheidungsproblem und zunehmenden Handlungsdrucks bei gleichzeitig fortschreitender Einengung der

³¹³ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 17-19.

³¹⁴ Vgl. Dickenberger/Gniech/Grabitz (2001), S. 244f.

³¹⁵ Vgl. Dickenberger/Gniech/Grabitz (2001), S. 244f.

³¹⁶ Vgl. auch Dickenberger/Gniech/Grabitz (2001), S. 246, die drei Einflussgrößen auf das Reaktanzverhalten und die Reaktanz-Effekte diskutieren.

Freiheit kann es für den Manager nicht mehr ausreichend sein, Kontrollwiederherstellungsversuche auf kognitive Umstrukturierungen zu beschränken. Steigendes Kontrollbewusstsein und Kontrollerwartungen Dritter führen dazu, dass sich die anfangs noch von Passivität und kognitiven Anpassungsprozessen dominierten Kontrollwiederherstellungsversuche der sekundären Kontrolle in aktive Interventions- und Veränderungsbestrebungen wandeln.

Das Reaktanzverhalten ist durch Aktivität und Widerstand gekennzeichnet, das darauf abzielt, die Freiheitsbeschränkung zu beseitigen.³¹⁷ Dabei werden Maßnahmen eingesetzt, die insbesondere von Ausdauer, Nachdruck sowie hohe Veränderungsmotivation und starke Leistungssteigerung geprägt sind.

In der Literatur wird dabei zwischen direkten und indirekten Wiederherstellungsversuchen der primären Kontrolle unterschieden.³¹⁸ Bei direkten Maßnahmen des Managers handelt es sich um eine Ausweitung der Problemlösung auf bisher nicht betroffene Unternehmensbereiche, die Neustrukturierung der personellen Kompetenzen sowie den wiederholten Einsatz von Aktivitäten, die mit einer kurzfristigen Veränderung der Unternehmensorganisation einhergehen können. Die Kontrollerlangungsversuche des Managers können auch eine Entlassung von Mitarbeitern beinhalten, bei der insbesondere die nach innen und nach außen gerichtete Signalwirkung im Mittelpunkt steht. Dieses Vorgehen dient dazu, indirekt zu signalisieren, dass der Manager den dringenden Handlungsbedarf erkannt hat. Damit demonstriert der Manager seine Kompetenz und Kontrollausübungsmöglichkeit nach innen und außen. Darüber hinaus – und darin ist die Hauptintention zu sehen – fördert diese Handlung die Wahrnehmung der erwünschten subjektiven Kontrolle. Zudem bewirkt die Entlassung von Mitarbeitern auch eine kognitive Entlastung des Managers durch seine Vorstellung, die Verantwortlichen zur Rechenschaft gezogen zu haben.

Bei indirekten Kontrollwiederherstellungsmaßnahmen handelt es sich um Ersatzlösungen nach wahrgenommener Unwirksamkeit der direkten Maßnahmen. Diese sind darauf gerichtet, Kontrolle durch Delegation der Kontrolle an Dritte zu gewinnen.³¹⁹ Allerdings

³¹⁷ Vgl. Dickenberger/Gniech/Grabitz (2001), S. 245; Frey/Jonas (2002), S. 33.

³¹⁸ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 36.

³¹⁹ Vgl. Frey/Jonas (2002), S. 36.

wird die Neigung des Managers, insbesondere bei Unternehmensverkaufsentscheidungen die Kontrollverantwortung an andere Mitarbeiter zu übertragen, als unwahrscheinlich beurteilt, da diese Maßnahme von Dritten als Unfähigkeit und Verweigerung der Verantwortungsübernahme gewertet würde.

Bleiben Maßnahmen zur direkten Kontrollwiederherstellung ergebnislos, so ist auch ein abweichendes Verhalten des Managers denkbar, welches im Rahmen der Theorie der gelernten Hilflosigkeit und der Selektion-Optimierung-Kompensation-Theorie (SOK-Theorie) beschrieben wird.³²⁰ Beide Ansätze führen bei der Problem- und Entscheidungssituation des Managers im Zusammenhang mit Unternehmensverkäufen zum gleichen Ergebnis.

Die Hilflosigkeitstheorie postuliert einen Motivationsverlust und eine erhebliche Leistungsbeeinträchtigung des Managers, da ihm sein Verhalten und die Ergebnisse seines Verhaltens zusammenhangslos und damit unbeeinflussbar erscheinen. Die SOK-Theorie geht von einer „freiwilligen“ Abgabe bzw. Ausgliederung der Kontrolle aus, wobei der Manager sich auf Bereiche konzentriert, in denen er noch Einwirkungsmöglichkeiten sieht. Im Ergebnis lässt sich aus diesen Theorien ein bewusster Rückzug des Managers ableiten, der sich letztendlich in der Entscheidung zum Verkauf ausdrückt. Sicherlich handelt es sich bei dieser Verkaufsentscheidung des Managers um eine unausweichliche Entscheidung. Aufgrund der weiteren Verschärfung der Unternehmenssituation und der erheblich eingeschränkten Handlungsfähigkeit des gesamten Unternehmens ist ein Notverkauf des Unternehmens unter ungünstigen Transaktionsbedingungen zu erwarten.

Die ausgiebigen Kontrollwiederherstellungsaktivitäten des Managers und der Versuch, den Unternehmensverkauf zu verhindern, stehen in einem engen Zusammenhang mit der Selbsteinschätzung des Managers. Die Auswirkungen eines selbstüberschätzenden und überoptimistischen Entscheidungsverhaltens des Managers auf die Entscheidungsfindung und den Erfolg von Unternehmensverkäufen werden im nachstehenden Abschnitt erläutert.

³²⁰ Vgl. Meyer (2000); Seligman (1975), Frey/Schulz-Hardt (1996), S. 604-611; Schulz-Hardt/Frey/Lüthgens (1996), S. 468-479; Baltes/Baltes (1986) zitiert nach Frey/Jonas (2002), S. 36.

4.2.4 Das Erfolgsbedürfnis

Das Bedürfnis nach Erfolg beschreibt das natürliche Verlangen eines Individuums, sich als siegreichen Akteur zu verstehen mit der Möglichkeit, eine vorteilhafte Position einzunehmen. Insbesondere beim Manager dient das Erfolgsbedürfnis neben der vertragskonformen maximalen Ergebniserzielung vor allem der Erreichung von persönlichen Oberzielen, die über nach außen gerichtete Unterziele erfüllt werden. Zu den Oberzielen gehören die Steigerung des Selbstwertgefühls, die Stärkung des Selbst-Konzepts und damit die Förderung und Erhaltung der inneren Harmonie. Dieser nach innen gerichtete Hauptnutzen wird durch extern wahrnehmbare Attribute wie z. B. Macht, Ansehen sowie Einflussreichtum und Anerkennung gefördert und gewährleistet.

Das Ausmaß des Erfolgsbedürfnisses wird vor allem bestimmt von der persönlichen Erfahrung, den Persönlichkeitsmerkmalen, dem eigenen Anspruchsniveau sowie der einem Entscheidungsgegenstand individuell beigemessenen Bedeutung. Steht ein Unternehmen aufgrund schlechter Performance vor einer Verkaufsprüfung, so ist aufgrund der für den Manager zu erwartenden persönlichen Veränderungen davon auszugehen, dass sie für den Manager von großer Bedeutung ist. Daraus resultiert das Verlangen des Managers einen positiven Nutzen für das Unternehmen und insbesondere für die eigene Person zu erzielen.

Die Stärke dieses Bedürfnisses wird auch von der Ausprägtheit der Persönlichkeitsmerkmale des Managers determiniert. Zu diesen interpersonell differenten Eigenschaften zählen die Extraversion, der Neurotizismus und die Offenheit für neue Erfahrungen. Sie erklären die unterschiedliche Gewichtung des Erfolgsbedürfnisses bei verschiedenen Entscheidungsträgern.³²¹ Auch das allgemeine Anspruchsniveau, als Kombination aus Erfahrung, persönlichen Absichten und Zielen sowie Bildungshintergrund, stellt eine relevante Einflussgröße für die Stärke des Erfolgsbedürfnisses dar. So bedingen eine hohe Qualifikation und gesteigerte Leistungsmotivation des Managers ein hohes Erwartungs- und Anspruchsniveau im Hinblick auf angestrebte Ziele. Diese Rahmenbedingungen fördern somit eine ausgeprägte Anspruchshaltung, die mit einem höheren Erfolgsbedürfnisniveau einhergeht.

³²¹ Vgl. Wiswede (2004), S. 427.

Die im Rahmen der „gelernten Sorglosigkeit“ enthaltenen Erfolgserwartungen des Managers stehen in einem engen Zusammenhang mit den Heuristiken, insbesondere der Verfügbarkeits- und Verankerungsheuristik.³²² In diesem Zusammenhang dienen Erfahrungen und damit auch die zugrunde gelegten Erwartungen als Referenzwert. Damit steigt mit zunehmenden Erfahrungserwartungen und -erwartungen des Managers auch das Erfolgsbedürfnis.

Aus der persönlichen Erfahrung, den Persönlichkeitsmerkmalen und dem allgemeinen Anspruchsniveau lassen sich zwei wesentliche Tendenzen des Managers ableiten, nämlich die zur Selbstüberschätzung und zum Überoptimismus. Die Untersuchung der Wirksamkeit und des Wirkungsradius' dieser Neigungen von Managern auf unternehmerische Entscheidungen findet vor allem in der aktuellen psychologischen und betriebswirtschaftlichen Forschung großes Interesse. Während in diesen Untersuchungen die Auswirkungen von Selbstüberschätzung und Überoptimismus auf die Investitionstätigkeit bei normaler Unternehmensperformance und deren Konfliktlösungsbeitrag im Rahmen des klassischen Prinzipal-Agent-Problems im Mittelpunkt der Betrachtung stehen,³²³ liegt das Hauptaugenmerk dieser Arbeit darin, die Auswirkungen dieser Tendenzen auf Unternehmensverkaufsentscheidungen zu analysieren und zu erklären, insbesondere bei einer kritischen Unternehmenssituation.

4.2.4.1 Die Bedeutung der Selbstüberschätzung

Die Analyse der ökonomischen Auswirkungen der Selbstüberschätzung des Managers gehört, vor allem angestoßen durch die wegweisende Arbeit von *Roll*, zu den Forschungsschwerpunkten der Untersuchungen der Corporate Behavioral Finance.³²⁴

³²² Die Folgen einer Unterschreitung des Referenzwertes für das Entscheidungsverhalten lassen sich aus der Prospekt Theorie ableiten (Vgl. Abschnitt 4.2.2.3.). Das Erfolgsbedürfnis verstärkt die Risikofreudigkeit und den beharrlichen Versuch einen unmöglichen Gewinn zu realisieren und den wahrscheinlichen Verlust zu verhindern.

³²³ Vgl. Gervais/Heaton/Odean (2005); de la Rosa (2007).

³²⁴ Vgl. Roll (1986). Ein Überblick über die Arbeit zu Overconfidence und deren Ergebnisse finden sich bei Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 534. Vgl. auch insbesondere Hoffrage (2004), S. 235-254; Oskamp (1982), S. 287-293.

Bei der Selbstüberschätzung handelt es sich um eine kognitive Abweichung, die sich durch eine übermäßig positive Selbstwahrnehmung ausdrückt und systematisch zu Überschätzung und einer unrealistischen optimistischen Wahrnehmung der eigenen Fähigkeiten, der persönlichen Einflussmöglichkeiten und der Erfolgsaussichten führt.³²⁵ Die größten Überschätzungen beziehen sich auf die eigenen Fähigkeiten, das eigene Wissen und Leistungsvermögen sowie die Richtigkeit eigener Einschätzungen.³²⁶

Es ist anzunehmen, dass diese Tendenz im Vergleich zu anderen Wirtschaftssubjekten insbesondere bei Managern auf der obersten Führungsebene stärker ausgeprägt ist. Diese Ausprägung lässt sich damit erklären, dass Manager aufgrund ihrer Erfolge in der Vergangenheit von ihrer besonderen Befähigung ausgehen, die sich u.a. auch auf ihr Einschätzungsvermögen erstreckt. Die Überschätzung der eigenen Fähigkeiten umfasst auch die Neigung von Managern, ihre Kontroll- und Einflussmöglichkeiten zu überschätzen, die insgesamt zu einer überzogenen Bewertung der persönlichen und unternehmerischen Erfolgserwartungen führt.³²⁷

Aus diesen Erkenntnissen lassen sich Schlussfolgerungen für das Entscheidungsverhalten von Managern bei der Prüfung von Unternehmensverkäufen ableiten. Das Kernproblem eines sich selbst überschätzenden Managers bei Unternehmensverkaufsentscheidungen liegt in seinem risikofreudigen Verhalten. Trotz einer angespannten Unternehmenssituation und eines zunehmend eingeschränkten Handlungsspielraums wird sein Entscheidungsverhalten weitestgehend von der Überschätzung seines persönlichen Leistungs- und Kontrollvermögens dominiert. Diese illusionären Ansichten des Managers über sein persönliches Wirkungspotential begünstigen unrealistische Erwartungen an die Ergebnisse seiner Anstrengungen und damit unangemessene Erfolgsaussichten.

Das übermäßige Vertrauen des Managers in seine Person fördert die Tendenz, die Wahrscheinlichkeiten der Zielerreichung und schnellen Wiederherstellung einer vorteil-

³²⁵ Vgl. Brown/Sarma (2007), S. 361; Moore/Healy (2007), S. 3-5; Cassar/Friedman (2007), S. 2. Zur Methodik der Untersuchung von Selbstüberschätzung wird unter anderem auch auf Malmendier/Tate (2005) verwiesen.

³²⁶ Vgl. Brown/Sarma (2007), S. 361; Cassar/Friedman (2007), S. 2. Moore/Healy (2007), S. 3-5 unterscheiden drei verschiedene Arten von Selbstüberhebung: Die grundsätzliche Überschätzung der eigenen Fähigkeiten, die Überschätzung der Fähigkeiten in Relation zu anderen Akteuren und die übermäßige Überzeugung von der Richtigkeit der zugrunde gelegten Annahmen und die Genauigkeit ihrer Einschätzungen.

³²⁷ Vgl. Steen (2004), S. 1142; Moore/Healy (2007), S. 3.

haften Unternehmensposition zu überschätzen. Diese verzerrten Erfolgserwartungen werden durch weitere Fehleinschätzungen verstärkt. Manager neigen dazu, die für die Realisierung eines Vorhabens erforderliche Zeit systematisch zu unterschätzen und gleichzeitig ihre persönliche Produktivität zu überschätzen („planning fallacy“).³²⁸ Dabei werden die Möglichkeit des Scheiterns und die natürlichen Grenzen des persönlichen Einflussvermögens gänzlich von der Betrachtung ausgeschlossen.

Malmendier/Tate stellten in einer Untersuchung zum Investitionsverhalten der obersten Führungsmanager fest, dass diese Entscheidungsträger dazu neigen, die Wahrscheinlichkeit eines Misserfolgs zu unter- und die Rentabilität ihrer Investitionen auch bei Vorliegen eines eingeschränkten finanziellen Spielraumes zu überschätzen.³²⁹ Sie begründen dieses Verhalten damit, dass die Manager die Unterbewertung ihres Unternehmens durch den Markt annahmen. Diese Erfolgsüberschätzung und subjektiven Unterbewertungsvermutungen des Managers, die bereits bei einer normalen Unternehmensperformance zu einer finanziellen Schieflage und einer Erhöhung der Schulden führen,³³⁰ sind bei der Prüfung eines Unternehmensverkaufs mit existenzbedrohlichen Konsequenzen für das Unternehmen verbunden.

Insbesondere bei der Prüfung eines Unternehmensverkaufs wird die Entscheidungswirksamkeit von Overconfidence in Verbindung mit einem hohen Commitment verstärkt.³³¹ Ein hohes Commitment gegenüber früheren Fehlentscheidungen des Managers ist aufgrund seines Rechtfertigungsdrucks mit einem gestiegenen Leistungs- und Erfolgsdruck verbunden. In Verbindung mit der im Rahmen der Reaktanztheorie erörterten, aktiven und unnachgiebigen Leistungssteigerungsmotivation des Managers führt ein hohes Commitment zu Selbstüberschätzung und damit zu einer ausgeprägten Überzeugung des Managers, eine kritische Unternehmenssituation bewältigen und einen Unternehmensverkauf verhindern zu können.

Zudem bleibt aufgrund der Unvergleichbarkeit der Problemsituation und der Managementleistungen nicht nur der Glaube des Managers an seine überdurchschnittlichen Fä-

³²⁸ Vgl. Moore/Healy (2007), S. 9.

³²⁹ Vgl. Malmendier/Tate (2005), S. 2662f; Brown/Sarma (2007), S. 362.

³³⁰ Vgl. Malmendier/Tate (2005), S. 2663 und S. 2691.

³³¹ Vgl. auch Fairchild (2007), S. 1 und S. 20-22, die einen Commitment bedingten Anstieg der Unternehmensschulden diskutiert und einen positiven Zusammenhang zwischen der Neigung des Managers zu Selbstüberschätzung und den Unternehmensschulden feststellt.

higkeiten und Einflussmöglichkeiten unbeeinträchtigt, sondern auch die mit seiner Position verbundene Befähigungsannahme wird bestätigt.³³² *Moore/Healy* betonen einen Zusammenhang zwischen der Performance und der Kontrollmöglichkeit zum Einen und Neigung zur Selbstüberschätzung zum Anderen.³³³ Sie gehen davon aus, dass Manager gerade bei schlechter Unternehmensperformance zur Überschätzung ihrer Fähigkeiten und bei tatsächlich eingeschränktem Kontrollvermögen zu verstärkter Kontrollillusion neigen. Dieser Zusammenhang führt im Kontext von Unternehmensverkaufsentscheidungen zu einer Verschärfung der Gesamtunternehmenssituation. Dabei liegt das eigentliche Problem in dem existenzbedrohenden Kreislauf aus Steigerung der Selbstüberschätzung und gleichzeitiger Verschlechterung der Unternehmenssituation.

4.2.4.2 Die Bedeutung von Überoptimismus

Überoptimismus liegt vor, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit für ein gutes bzw. schlechtes Ergebnis über- bzw. unterschätzt wird.³³⁴ Dieser Ergebnisoptimismus ist bei der Prüfung eines Unternehmensverkaufs mit schwerwiegenden Konsequenzen verbunden.

Als Ursachen für eine fehlerhafte Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines günstigen Ergebnisses lassen sich neben Selbstüberschätzung und Kontrollüberzeugung auch das Commitment gegenüber einem spezifischen Ergebnis sowie eine eingeschränkte Informationsaufnahme und -verarbeitungskapazität des Managers anführen. Ein hohes Commitment stärkt den Überoptimismus bei der Beurteilung der zukünftigen Erfolgsaussichten insbesondere dann, wenn es sich um ein auf die eigene Entscheidung und Verantwortung zurückzuführendes Engagement handelt.³³⁵ Vor allem bei kritischer Unternehmensperformance ist in der unangemessen positiven Prognose des Managers

³³² *Moore/Healy* (2007), S. 8 stellen eine Abhängigkeit der Selbstüberschätzung vom Schwierigkeitsgrad der zu lösenden Aufgabe fest. Zudem nehmen sie an, dass die Selbstüberschätzungsneigung des Managers bei höherem Problemanspruch bei gleichzeitiger Annahme einer im Vergleich zu anderen Akteuren schlechteren Eigenperformance vorliegt. Allerdings wird ein Vergleich der Fähigkeiten bei der Einzigartigkeit der Problemsituation hinfällig. Insbesondere die Unvergleichbarkeit dürfte die illusionäre Selbstwahrnehmung verstärken.

³³³ Vgl. *Moore/Healy* (2007), S. 9 und S. 13.

³³⁴ Vgl. *Heaton* (2002), S. 33; *Steen* (2004), S. 1141.

³³⁵ Vgl. *Heaton* (2002), S. 33.

der Versuch zur weiteren Rechtfertigung und Bestätigung der Richtigkeit einer getroffenen Entscheidung zu sehen. Somit verstärkt das Commitment die Neigung des Managers, die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung zu überschätzen.

Dieses Verhalten geht mit dem Versuch des Managers einher, sich kognitiv zu entlasten und sein Selbst-Konzept zu schützen, indem er es vermeidet, einen Zusammenhang zwischen seiner Person und dem unternehmerischen Misserfolg herzustellen. Diese Fehleinschätzung der Unternehmenserfolgsaussichten durch den Manager ist auch auf die Einflüsse der Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristik zurückzuführen. Die mangelnde gedankliche Präsenz eines Versagens führt zu einer verzerrten Wahrscheinlichkeitseinschätzung.

Die Überoptimismus-Hypothese begründet auch die Neigung des Managers, die Genauigkeit eigener Einschätzungen zu überschätzen, was durch die illusionäre Kontrollüberzeugung gestützt wird. Darüber hinaus ist der optimistische Manager einer eingeschränkten Informationsverarbeitungskapazität ausgesetzt. Die Kombination aus Kontrollillusion und begrenzter Denk- und Rechenkapazität des Managers impliziert eine erhebliche Begrenzung der menschlichen Vorstellungskraft.

Deshalb unterliegen die bei Prüfung eines Unternehmensverkaufs üblicherweise durchgeführten Szenario-Analysen schwerwiegenden Fehlern. Das Kernproblem dieser Analyse-Technik liegt darin, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Misserfolgs unterschätzt wird, was auf die voreilige Annahme eines bestimmten Szenarios und dessen Eintritt einschließlich dessen Folgen zurückzuführen ist. Dabei wird die Eintrittswahrscheinlichkeit eines vom Manager als unerwünscht eingeschätzten Szenarioergebnisses regelmäßig unterschätzt. Damit steht die subjektive Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ergebnisses auch in Abhängigkeit von den persönlichen Erwartungen des Managers.³³⁶

Die Reichweite der Auswirkungen des Überoptimismus ist im Unternehmenskontext davon abhängig, welcher Führungsstil gelebt wird und ob Organisationsdruck existiert. So fördert eine überoptimistische Entscheidungshaltung des führenden Managers auch

³³⁶ Vgl. Lovallo/Kahemann (2003), S. 58f; Steen (2004), S. 1141.

den Optimismus anderer Mitarbeitern. Die Ursache liegt in der Existenz eines starken Teamgefühls, was kritische und weniger optimistische Einwände als unmotiviert und illoyal zurückweist. Die konsequente Ablehnung und Unterdrückung pessimistischer Argumentation trotz objektiv inhaltlicher Berechtigung führen zu einer einseitigen organisatorischen Förderung von Optimismus und Hemmung abweichender Meinungen.³³⁷

Insbesondere ein autoritärer Führungsstil birgt z. B. im Zusammenhang mit Unternehmensverkaufsüberlegungen die Gefahr, dass die einen Verkauf befürwortenden Argumente eines Mitarbeiters als team- bzw. managementfeindliche Einstellung zurückgewiesen werden. Diese mehr oder weniger unbewusste Ausschaltung zweckdienlicher Antagonisten begünstigt eine überoptimistische Beurteilung der Fortführungsprognose für das Unternehmen und führt damit zur Ablehnung eines Unternehmensverkaufs.

4.2.4.3 Konsequenzen für Unternehmensverkaufsentscheidungen

Das Kernproblem der Selbstüberschätzung und des Überoptimismus besteht darin, dass der Manager sich gegenüber der Einbeziehung und Verwertung relevanter Informationen in den Entscheidungsprozess kognitiv verschließt. Darüber hinaus neigt er zur Selbstbestätigung seiner Haltung durch selektive Wahrnehmung und einseitige Interpretation der Fakten. Das situationsübergreifend hohe Vertrauen in das eigene Urteilsvermögen führt auch dazu, dass der Manager die Notwendigkeit untergewichtet bzw. völlig verkennt, ergänzende Informationen zu berücksichtigen.³³⁸

Ungeachtet der tatsächlichen Unternehmenssituation und finanziellen Verträglichkeit tendiert der Manager zu übermäßiger Investitionstätigkeit und Aufrechterhaltung bestimmter Engagements.³³⁹ Bei Unternehmensverkaufsentscheidungen zieht diese Überzeugungsresistenz des Managers eine Unterschätzung der Risiken und Gefahren sowie eine Überschätzung der Chancen und Potenziale einer Unternehmensfortführung nach

³³⁷ Vgl. Lovallo/Kahemann (2003), S. 60.

³³⁸ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 181.

³³⁹ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1112; Malmendier/Tate (2005), S. 2662; Baker/Ruback/Wurgler (2006), S. 39f; Gervais/Heaton/Odean (2005), S. 4.

sich. Ein übermäßiges Selbstvertrauen und eine überoptimistische Einschätzung führen dazu, dass dringende Interventionsbedürfnisse ausgeblendet werden. Trotz objektiv bestehender Verkaufsnotwendigkeit münden diese verzerrte Selbstwahrnehmung und die Fehleinschätzungen in eine Verschärfung der Unternehmenssituation.

Angesichts dieser weitreichenden und bisher bei der Analyse und Erklärung von Unternehmensverkaufsentscheidungen vernachlässigten Auswirkungen persönlicher Bedürfnisse interessieren die Möglichkeiten der Reduzierung und Vermeidung ihrer Entscheidungswirksamkeit.

4.2.5 Zusammenfassung

Die über die handwerklichen Fehler hinausgehende Analyse der Ursachen verzögerter Unternehmensverkaufsentscheidungen führt zur Behavioral Finance als Ansatz zur Erklärung von Abweichungen vom Idealzustand im Entscheidungsverhalten. Die im Rahmen der Behavioral Finance aufgedeckten psychischen Anomalien lassen sich auf vier kognitive Einflussgrößen bzw. Bedürfnisse zurückführen. Bei den kognitiven Einflussgrößen handelt es sich um das Harmonie-, Kontroll- und das Erfolgsbedürfnis sowie das Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung des Entscheidungsträgers. Mit ihrer Hilfe lassen sich die Ursachen für Verzögerungen bei Unternehmensverkaufsentscheidungen erklären (Abb. 21). Diese Bedürfnisse sind die maßgeblichen Ursachen für die Könnens- und Wollensdefizite des Entscheidungsträgers.

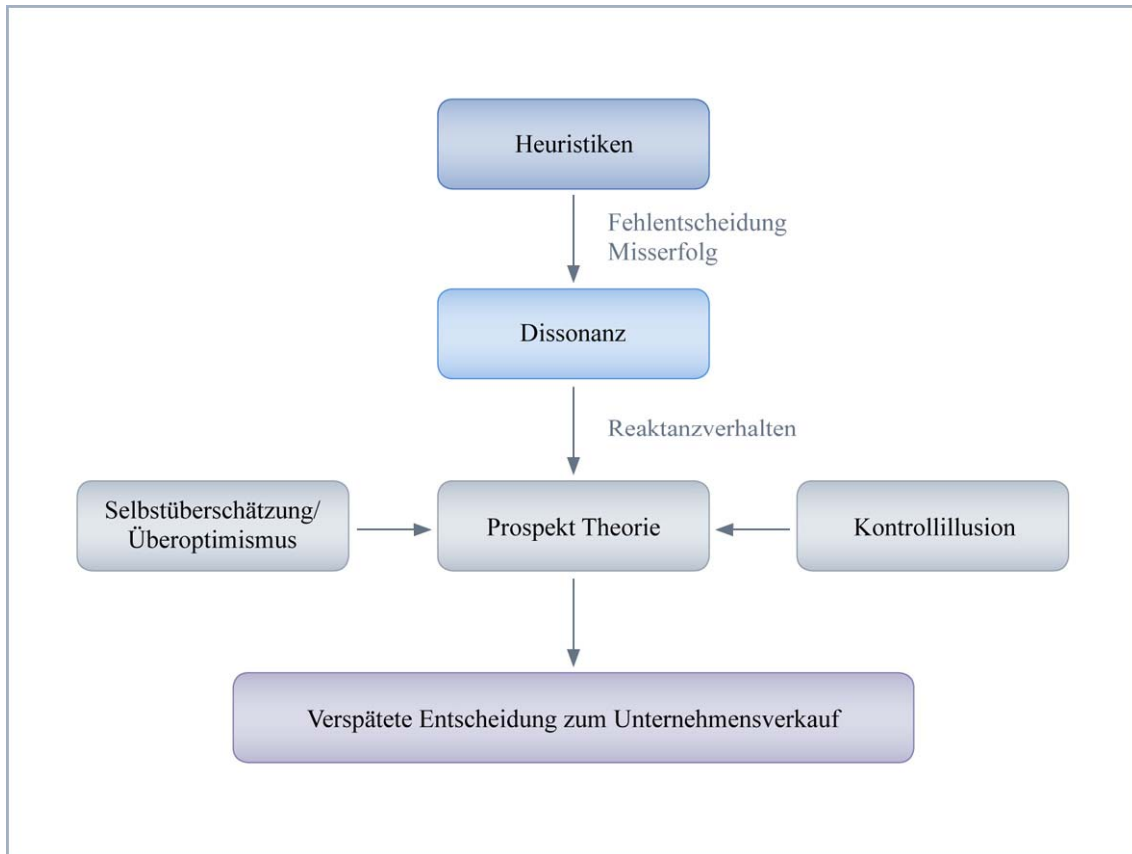


Abb. 21: Zusammenspiel persönlicher Bedürfnisse³⁴⁰

Das Könnensdefizit ist hauptsächlich auf das Bedürfnis des Managers nach Komplexitätsreduzierung zurückzuführen. Bei dem Versuch, die Entscheidungskomplexität durch Verwendung von Heuristiken abzubauen, steht er einer eingeschränkten kognitiven Informationsverarbeitungskapazität gegenüber. Aufgrund dieser Einschränkung neigt er dazu, bei komplexen Verkaufsentscheidungen relevante und irrelevante Informationen disproportional zu gewichten. Für die Irrationalität im Umgang mit Informationen insbesondere in Form von Wahrscheinlichkeiten spielen die Verfügbarkeits-, die Repräsentativitäts- und die Verankerungsheuristik eine bedeutende Rolle. Sie begünstigen eine Außerkraftsetzung grundlegender wahrscheinlichkeitstheoretischer Prinzipien. Deshalb führen diese Urteilsheuristiken zu einer Fehleinschätzung der Entscheidungssituation. Der Manager verkennt die Unternehmenssituation und die Notwendigkeit eines Unternehmensverkaufs. Dieses Könnensdefizit führt zu einer Fehlentscheidung und damit zu einem Scheitern dieser Transaktion.

³⁴⁰ Eigene Darstellung.

Das Harmonie-, das Kontroll- und das Erfolgsbedürfnis sind die Ursachen für Wollensdefizite, die die Bereitschaft des Managers herabsetzen, notwendige Verkaufsentscheidungen zu treffen.

Frühere Fehlentscheidungen des Managers lösen bei ihm aufgrund eines Commitments Dissonanzen aus, die er mithilfe von Dissonanzreduzierungs- und Vermeidungsstrategien zu bekämpfen versucht. Bei diesen Strategien, z. B. der selektiven Wahrnehmung, ist die Informationssuche und -verarbeitung darauf ausgerichtet, Hinweise und Beweise für die Richtigkeit und Nachvollziehbarkeit einer früheren Entscheidung zu finden. Diese verzerrten Wahrnehmungen rufen beim Manager Veränderungs- und Anpassungsresistenzen hervor, die seine Bereitschaft zum Verkauf des Unternehmens herabsetzen.

Das Harmoniebedürfnis ist eine Ursache für ein Wollensdefizit und eine verzögerte Verkaufsentscheidung. Im Rahmen des Harmoniebedürfnisses kommt der von *Kahneman* und *Tversky* entwickelten Prospekt Theorie eine große Bedeutung zu: Sie konstatiert die Neigung von Entscheidungsträgern zu Risikofreudigkeit in Verlustsituationen. Mit diesem in dieser Theorie beschriebenen Risiko- und Entscheidungsverhalten eines Entscheidungsträgers in Verlustsituationen lässt sich die mangelnde Bereitschaft des Managers erklären z. B. ein finanziell angeschlagenes Unternehmen zu verkaufen.

Eine weitere Einflussgröße für die Risikofreudigkeit des Managers und gleichzeitig Ursache für die verzögerte Entscheidung für den Verkauf stellt das Kontroll- und Erfolgsbedürfnis dar. Für die Entscheidungswirksamkeit des Kontrollbedürfnisses spielen die Kontrollillusion und das Kontrolldefizit eine Rolle. Während bei einer Kontrollillusion der Manager einen tatsächlichen Kontrollverlust z. B. über einen Unternehmensteil oder die Finanzen verkennt, führt ein subjektiv festgestelltes Kontrolldefizit zu einem Reaktanzverhalten. In beiden Fällen wird eine Verkaufsentscheidung verhindert. Die Neigung des Managers zur Selbstüberschätzung und Optimismus (Erfolgsbedürfnis), die die Auswirkungen des Kontrollbedürfnisses verstärkt, stellen ebenfalls Ursachen für ein Wollensdefizit und damit für eine verzögerte Verkaufsentscheidung dar.

5 Phasenbezogene Lösungsansätze zur Begrenzung der Entscheidungswirksamkeit persönlicher Bedürfnisse auf die Unternehmensverkaufsentscheidung

Da die dargestellten Irrationalitäten des Entscheidungsverhaltens des Managers in seinen kognitiven Denk- und Rechenprozessen verankert sind, ist es unmöglich, ihr Auftreten zu verhindern und den Manager vor den Einflüssen seiner Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen zu bewahren. Das Ziel der Analyse und Erklärung der Ursachen einer verzögerten Verkaufsentscheidung auf der kognitiven Ebene liegt vielmehr darin, Handlungsempfehlungen zur Reduzierung der nachteiligen Auswirkungen auf die Wahrnehmungs- und Entscheidungsprozesse des Managers abzuleiten.

Während die präskriptive Theorie unter Annahme eines uneingeschränkt rational handelnden Entscheidungsträgers ihre Zielsetzung auf die Entwicklung und Darstellung einer Anleitung zu rationalem Entscheidungsverhalten ausrichtet, liegt der Schwerpunkt dieser Arbeit in der Herleitung eines Maßnahmenkatalogs zur Eingrenzung der Fehleranfälligkeit des Entscheidungsprozesses, indem kognitive Einflussgrößen und ihre Auswirkungen auf das Entscheidungsverhalten des Managers dargestellt werden. Im Vergleich zur präskriptiven Entscheidungslehre steht mit der vorrangigen Betrachtung der tatsächlichen Rahmenbedingungen des Entscheidungsverhaltens, insbesondere auf kognitiver Ebene, die problembezogene Entwicklung und Diskussion von Lösungsansätzen im Folgenden im Vordergrund.

5.1 Informationswahrnehmungsphase

Bei den hier abzuleitenden Handlungsempfehlungen interessiert die Verbesserung des Umgangs mit verschiedenartigen Informationen, z. B. Wahrscheinlichkeiten durch den Manager, die durch dessen Sensibilisierung für Fehlerquellen und die Einbeziehung Dritter in den Prozess der Entscheidungsfindung erreicht werden kann.

5.1.1 Sensibilisierung des Managers

Bei Wahrscheinlichkeiten handelt es sich um ein mathematisches Konzept, das im Gegensatz zu gewöhnlichem intuitivem Denken bei seiner Anwendung höhere kognitive Leistungen verlangt. Gleichzeitig ist der Manager kognitiv überfordert, was sich in seiner eingeschränkten Informationsverarbeitung niederschlägt. Deshalb kann eine Stärkung des Bewusstseins für die Fehleranfälligkeit des persönlichen Wahrnehmungsprozesses zur Verbesserung der Wahrnehmungs- und damit auch der Entscheidungsqualität beitragen. Die Neigung des Managers, bei der Verwendung von Heuristiken elementare Wahrscheinlichkeitsprinzipien außer Kraft zu setzen, kann durch eine Ausgliederung der Transformation dieser komplexen Informationen in „managertaugliche“ Größen verringert werden. Ihre Übertragung an einen Spezialisten dient nicht nur der Entlastung des Managers und der Fokussierung seiner Aufmerksamkeit auf die eigentliche Problematik, sondern auch der Verringerung des Risikos von eigennützigen Fehleinschätzungen und -deutungen.³⁴¹

Somit kann eine Sensibilisierung des Managers für die Fehleranfälligkeit seiner Wahrnehmung die Beurteilungsqualität bei der Prüfung eines Unternehmensverkaufs verbessern. Allerdings ist die Behebung dieser Könnensdefizite durch resistente Wollensdefizite erheblich gefährdet. Die Sensibilisierung des Managers droht dann an Wirkung zu verlieren, wenn trotz Feststellung eines Handlungsbedarfs aus Gründen der Befriedigung seines Bedürfnisses nach Harmonie, Kontrolle, Erfolg und Komplexitätsreduzierung Informationen ignoriert und konsequent aus seiner Betrachtung ausgeschlossen werden.

Während die Entscheidungsbeeinträchtigungen infolge des Bedürfnisses zur Komplexitätsreduzierung leichter durch Implementierung gezielter Maßnahmen reduziert werden können, gestaltet sich die Abschwächung der aus dem Bedürfnis nach Kontrolle, Harmonie und Erfolg resultierenden Auswirkungen wesentlich schwieriger. Die Hauptursa-

³⁴¹ Allerdings ist nicht nur eine entsprechende Qualifikation, sondern auch eine möglichst große Objektivität und Neutralität dieses Spezialisten von großer Bedeutung. Damit soll eine auf die Wahrnehmungsverzerrung zur Befriedigung der eigenen Bedürfnisse nach Kontrolle, Harmonie und Erfolg des Spezialisten zurückzuführende Fehlerquelle beseitigt und die Gefahr einer vorsätzlichen Manipulation des Managers durch den opportunistischen Spezialisten unterbunden werden. Diese Bedingung trifft grundsätzlich auch auf die Beurteilung der Zuverlässigkeit einer Informationsquelle zu.

che für diese Schwierigkeit liegt darin, dass die Überzeugungs- und Veränderungsresistenz in tief sitzenden persönlichen Kognitionen und emotionalen Empfindungen des Managers verankert sind.

Ein Beeinflussungsversuch setzt zunächst voraus, dass Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen festgestellt werden. Das aber kann aufgrund ihrer schlechten Beobachtbarkeit eingeschränkt sein. Dies liegt darin begründet, dass der Manager nicht nur durch ein beobachtbares Entscheidungsverhalten, sondern auch durch eine selektive Wahrnehmung versucht, seine persönlichen Kognitionen zu schützen, wie z. B. das Selbst-Konzept. Deshalb sind verschiedene Maßnahmen, die primär auf die Entscheidungseinbeziehung Dritter ausgerichtet sind, erforderlich.

5.1.2 Zusammenstellung des Entscheidungsteams

Eine Reduzierung der mit der Verwendung von Wahrnehmungsheuristiken verbundenen Fehler kann durch die gezielte Zusammenstellung eines Entscheidungsteams erreicht werden. Durch methodische Bündelung unterschiedlicher Kompetenzen und Erfahrungen werden die Wahrnehmungsverzerrungen durch Verwendung der Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristik eingeschränkt.

Allerdings dient dieser Lösungsansatz allenfalls zur Relativierung extrem erlebter Ereignisse und einer ausgeprägten gedanklichen Präsenz. Somit darf keinesfalls eine vollständige Kompensation der Erfahrungen und damit eine Beseitigung der Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen erwartet werden, wie es z. B. von *Eisenführ/Weber* vermutet wird.³⁴² Optimistische Erwartungshaltungen werden spätestens bei Berücksichtigung der mit der Zusammenstellung eines Teams mit unterschiedlichen Kompetenzen, also auch Entscheidungskompetenzen, verbundenen Problematik beseitigt.

³⁴² Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 312, die von einem Ausgleich fehlerhafter Einschätzungen bei Gruppenentscheidungen ausgehen. Allerdings machen sie keine Aussagen zu Ursachen der Fehleinschätzungen. Unabhängig davon fällt die Kompensation der Fehler aus der Verwendung von Heuristiken auch aufgrund hierarchisch bedingter Hemmnisse unvollständig aus.

Die Skepsis resultiert aus der fraglichen Bereitschaft des dominanten Managers zur inhaltlichen Beteiligung anderer Mitarbeiter an der Entscheidungsfindung. Es ist eher zu erwarten, dass er aufgrund seiner höheren hierarchischen Stellung sowie der Macht- und Statusdifferenzen eine stärkere Gewichtung der Meinung anderer Mitarbeiter enttäuscht.³⁴³

Unter der Bezeichnung „Groupthink“ wird eine Einschränkung des Leistungspotentials eines Entscheidungsteams beschrieben.³⁴⁴ Diese Einschränkung ist auf ein Konsensbedürfnis zurückzuführen, das auf einem starken Zusammenhalt der Gruppe beruht. Das Bestreben nach einvernehmlicher Entscheidung schlägt sich in einer vorschnellen und bedingungslosen Übereinkunft nieder.³⁴⁵ Die ungebremste Eigendynamik dieser Form des Harmoniebedürfnisses dürfte insbesondere bei einem Gruppen-Commitment die Entscheidungsqualität beeinträchtigen. Es wird deshalb eine erhebliche Verstärkung der Auswirkungen aus einem Commitment erwartet, da bei einer commitmentbelasteten Teamentscheidung der Drang zur Konformität steigt.

In der Literatur werden Abhilfen diskutiert, die sich vor allem auf die Entscheidungsbeträchtigungen durch das Groupthink-Phänomen und hierarchische Macht- und Statusdifferenzen konzentrieren.³⁴⁶ Empfehlungen gegen Groupthink-Auswirkungen schlagen neben Brainstorming auch eine explizite Formulierung des verfolgten Ziels, die Ermutigung zur Einbringung der eigenen Meinung und von Gegenargumenten, die Einrichtung eines *advocatus diaboli* und die vorrangige Anhörung der Mitarbeiteransichten vor der Meinung des übergeordneten Managers vor.³⁴⁷

Die Wirksamkeit dieser Maßnahmen ist allerdings fraglich. So werden hierarchisch bedingte Hemmnisse der Mitarbeiter nicht dadurch eliminiert, dass ihnen bei der Diskussion Vorrang gewährt wird oder sie zur kritischen Auseinandersetzung aufgefordert

³⁴³ Vgl. auch Eisenführ/Weber (2003), S. 312f; Lovallo/Kahneman (2003), S. 60f.

³⁴⁴ Vgl. Janis (1972), zitiert in Eisenführ/Weber (2003), S. 312. Eine Vielzahl fataler Fehlentscheidungen auf politischer Ebene und bei wichtigen Missionen wird mit der Existenz des Groupthink-Phänomens erklärt, vgl. dazu insbesondere: Kleindorfer/Kunreuther/Shoemaker (1993), S. 217; Eisenführ/Weber (2003), S. 312. Vgl. auch Kollmann (2004), S. 310f., der verschiedene Teamprobleme in Zusammenhang mit Unternehmensgründungen darstellt.

³⁴⁵ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 312. *Elschen* führt die Eigenimage-Pflege und die Überzeugungsoffenheit als Erklärung für die Verschiebung des Risikoverhaltens in Gruppen an, vgl. Elschen (1982), S. 250f.

³⁴⁶ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 313.

³⁴⁷ Ebenda. Vgl. auch Kollmann (2004), S. 311.

werden. Auch ist zweifelhaft, ob die nochmalige Hervorhebung der Unternehmensziele ausreichend ist. Die Ursache hierfür liegt in der Diskrepanz zwischen einer kommunizierten und einer „stillen“, im Sinne einer bedürfnisgesteuerten Zielsetzung des Managers begründet. Aufgrund einer Dominanz der Wollensdefizite des Managers wird eine Verbesserung der Entscheidungsqualität bezweifelt.³⁴⁸

5.1.3 Einrichtung eines unabhängigen Gremiums

Ein Ansatz zur Reduzierung der Auswirkungen kognitiv bedingter Könnens- und Wollensdefizite auf das Entscheidungsverhalten stellt die Einrichtung eines unabhängigen Gremiums in Form z. B. eines Beirats oder Aufsichtsrats dar. Dieser ist insbesondere bei bedeutsamen, in jedem Fall jedoch bei Entscheidungen über die Unternehmensfortführung einzubeziehen.³⁴⁹ Allerdings steht dem Vorteil eines – im Vergleich zu einem externen Dritten – besseren Einblicks in die Unternehmenssituation der Nachteil einer persönlichen Verflechtung und emotionalen Bindungsverantwortung des Beirats gegenüber.

Die dringend gebotene Objektivität und Distanz zum Entscheidungsproblem wird dabei durch ein zu erwartendes Commitment außer Kraft gesetzt. Dieses Commitment des Aufsichtsrats liegt in seinem eigenen fehlerhaften Entscheidungsverhalten in der Vergangenheit begründet, das unter Umständen die aktuelle kritische Unternehmenssituation begünstigt, wenn nicht sogar erst ermöglicht hat. Das Versäumnis eines entschlossenen Eingreifens dürfte auch beim Aufsichtsrat zu einem hohen Commitment führen. Deshalb kann die Einrichtung eines unternehmensinternen Gremiums nicht ausreichen, um nachhaltig und wirksam die Auswirkungen persönlicher Bedürfnisse zu reduzieren.

³⁴⁸ *Eisenführ/Weber* zur Verbesserung der Qualität von Teamentscheidungen schlagen vor, das Entscheidungsproblem und das Zielsystem gemeinsam durch die Teammitglieder strukturieren zu lassen. Aufgrund der Diskrepanz zwischen der kommunizierten und stillen Zielsetzung wird das Erfolgspotential dieser Vorgehensweise als geringfügig eingestuft. Ebenda..

³⁴⁹ Vgl. auch Brown/Sarma (2007), S. 376, die die Einrichtung eines unabhängigen Gremiums in Unternehmen als einen Lösungsansatz zur Reduzierung der wertvernichtenden Auswirkungen vorgeschlagen, die auf die Neigung des Managers zur Selbstüberschätzung zurückzuführen sind.

5.1.4 Einbeziehung eines externen Beraters

Die Vorteile der Hinzuziehung eines Beraters ergeben sich aus dessen Unvoreingenommenheit und seiner Möglichkeit einer unbestechlichen Außensicht auf die Unternehmensprobleme. Allerdings ist sein Einsatz keineswegs unproblematisch und an bestimmte Bedingungen geknüpft. Die Zielsetzung des Beraters sollte idealerweise zunächst in der Eindämmung der aus Sicht des Managers wahrgenommenen Bedrohung liegen.³⁵⁰ Darauf aufbauend sollte seine Wahrnehmung, Einstellung und Motivation gezielt beeinflusst und gelenkt werden, um seine Bereitschaft zur Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens zu erhöhen.

5.1.4.1 Bedingungen für die Zusammenarbeit

Eine notwendige Bedingung für den Erfolg der Beratungsleistung und damit auch für die Verbesserung der Unternehmenssituation ist die Akzeptanz des Beraters durch den Manager. Die Akzeptanz des Beraters begünstigt die kognitive Öffnung des Managers für neue Anregungen, das kritische Hinterfragen durch den Berater und die Einstufung des Beraters als eines qualifizierten und adäquaten Diskussions- und Problemlösungspartners. Mangelnde Akzeptanz stellt den Erfolg der Zusammenarbeit in Frage und führt zu einer Verschwendung der ohnehin knappen Ressourcen des Unternehmens sowie einer weiteren kognitiven Verschließung und steigenden Beratungs- und Überzeugungsresistenz des Managers.

Das Ausmaß der Akzeptanz wird vor allem durch die Erfahrung, Seniorität und das Auftreten des Managers bestimmt. Ausgehend von den in dieser Arbeit diskutierten Ursachen für Fehlentscheidungen bei Unternehmensverkäufen hängt der Erfolg der Beratungsleistung in besonderem Maße von dem individuellen Einfühlungsvermögen des

³⁵⁰ Vgl. Zayer/Hirsch (2006), S. 656; Zayer (2006), S. 159-213, der eine Reihe von Lösungsvorschlägen zur Verringerung der Auswirkungen systematischer Willens- und Könnensdefizite im Rahmen der Entscheidungsfindung zum Abbruch eines Forschungs- und Entwicklungsprojektes präsentiert. Dabei richten sich seine Überlegungen auf Effekte in Form von Wahrnehmungssirrationalitäten, Self-Justification, Sunk-Cost-Effekt und Optimismus. Zayer stellt auch die in diesem Zusammenhang in der Literatur verbreiteten experimentellen Untersuchungen zur Überprüfung dieser Effekte dar.

Beraters ab. Dabei richtet sich diese Einfühlsamkeit im besonderen Maße auf den Umgang des Beraters mit dem vorbelasteten Manager.

Voraussetzung für den Erfolg der Beratungsleistung ist vor allem das Bewusstsein des Beraters für die Beschränkung seiner Informationsverarbeitungskapazität und für die Anfälligkeit seiner Einschätzungen bei der Verwendung von Heuristiken. Darüber hinaus schlägt sich das Wissen um seine eigene Beeinflussbarkeit durch geschickte Aufbereitung der Problemsituation in einer effizienteren und wirkungsvollen Beratung nieder. Die Sensibilisierung bezieht sich insbesondere auf die eigenen Könnensdefizite. Eine Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrung des Beraters ist aufgrund seiner fehlenden persönlichen Involvierung im Unternehmen und Commitment gegenüber früheren Entscheidungen kaum zu erwarten. Deshalb werden Wollensdefizite bei einem Berater aus dem Harmonie-, Kontroll- und Erfolgsbedürfnis in seiner Funktion als Externer als unwesentlich erachtet. Darin liegt letztendlich der Mehrwert seiner Einbeziehung.

Die Akzeptanz des Beraters setzt voraus, dass der Manager von der Notwendigkeit zur Einbeziehung eines externen Beraters persönlich überzeugt ist. Diese persönliche Überzeugung ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn es sich um Könnens- und weniger um Wollensdefizite des Managers handelt. Erkennt und akzeptiert der Manager den Beratungsbedarf, spricht dies für seine Offenheit und eine kritische Auseinandersetzung mit der aktuellen Unternehmenssituation. Ausschlaggebend für den Beratungserfolg ist jedoch eine über einen Scheinbedarf hinausgehende und nicht auf die bloße Rückversicherung des Managers für spätere Rechtfertigungsversuche abzielende Bereitschaft zur Inanspruchnahme der Hilfe Dritter.

Nach Übernahme des Beratungsauftrags wird das Ausmaß der Akzeptanz maßgeblich durch die Produktivität der Beratungsleistung bestimmt. Angesichts der existenzbedrohlichen Unternehmenssituation ist eine hohe Produktivität der Beratungsleistung unabdingbar. Eine produktive Beratungsleistung drückt sich in der Fähigkeit des Beraters aus, sich schnell einen umfassenden Überblick über die Problemsituation verschaffen und die wesentlichen Ursachenquellen identifizieren zu können. Es ist eine zügige Entscheidung zum Verkauf erforderlich, um die ohnehin schon schlechten Rahmenbedingungen für einen Unternehmensverkauf nicht weiter zu verschärfen. Eine zügige Ent-

scheidungsfindung setzt eine entsprechende Erfahrung des Beraters bei der Analyse und dem Umgang mit Wollensdefiziten auf Managementebene voraus.

5.1.4.2 Neue Herausforderungen an die Beratungsleistung

Die Erkenntnisse zu den Auswirkungen kognitiver Beschränkungen auf die Entscheidungsfindung verlagern den Beratungsschwerpunkt auf die kognitive Ebene. Diese Erweiterung des Beratungsinhalts geht über eine Korrektur handwerklicher Fehler beim Umgang mit harten Daten und Zusammenhängen hinaus.³⁵¹ Die Ursache der fortschreitenden Verschärfung der Unternehmenssituation liegt nicht (nur) in der mangelnden fachlichen Qualifikation der Mitarbeiter des Unternehmens, insbesondere der Manager auf der obersten Führungsebene, sondern in den Tiefen des menschlichen Denk- und Wahrnehmungsprozesses. Diese Abkehr von dem traditionellen Beratungsinhalt fordert eine Erweiterung des bisherigen Beratungsanspruchs sowie eine Anpassung der Beratungsleistung.

Aus dem veränderten Beratungsbedarf ergeben sich neue Herausforderungen für den Berater. Im Mittelpunkt der Betrachtung sollten die persönlichen Bedürfnisse des Managers nach Dissonanzfreiheit, Kontrolle und Erfolg sowie die Berücksichtigung der kognitiven Abweichungen des Managers vom Rationalverhalten im Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten stehen. Ziel ist die kognitive Entlastung des Managers und Durchbrechung seiner Veränderungsresistenz. Dieses Beratungsziel verlangt in Abhängigkeit von Reichweite und Dominanz der kognitiven Irrationalitäten eine individuelle Beratungsstrategie, die vor allem darauf abzielt, eine starke Vertrauensbasis herzustellen. Eine entsprechende Sensibilisierung der gegenwärtigen M&A-Beratungen für die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Bedürfnisse und anderer Entscheidungsbeeinflussungen wäre wünschenswert. Eine konsequente Ausrichtung der Beratungsleistung auf die Reduzierung der weitreichenden Auswirkungen kognitiver Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen auf die Unternehmenstätigkeit zieht die Konzeptionalisierung eines neuen Beratungsansatzes nach sich.

³⁵¹ Eine allgemeine Beschreibung der Beratungsleistung auf dem M&A-Markt erfolgt in Achleitner (2002), S. 152-154.

5.1.4.3 Der verhaltensorientierte Beratungsansatz

Der verhaltensorientierte Beratungsansatz lässt sich in eine Phase der Problemanalyse, der Vertrauensbildung und der Implementierung gliedern.

5.1.4.3.1 Die Phase der Problemanalyse

Die Problemanalyse dient der Beurteilung der allgemeinen Unternehmenssituation und der Identifizierung der Problemquellen auf Unternehmens- und insbesondere auf Managementebene. Neben den üblichen Fragestellungen im Zusammenhang mit den oftmals vermuteten handwerklichen Fehlern liegt der Schwerpunkt der Problemanalyse auf der Verifikation von Ausmaß und Regelmäßigkeit der Fehleranfälligkeit des Entscheidungsverhaltens des Managers. Dabei sollten sich die Untersuchungen des Beraters vornehmlich auf die Beurteilung der Verhaltenstendenzen und die Einschätzung des Entscheidungstyps des Managers konzentrieren. Hierzu sollten Unterlagen des Unternehmens zur Problementwicklung und der gegenwärtigen Unternehmenssituation durchgesehen und Gespräche mit Mitarbeitern im nahen Umkreis des Managers geführt werden.

Diese Gespräche dienen dazu, Hintergrundinformationen zur Sichtweise der aktuellen Unternehmenssituation durch den Manager zu der aktuellen Unternehmenssituation zu generieren und daraus abgeleitet die eigentliche Problemquelle und seine persönliche Motivation zu verstehen. Darüber hinaus sollten seine Befürchtungen und Erwartungen an seine persönliche und die unternehmerische Entwicklung thematisiert werden. Neben den intensiven Gesprächen mit dem Manager gehört die idealerweise getrennte, aber vom Manager freigegebene Befragung der Mitarbeiter auf der zweiten und dritten Führungsebene zur Vervollständigung des ersten Gesamteindrucks. Durch die Einbeziehung anderer Mitarbeiter in die Informationsgenerierungsphase soll eine bessere Beurteilung der tatsächlichen Unternehmenssituation und der Verlauf der Krise sowie eine angemessene Einordnung der Aussagen des Managers erreicht werden.

Eine Gegenreaktion des Managers auf die (getrennte) Befragung der Mitarbeiter wird nicht erwartet, da es sich bei den kognitiven Wahrnehmungsverzerrungen und Irrationalitäten im Entscheidungsverhalten des Managers um unbewusste Abweichungen handelt, deren Existenz ihm zumindest bei seiner eigenen Entscheidungsfindung unbekannt sein dürfte. Diese Annahme wird auch bei Beurteilung eines Beratungsbedarfs und Bestellung eines Beraters durch den Manager gestützt.

Die Ergebnisse dieser Gespräche bilden den Ausgangspunkt für die Einschätzung der Art und Reichweite der „Managerdominanz“, der aktuellen Unternehmenssituation und der Erarbeitung einer Lösungsstrategie. Die Gespräche erlauben dem Berater vor allem, die grundsätzliche Bereitschaft des Managers für Veränderungen festzustellen, d. h. neben Könnensdefiziten auch bisher resistente Wollensdefizite aufzudecken und darauf aufbauend wirksame Überzeugungsstrategien und Maßnahmen zur Entschärfung der Unternehmenssituation zu implementieren.

Zur besseren Strukturierung und gezielten Identifizierung und Analyse der bestehenden Bedürfnisbeeinflussungen der Entscheidungen des Managers empfiehlt sich regelmäßig die Heranziehung einer Checkliste (Abb. 22).

Fragen zu:	Erkenntnisgewinn über:
<ul style="list-style-type: none"> • Einschätzung der gegenwärtigen Unternehmenssituation 	<ul style="list-style-type: none"> • Referenzpunktdominanz • Anfälligkeit für Heuristikfehler
<ul style="list-style-type: none"> • Prognosen und Erwartungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Überoptimismus • Selbstüberschätzung • Kontrollillusion
<ul style="list-style-type: none"> • Bisher in Betracht gezogene Maßnahmen (Ranking der Maßnahmen nach subjektiver Attraktivität, Begründung und Zielsetzung, mögliche Umsetzungsprobleme) 	<ul style="list-style-type: none"> • Mögliches Commitment • Reaktanzverhalten • Selektive Wahrnehmung & Entscheidung • Dispositions- und Sunk-Cost-Effekt
<ul style="list-style-type: none"> • Erwartungen an die Beratungsleistung 	<ul style="list-style-type: none"> • Offenheit für Veränderungen • Beratungsbedarf • Geeignete Beratungsstrategie und mögliche Überzeugungsaktivitäten

Abb. 22: Checkliste bei verhaltensorientierter Problemanalyse³⁵²

³⁵² Eigene Darstellung.

Die Fragen der Checkliste lassen sich in vier Gruppen unterteilen, die einen umfassenden Einblick in die kognitiven Denkprozesse geben und Veränderungsresistenzen aufdecken. Eine Aufforderung des Beraters zur Einschätzung der gegenwärtigen Unternehmenssituation erlaubt es, Rückschlüsse auf die Existenz von Referenzpunktbeeinflussungen und Wahrnehmungsverzerrungen infolge der Verwendung von Heuristiken zu ziehen. Dagegen lassen sich aus den Prognosen und Erwartungen des Managers Hinweise auf die Neigung des Managers zu Überoptimismus, Selbstüberschätzung und Kontrollillusion ableiten. Um die bisherigen Problemlösungsschwerpunkte sowie die Bewertungstendenz des Managers einschätzen zu können, eignen sich Fragestellungen zu den bisher in Betracht gezogenen Handlungsalternativen. Zudem sollten die Umsetzungsprobleme und ihre Ursachen erfragt werden. Des Weiteren geben Fragen zu den Erwartungen an die Beratungsleistung Aufschluss über die Offenheit des Managers für Veränderungen. Daraus lässt sich der Umfang der Beratungsleistung abschätzen und Ansatzpunkte für Überzeugungsstrategien und -aktivitäten gewinnen.

Diese Phase endet mit der Beurteilung des Beratungsbedarfs und der Ableitung einer Beratungsstrategie.

5.1.4.3.2 Vertrauensbildungsphase

Eine gemeinsame Vertrauensbasis erzeugt ein Teamgefühl zwischen Manager und Berater. Das Teamgefühl reduziert die wahrgenommene Bedrohung durch den Berater und fördert die kognitive Öffnung des Managers für neue Anregungen seitens des Beraters.

Da bei einer derart personennahen und -spezifischen Beratung von einer starken Verunsicherung des Managers auszugehen ist, gilt es in dieser Phase Bereitschaftsblockaden und Veränderungshemmnisse frühzeitig zu evaluieren. Die Aufdeckung von Resistenzen und ihrer Ursachen erfolgt auf der Grundlage der Befragungen in der Analysephase. Als wesentliche Ursachen werden die mit dem Schutz des Selbst-Konzepts und der Verteidigung des Selbstwertgefühls verbundenen Starrheiten vermutet. Damit stellt die stärkere Berücksichtigung dieser Kognitionen einen Erfolgsfaktor bei der bedürfnisorientierten Beratung dar.

Eine managerspezifische Ausrichtung der Beratungsleistung sollte auch den Leistungs- und Erfolgsdruck des Managers reduzieren, indem Chancen und Potentiale der angestrebten Veränderungen für Unternehmen und Manager verdeutlicht werden. Dabei wird der Möglichkeit den Manager davon zu überzeugen, eine externe Betrachtungsweise einzunehmen, große Bedeutung und Wirkung beigemessen.³⁵³ Dadurch wird eine von der eigenen Person losgelöste Problembetrachtung und Reduzierung der vom Manager wahrgenommenen Bedrohung erreicht.

5.1.4.3.3 Implementierungsphase

In der Implementierungsphase steht die gezielte Lenkung des Entscheidungsverhaltens des Managers durch den Berater im Vordergrund. Das Teamgefühl dient dazu, durch gemeinsame Entscheidungen die Auswirkungen des Commitments des Managers einzuschränken. Eine solche Kompetenzverteilung zwischen Manager und Berater führt zu einer kognitiven Entlastung des Managers, da so die mit der Distanzierung von früheren Entscheidungen verbundenen Dissonanzen reduziert werden. Zudem wird mit der Abgabe der vollständigen Entscheidungsverantwortung der Entstehung eines neuen erfolgsbeeinträchtigenden Commitments vorgebeugt. Ferner wird die Qualität der Entscheidung mithilfe eines outside-views verbessert. Diese Betrachtungsweise dient der Steigerung der Objektivität und Zuverlässigkeit und somit auch der Verbesserung der Entscheidungsqualität.

Der Aufbau eines Teamgefühls erleichtert die Zusammenarbeit zwischen Berater und Manager. Gleichzeitig wird eine Betrachtung der Unternehmenssituation aus unterschiedlichen Perspektiven begünstigt. Während der Berater die externe Sichtweise übernimmt, kommt dem Manager zur Steigerung des Entscheidungsergebnisses die Aufgabe zu, die interne Sichtweise einzunehmen. Diese Perspektive fördert eine optimistische Einschätzung und Motivation der Mitarbeiter. Der Mehrwert des outside-views liegt dagegen in der Initiierung einer bislang unterdrückten Veränderung.³⁵⁴

³⁵³ Vgl. Lovallo/Kahneman (2003), S. 61f.

³⁵⁴ Vgl. Lovallo/Kahneman (2003), S. 63.

In Abhängigkeit von der identifizierten Neigung des Managers zu irrationalem Verhalten bei der Wahrnehmung und Verarbeitung von Informationen lassen sich verschiedene Instrumente ableiten. So kann die auf die Verwendung von Heuristiken zurückzuführende Tendenz des Managers, seine Assoziationen und verfügbaren Kognitionen stärker zu gewichten, durch deren gezielte Umkehrung bzw. Kompensation gelenkt werden. Dabei können der Priming-Effekt und die Wahl des Referenzpunktes gezielt eingesetzt werden.

Eine weitere Möglichkeit der Entscheidungslenkung stellt die Veränderung des Betrachtungszeitraums der beim Sunk-cost-Effekt ausschlaggebenden Kosten dar. Die gezielte Umkehrung dieses Effekts in einen antizipativen Sunk-cost-Effekt und die Überzeugung des Managers von der Irrationalität der Berücksichtigung bereits angefallener Kosten verändert dessen Blickwinkel hin zu einer stärkeren Berücksichtigung der zukünftigen finanziellen Konsequenzen bei Fortführung des Unternehmens. Der antizipative Sunk-cost-Effekt dient der zukunftsorientierten Bewertung von Alternativen und wirkt damit einer vergangenheitsbezogenen Beurteilung der Handlungsoptionen entgegen.

Die wesentliche Herausforderung für die Beratungsleistung liegt in der geschickten Lenkung und Beeinflussung der Entscheidungsfindung des Managers, um eine nachhaltige Verbesserung der Entscheidungs- und Ergebnisqualität herbeizuführen, ohne nach außen hin seine Entscheidungskompetenz in Frage zu stellen oder spürbar einzuschränken. Vermutet der Manager Beeinflussungsversuche des Beraters, so wird der Beratungserfolg gefährdet und damit auch die angespannte Unternehmenssituation nicht entlastet. Es ist davon auszugehen, dass der Manager infolge des vermuteten Kontrollverlusts zu einem Reaktanzverhalten tendiert und damit die Einstellung der Beratung zu Lasten der Unternehmenssituation wünscht.

5.2 Informationsverarbeitungsphase

Bei den Lösungsansätzen zur Verbesserung der Entscheidungsqualität steht die Sensibilisierung des Managers für die Beeinflussbarkeit seiner Informationsverarbeitung durch

eine spezifische Problemdarstellung und durch die Verwendung eines bestimmten Referenzpunkts im Vordergrund der Betrachtung.

5.2.1 Der Splitting-Effekt

Bei der Beeinflussung durch eine spezifische Problemdarstellung handelt es sich um den Splitting-Effekt. Dabei wird durch eine geschickte Aufspaltung bzw. Bündelung von Kategorien und Objektarten eine Lenkung der kognitiven Wahrnehmung und Verarbeitung erreicht.

Die nachfolgende Abbildung soll den Splitting-Effekt verdeutlichen:

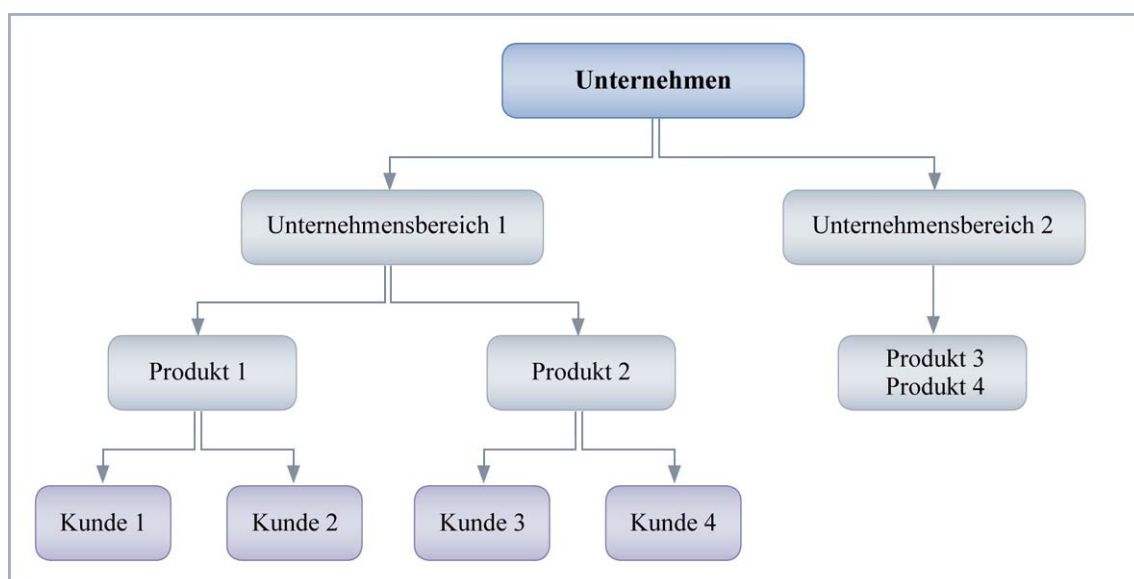


Abb. 23: Wahrnehmungsbeeinflussung durch den Splitting-Effekt³⁵⁵

Obwohl sich die Problemstellung auf die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit der Unternehmensbereiche 1 und 2 bezieht, führt die Bildung von Unterkategorien beim Unternehmensbereich 1 zu einer stärkeren Gewichtung dieses Unternehmensbereichs. Somit besteht eine Tendenz des Managers zur Übergewichtung disaggregierter bzw. zur Un-

³⁵⁵ Eigene Darstellung.

tergewichtung aggregierter Objektarten.³⁵⁶ Damit wird die Tendenz des Entscheidungsträgers, die relative Bedeutung des Unternehmensbereichs 1 zu überschätzen, begünstigt und seine Wahrnehmung und Verarbeitung bei Unternehmensverkaufsprüfungen in eine gewünschte Richtung gesteuert.

Allerdings muss in diesem Zusammenhang nicht unbedingt von einem Beeinflussungsproblem ausgegangen werden. Bei dem Splitting-Effekt handelt es sich zunächst um eine auf eine kognitive Ablenkung zurückzuführende Irrationalität im Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten. Die Möglichkeit durch geschickte Nutzung dieser Ablenkbarkeit der kognitiven Wahrnehmung eine Beeinflussung herbeizuführen, setzt die Kenntnis dieses Zusammenhangs voraus. Diese Kenntnis dürfte vor allem im Rahmen der Neuausrichtung und -konzeption der Beratungsleistung bei Entscheidungsfindungen interessieren.

Die Sensibilisierung des Managers für die Existenz dieser Beeinflussungsmöglichkeit und ihrer Wirkungszusammenhänge trägt dazu bei, ihre nachteiligen Auswirkungen zu reduzieren. Die entscheidungstheoretische Relevanz des Splitting-Effekts ergibt sich aus der mit ihm verbundenen systematischen Verzerrungswirkung bei der Informationswahrnehmung und -verarbeitung.

5.2.2 Der Framing-Effekt

Beim Framing-Effekt steht die Dominanz des Referenzpunkts im Mittelpunkt der Betrachtung. Die im Zusammenhang mit der Prospekt Theorie auftretende Neigung des Managers zur (Aus-)Wahl eines Referenzpunkts zieht eine verzerrte Entscheidung nach sich.³⁵⁷ Eine entsprechende Sensibilisierung des Managers für die beeinflussende Wirkung eines von ihm gewählten Referenzpunkts ermöglicht dessen bewussten und damit auch wirkungsneutralen Einsatz. Diese Bewusstseinsstärkung dürfte vor allem eine Verminderung der Auswirkungen seiner Risikofreudigkeit nach sich ziehen, wenn im Zuge der Sensibilisierung des Managers eine Reduzierung der kognitiven Bindungswir-

³⁵⁶ Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 142f.

³⁵⁷ Vgl. auch die Ausführungen im Abschnitt 4.2.2.3.

kung erreicht werden kann. Dies kann z. B. durch gezielten Ausschluss eines Referenzpunkts, mindestens jedoch seiner Untergewichtung, begünstigt werden. Darüber hinaus kann durch die Auswahl unterschiedlicher Referenzpunkte eine Reduzierung der verzerrenden Wirkung gefördert werden.³⁵⁸

Bei Prüfung der Verkaufsnotwendigkeit empfiehlt sich auch deshalb ein Benchmarking des Unternehmens mit verschiedenen „gesunden“ und nicht mit einem vergleichsweise schwächeren Unternehmen, um die tatsächliche Unternehmenssituation besser beurteilen zu können. Gleichzeitig ist es erforderlich, die mit der Wahl von Referenzpunkten verbundene Problematik aufzuzeigen. Das Hauptproblem besteht in der Neigung des Managers zu risikofreudigem Entscheidungsverhalten im Verlustbereich,³⁵⁹ welches dann eintritt, wenn der aktuelle Wert unterhalb des Referenzwerts liegt. Liegt der aktuelle Wert, der z. B. die Wirtschaftlichkeit des Unternehmens beschreibt, dagegen über dem Benchmark-Wert als Referenzpunkt, so werden infolge des „positiven“ Ergebnisses ein Interventionsbedarf und damit die Notwendigkeit zum Verkauf verkannt. Befindet sich das Unternehmen mit seinem Vergleichswert dagegen unterhalb des Referenzpunkts, so besteht entsprechend den Darstellungen in der Prospekt Theorie die Gefahr zu risikofreudigem Entscheidungsverhalten.

Diese starke Entscheidungsdominanz des gewählten Referenzpunkts verdeutlicht die Notwendigkeit, den Manager für dessen Wirkungen zu sensibilisieren, insbesondere in Entscheidungssituationen, die durch hohen Zeitdruck und Komplexität gekennzeichnet sind. Dabei sind Korrekturmaßnahmen auf die Auswahl verschiedener Referenzpunkte mit möglichst breiter Streuung und die gezielte Vermeidung ihrer übermäßigen Gewichtung gerichtet. Diese Sensibilisierung bezieht sich auch auf Manipulationsversuche durch opportunistische Mitarbeiter.

Im Folgenden interessiert die Minderung der Auswirkungen von – vor allem in der Entscheidungsphase wirksamen – Bedürfnissen nach Harmonie, Kontrolle und Erfolg.

³⁵⁸ Vgl. Jungermann/Pfister/Fischer (2005), S. 176.

³⁵⁹ Vgl. die Ausführungen im Abschnitt 4.2.2.3.1.1.

5.3 Entscheidungsphase

Das Hauptproblem der in den persönlichen Bedürfnissen verankerten Willensdefizite besteht darin, dass sich die Wirksamkeit von Beeinflussungen nicht zuverlässig einschätzen lässt. Die Herausforderung für den Berater liegt darin, die Bereitschaft des Managers zur Einsicht in seine persönliche Fehleranfälligkeit zu fördern und darüber hinaus den Manager zu überzeugen, Hilfestellungen Dritter anzunehmen.

In der Entscheidungsphase konzentrieren sich die Maßnahmen auf die Implementierung eines Risikomanagement- und Frühwarnsystems, die Standardisierung von Abbruchentscheidungen und die Umkehr der Beweislast.

5.3.1 Implementierung eines Risikomanagementsystems

5.3.1.1 Erweiterung des Erfassungsradius des Risikomanagementsystems

Die mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich konkretisierte Verpflichtung des Vorstands zur Einrichtung eines Risikomanagementsystems und einer Internen Revision ist auch Ausdruck dafür, dass ein dringender Interventionsbedarf zur Minderung der existenzgefährdenden Auswirkungen von Managementrisiken auf ein Unternehmen besteht.³⁶⁰

Unter Risiko wird die Möglichkeit verstanden, dass das tatsächliche von dem erwarteten Ergebnis abweicht, was sich im Unternehmenskontext auf die Möglichkeit der Zielverfehlung bzw. -beeinträchtigung bezieht.³⁶¹ Demnach beschreibt ein Managementrisiko eine auf das unternehmerische Handeln des Managements zurückzuführende und vom Management zu verantwortende Möglichkeit der Abweichung des tatsächlichen von dem erwarteten Ergebnis.³⁶² Mängel beim Management, Fehler in der Führung und Probleme, die aus der Person des Managers selbst resultieren, stehen dabei im Vorder-

³⁶⁰ Vgl. § 91 Absatz 2 Aktiengesetz.

³⁶¹ Vgl. Lück (2000), S. 313.

³⁶² Vgl. Lück (2000), S. 317.

grund der Betrachtung. Sie deuten auf ein im Management selbst zu findendes, erhebliches Risiko für das Unternehmen hin.³⁶³

Die Bedeutung von Managementrisiken im Kontext von Managemententscheidungen ergibt sich aus ihrer Reichweite und ihrer Einflussmöglichkeit auf die Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens.³⁶⁴ Diese Bedeutung unterstreicht die Notwendigkeit, sie zu überwachen und durch ein Risikomanagementsystem zu steuern.

Die Notwendigkeit Managementfehler durch das Radar des Risikomanagementsystems zu erfassen, ergibt sich aufgrund der Risiken, die aus handwerklichen Fehlern des Managers resultieren.³⁶⁵ Sie werden im Rahmen dieser Arbeit als allgemeines Entscheidungsrisiko bezeichnet. Die Erfassung des allgemeinen Entscheidungsrisikos zielt darauf ab, Risiken aus der eingeschränkten kognitiven Informationsverarbeitungskapazität, also Könnensdefiziten des Managers, entgegenzuwirken. Diese Entscheidungsfehler des Managers erstrecken sich z. B. von der fehlerhaften Zieldefinition und Prognose bis hin zur unrichtigen Bewertung und Auswahl von Handlungsalternativen.³⁶⁶ Die Fehlerhaftigkeit des Entscheidungsprozesses resultiert daher aus der Verwendung der Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristik und ist dem allgemeinen Entscheidungsrisiko zuzuordnen. Die Möglichkeit durch Sensibilisierung des Managers die Auswirkungen des allgemeinen Entscheidungsrisikos einzugrenzen, erübrigt jedoch nicht die Notwendigkeit ihres konsequenten Managements durch ein wirksames Risikomanagementsystem, insbesondere dann, wenn es sich um bedeutende Unternehmensentscheidungen wie z.B. ein Unternehmensverkauf handelt.

Die Überlegungen dieser Arbeit gehen darüber hinaus und konzentrieren sich auf Risiken, deren Ursache auf der kognitiven Ebene und in den persönlichen Bedürfnissen der Entscheidungsträger zu suchen ist. Dieser neue Schwerpunkt im Rahmen des Risikomanagementsystems erfordert eine Abgrenzung des allgemeinen von einem spezifischen Entscheidungsrisiko.

³⁶³ Vgl. Lück (2000), S. 313.

³⁶⁴ Vgl. Gutenberg (1962), S. 59-61.

³⁶⁵ Lück (2000), S. 313, spricht allgemein von Managementrisiken. Allerdings nimmt er auch keine weitere Differenzierung der Managementrisiken vor und richtet seine Ausführungen implizit auf handwerkliche Fehlerrisiken bei Managemententscheidungen aus.

³⁶⁶ Vgl. Lück (2000), S. 319.

Das spezifische Entscheidungsrisiko resultiert aus der mit dem Schutz und der Stärkung des Selbstwertgefühls verbundenen Dominanz der persönlichen Bedürfnisse des Managers nach Kontrolle, Harmonie und Erfolg. So begünstigt und fördert die subjektive Wahrnehmung eines Kontrollverlusts und das daraus folgende Reaktanzverhalten ein risikofreudiges Entscheidungsverhalten. Da nach einer Entscheidung für den Verkauf des Unternehmens mit einer erheblichen Einschränkung des Kontrollvermögens des Managers zu rechnen ist, wird aus dissonanzantizipatorischen Gründen diese Entscheidung zu Lasten der ohnehin schon kritischen Unternehmenssituation abgelehnt. Das Commitment des Managers gegenüber seinem früheren Entscheidungsverhalten sowie seine Neigung zu risikoreichem Entscheidungsverhalten in Verlustsituationen sind nur als Beispiele der besonders hervorstechenden Bedürfnisabhängigkeit von Misserfolgen und Fehlentscheidungen zu sehen.

Insbesondere die von *Hauschildt* identifizierten Misserfolgsursachen und Fehlentscheidungen stützen entsprechende Schlussfolgerungen zu der Dominanz der Bedürfnisse bei unternehmerischen Entscheidungsprozessen.³⁶⁷ Es kann sogar davon ausgegangen werden, dass die Ursachen für eine Vielzahl der von *Hauschildt* untersuchten Gründe direkt oder indirekt in den persönlichen Bedürfnissen begründet liegen (Abb. 24).

³⁶⁷ Vgl. Argenti (1976), S. 121-123; Schimmelpfeng-Marktforschung (1977), S. 79-86; Hauschildt (1983), S. 146; o.V. (1987), S. 10; Hauschildt (1988), S. 6-8.

Misserfolgsursachen nach Hauschildt	Bedürfnisbezug	Bedürfniskonkretisierung
Unangemessener patriarchalischer und zentralistischer Führungsstil und mangelnde Delegation	Kontrollbedürfnis	Steigerung des Selbstwertgefühls, selbstwertdienliche Attribution, Kontrollmotiv
Fehlende Kontrolle, Konfliktscheue	Kontrollbedürfnis, Harmoniebedürfnis	Kontrollmotiv, Dissonanzantizipation
Entscheidungsschwäche	Harmoniebedürfnis	Dissonanzreduzierung und -antizipation
Überhastete Expansion (z.B. unkritisches externes Wachstum, Aufbau von Leerkapazitäten)	Kontrollbedürfnis, Erfolgsbedürfnis, Harmoniebedürfnis	Kontrollillusion, Überoptimismus, Selbstüberschätzung, Steigerung des Selbstwertgefühls
Schnelle Entlassung unbequemer Mitarbeiter	Kontrollbedürfnis, Harmoniebedürfnis	Aufbau eines organisatorischen Drucks, Kontrollverlustphänomen
Mangelnde Sachkontrolle oder zu starke Kontrolle	Kontrollbedürfnis	Kontrollillusion, Kontrollmotiv
Fehleinschätzung der Investition, Überschätzung der Rücklagen	Erfolgsbedürfnis, Kontrollbedürfnis, Bedürfnis nach Komplexitätsreduzierung	Kontrollillusion, Überoptimismus, Selbstüberschätzung, Verwendung von Heuristiken

Abb. 24: Bedürfnisbezug der Misserfolgsursachen nach Hauschildt³⁶⁸

Angesichts der entscheidungstheoretischen Bedeutung der spezifischen Entscheidungsrisiken ist ihre konsequente Berücksichtigung in Risikomanagementsystemen unerlässlich. Somit ist in der Bewältigung der negativen Effekte dieser Bedürfnisse die wesentliche Aufgabe des Risikomanagementsystems zu sehen. Der Fokus liegt dabei weniger auf den leichter zu beherrschenden Könnensdefiziten, also allgemeinen Entscheidungsrisiken, als vielmehr auf den Wollensdefiziten des Managers. Die eigentliche Herausforderung für das System besteht darin, spezifische Entscheidungsrisiken und ihre Entscheidungswirksamkeit zu erfassen sowie ihre Auswirkungen auf die Unternehmenstätigkeit zu reduzieren.

5.3.1.2 Die Anforderungen an das verhaltensorientierte Risikomanagementsystem

Die Reduzierung der Auswirkungen spezifischer Entscheidungsrisiken mithilfe eines Risikomanagementsystems ist insbesondere mit drei Problemen verbunden.

³⁶⁸ Eigene Darstellung.

Die erfolgreiche Implementierung setzt zunächst die Identifizierbarkeit spezifischer Entscheidungsrisiken voraus. Die Identifizierung bedürfnisinduzierter Abweichungen vom Rationalverhalten wird dadurch erschwert, dass ihre Ursachen in schwer zugänglichen kognitiven Bereichen zu finden sind. Bei dieser Ursachenforschung geht es nicht um die Auswertung harter Daten, sondern darum, weiche und sensible Zusammenhänge zwischen persönlichen Bedürfnissen und Entscheidungsbeeinträchtigungen zu erkennen. Die interpersonelle Unterschiedlichkeit des Untersuchungsgegenstands stellt eine weitere Herausforderung dar. Ihr lässt sich durch entsprechende Qualifikation, Sensibilisierung des Verantwortlichen auch für die Fehleranfälligkeit der eigenen Entscheidungen sowie Erfahrung im Umgang mit menschlichem Entscheidungsverhalten und -irrationalitäten begegnen.

Die Bewältigung spezifischer Entscheidungsrisiken kann vor allem durch gezielte Beeinflussungsversuche des Managers erschwert werden. Aufgrund von Kontrollbestrebungen ist eine grundsätzliche Ablehnung des Managers gegenüber der Ausweitung des Erfassungsradius auf sein Entscheidungsverhalten anzunehmen. Deshalb empfiehlt es sich diese Aufgabe der Verantwortungskompetenz einem unabhängigen Organ im Unternehmen zu übertragen, wie z. B. einem Beirat. Damit ist eine konsequente Reduzierung der Beeinflussung durch Eingriffe des Managers gewährleistet.

Zayer/Hirsch sehen in einer Zusammenarbeit zwischen Manager und Controller einen Lösungsansatz zur Reduzierung der Entscheidungsverzerrungen insbesondere infolge einer Kontrollillusion des Managers. Der Erfolg dieser Zusammenarbeit wird jedoch wegen des zu erwartenden organisatorischen Drucks und der daraus resultierenden Hemmnisse des Controllers zur Kritikäußerung und Berichtigung des Managers bezweifelt. Insbesondere die ungünstigen Macht- und Weisungspositionen zwischen Manager und Controller sind mit beratungshemmenden und konfliktmeidenden Auswirkungen verbunden, was eher für eine Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Controller spricht.³⁶⁹

³⁶⁹ Zayer/Hirsch (2006), S. 650.

5.3.1.3 Der verhaltensorientierte Risikomanagementprozess

Der Prozess des verhaltensorientierten Risikomanagements entspricht weitestgehend dem in der Literatur verbreiteten Regelkreis und wird in die Phasen der Formulierung einer Risikostrategie, Risikoanalyse und -steuerung sowie der Risikoüberwachung und -kommunikation unterteilt.³⁷⁰

5.3.1.3.1 Die Risikostrategie

Die Formulierung einer Risikostrategie ist auf die Festlegung der grundsätzlichen Vorgehensweise beim Risikomanagement ausgerichtet und dient der Förderung und Stärkung des Risikobewusstseins im Unternehmen. Die Formulierung dieser risikopolitischen Grundsätze konzentriert sich auf die Festlegung von Toleranzgrenzen und Sollwerten.³⁷¹ Dazu gehört die Definition verbindlicher Verlustobergrenzen, die insbesondere der Ausweitung der im Rahmen der Prospekt Theorie dargelegten Tendenz zur Risikofreudigkeit des Managers entgegenwirken.

Neben diesen quantitativen Risikogrenzen erfordert die Bewältigung bedürfnisgesteuerter Risiken auch die Festlegung qualitativer Vorgaben. Im Mittelpunkt der Risikostrategiefestlegungsphase steht die Sensibilisierung des Unternehmens für die Existenz, die Bedeutung und die Auswirkungen von Risiken, die aus kognitiv bedingten Könnens- und Wollensdefiziten bei den Entscheidungsträgern im Unternehmen resultieren.

5.3.1.3.2 Die Risikoanalyse

Die Risikoanalyse umfasst die Erfassung, Bewertung und Steuerung bedürfnisinduzierter Risiken. Diese Phase beinhaltet auch die Definition von Kriterien und Indikatoren, die Rückschlüsse auf die Bedürfnisbelastung der Entscheidungen erlauben. Bei der I-

³⁷⁰ Eine Darstellung des Risikomanagementsystems findet sich bspw. in Lück (2000), S. 325-337, mit entsprechenden Implikationen für allgemeine Managementrisiken und Franz/Kajüter (2002), S. 303-307, die auf die Zusammenarbeit von Management und Controlling eingehen.

³⁷¹ Vgl. Lück (2001), S. 46; Franz/Kajüter (2002), S. 304.

identifizierung von Risiken interessiert es, bedürfnisinduzierte Entscheidungstendenzen und Ursache-Wirkungszusammenhänge zu erkennen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Betrachtung von Risiken, die nicht vom Manager beeinflusst werden können. Zudem werden hauptsächlich qualitative Kriterien und Hinweise herangezogen.

Ein bedeutendes Instrument insbesondere zur Erfassung spezifischer Entscheidungsrisiken stellt das Frühwarnsystem dar. Es kann nämlich nicht ausreichen, sich wie bislang nur auf z. B. absatz- und beschaffungswirtschaftliche sowie politische, technologische und ökologische Beobachtungsbereiche zu konzentrieren, wenn Entscheidungen in diesen Bereichen regelmäßig von spezifischen Entscheidungsrisiken und -fehlern dominiert werden und fehlerhafte Entscheidungen nach sich ziehen.³⁷² Ihre permanente Entscheidungswirksamkeit in vielen unternehmerischen Entscheidungsfragen verdeutlicht die Notwendigkeit, den Erfassungsradius des Frühwarnsystems über den bislang üblichen Beobachtungsrahmen hinaus auszudehnen. Im Mittelpunkt steht die Erfassung „schwacher Signale“, die sich z. B. auf die Mitarbeiterfluktuation beziehen kann.

Die Erkenntnisse der Diffusionstheorie dienen dazu, Ansteckungswirkungen bestimmter Bedürfnisse des Managers auf andere Entscheidungsträger im Unternehmen zu identifizieren. So kann die Neigung des Managers zu Überoptimismus eine optimistische Grundhaltung im Unternehmen fördern, die auch infolge von Groupthinking-Verhalten ein einseitiges Entscheidungsverhalten im Team begünstigt. Darüber hinaus können aus der gezielten Beobachtung der Informationsverbreitung Rückschlüsse auf das Vorliegen eines confirmation bias und auf eine Neigung des Managers zur selektiven Informationswahrnehmung und -gewichtung gezogen werden.

5.3.1.3.3 Die Risikobewertung

Die Bewertung spezifischer Risiken erfolgt in Abhängigkeit von Ausmaß und Reichweite der Entscheidung sowie der Bedeutung der Entscheidung für das Unternehmen.

³⁷² Für eine ausführliche Beschreibung des allgemeinen Frühwarnsystems und verwandter Systeme bzw. für eine Darstellung der üblichen Beobachtungsbereiche des allgemeinen Frühwarnsystems und den entsprechenden Frühwarnindikatoren wird u.a. auch auf Hahn/Krystek (2000), S. 75-95 bzw. auf Lück (2000), S. 329 und Hahn/Krystek (2000), S. 84f verwiesen.

Eine Aggregation der Beobachtungsergebnisse erlaubt ihre Überführung in eine verhaltensorientierte Risk-Map (Abb. 25).

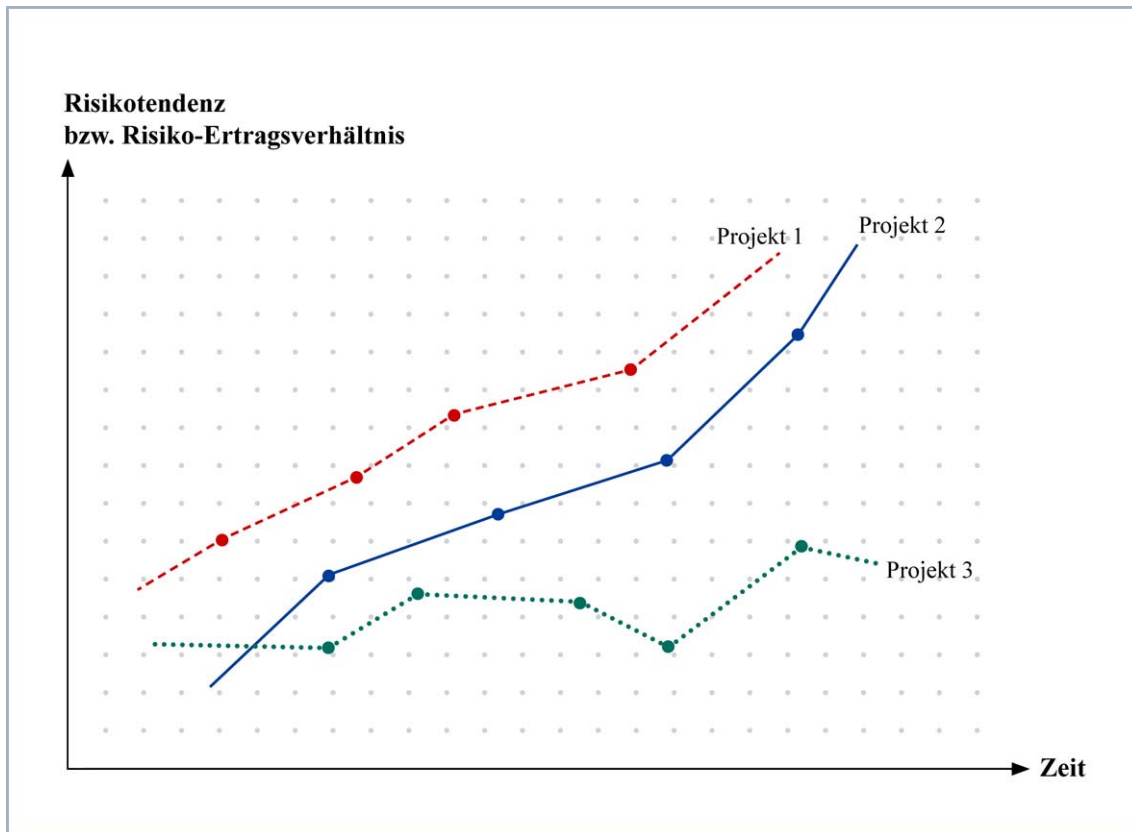


Abb. 25: Die verhaltensorientierte Risk-Map³⁷³

In dieser Abbildung ist die Zeit in Abhängigkeit von der Tendenz des Managers zu risikoreichem Entscheidungsverhalten, ableitbar aus dem mit der Entscheidung verbundenen negativen Risiko-Ertrags-Verhältnis³⁷⁴, dargestellt. Eine konsequente Übertragung der Beobachtungsergebnisse aus verschiedenen Projekten, wobei die Verbindungspunkte die Entscheidungen des Managers zu dem jeweiligen Projekt abbilden, erlaubt es, die Veränderungen im Risikoverhalten des Managers aufzuzeigen. Daraus lassen sich Aussagen zu einem spezifischen Entscheidungsrisiko herleiten.

Diese Darstellung der gegenwärtigen Risikosituation ermöglicht nicht nur eine verstärkte Sensibilisierung für die Fehleranfälligkeit bestimmter Entscheidungen, sondern auch die Antizipation spezifischer Entscheidungsrisiken. Somit können z. B. aus früheren

³⁷³ Eigene Darstellung.

³⁷⁴ Vgl. auch die Ausführungen im Abschnitt 4.2.2.3.1.1 zur Neigung des Manager ein überverhältnismäßiges Risiko bei gleichzeitig geringen Ertragserwartungen zu akzeptieren (Risiko-Ertrags-Paradoxon).

verhaltensorientierten Risk-Maps Hinweise auf das zu erwartende Entscheidungsverhalten des Managers bei Unternehmensverkäufen abgeleitet und damit frühzeitig Risiken antizipiert werden. So kann der Manager bereits frühzeitig bei Prüfung eines Unternehmensverkaufs von der Notwendigkeit zur Hinzuziehung eines externen Beraters überzeugt werden. Eine konsequente Pflege und Weiterentwicklung der verhaltensorientierten Risk-Map hilft auch dabei, die für Dritte sonst nicht erkennbare, aber nicht weniger bedeutsame Neigung des Managers zur selektiven Wahrnehmung bei der Dissonanzbewältigung aufzudecken. Auf diese Weise wird eine Sensibilisierung des für das Risikomanagementsystem verantwortlichen Mitarbeiters für spezifische Ursachen-Wirkungszusammenhänge erreicht.

5.3.1.3.4 Die Risikosteuerung

Aus den grundsätzlich bestehenden Möglichkeiten der Vermeidung, Überwälzung und Kompensation identifizierter Risiken kann bei dem Versuch der Bewältigung spezifischer Entscheidungsrisiken allein der Versuch der Reduzierung der Entscheidungswirksamkeit dieser Risiken interessieren. Die Vorgehensweise bei der Risikosteuerung läßt sich aus den Vorgaben der formulierten Risikostrategie ableiten. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Einrichtung eines internen Überwachungssystems.

5.3.1.3.5 Die Risikoüberwachung und die Risikokommunikation

Für die Wirksamkeit der Risikoüberwachung ist die Implementierung eines Internen Überwachungssystems, z. B. Interne Revision unabdingbar. Ihr Augenmerk sollte auf die Minderung der Auswirkungen spezifischer Entscheidungsrisiken gerichtet sein.³⁷⁵

³⁷⁵ Zum Aufbau eines Internen Überwachungssystems vgl. u.a. Lück (2000), S. 332. Da die Implementierung organisatorischer Sicherungsmaßnahmen auf eine vollständige Fehlerverhinderung abzielt, sind diese Maßnahmen für die Bewältigung der Auswirkungen bedürfnisspezifischer Risiken ungeeignet. Im Gegensatz zu den sonstigen Fehlern handelt es sich bei persönlichen Bedürfnissen und individuellen Kognitionen um unvermeidbare spezifische Entscheidungsrisiken, die gesonderte Maßnahmen zur Reduzierung dieser Risiken erfordern.

Bei der Internen Revision handelt es sich um „Überwachungsmaßnahmen durch Personen, die nicht in den Arbeitsablauf einbezogen sind und die keine Verantwortung für das Ergebnis des überwachten Prozesses haben“³⁷⁶. Darüber hinaus ist es erforderlich, dass die zur Überwachung verantwortliche Person oder das Gremium nicht gegenüber dem Manager weisungsgebunden und diesem nicht disziplinarisch unterstellt ist.³⁷⁷ Mit Blick auf die mit der Reduzierung der spezifischen Entscheidungsrisiken verbundenen Problematiken konzentrieren sich die Maßnahmen u.a. darauf, die Managerleistung unter dem Gesichtspunkt der Bedürfnisdominanz seiner Entscheidung zu beurteilen. Die Zielsetzung dieser Managerbeurteilung ist auch auf eine vergangenheitsorientierte Ursachen- und zukunftsbezogene Schwachstellenforschung zur Bewältigung spezifischer Managementrisiken ausgerichtet.³⁷⁸ Dazu empfiehlt sich die Einbeziehung der in der verhaltensorientierten Risk-Map aggregierten Ergebnisse.

Für eine langfristige Verbesserung der Entscheidungsqualität und -ergebnisse bei Prüfung eines Unternehmensverkaufs ist die Einrichtung und konsequente Pflege des bedürfnisorientierten Risikomanagementsystems unabdingbar. Allerdings darf die Fehleranfälligkeit dieses Systems aufgrund der begrenzten kognitiven Leistungsfähigkeit der auch mit dem Management der Überwachungsmaßnahmen verantwortlichen Mitarbeiter nicht vernachlässigt werden.

So besteht eine Schwierigkeit darin, Ursachen-Wirkungszusammenhänge fehlerlos zu erkennen und spezifische Entscheidungsrisiken aufzudecken und zu reduzieren.

Neben der Einrichtung eines Risikomanagementsystems sind auch Maßnahmen geeignet, die auf die Entpersonalisierung von Entscheidungen und damit die Prävention von Entscheidungsverzerrungen aufgrund persönlicher Bedürfnisse und kognitiver Einschränkungen abzielen.

³⁷⁶ Lück (2000), S. 332.

³⁷⁷ Diese Überlegungen sind mit der in der US-amerikanischen Unternehmenslandschaft verbreiteten Institution eines „Audit Committees“ als Ergebnis der Erkenntnis zur Notwendigkeit der Trennung von Geschäftsführung und Überwachung vergleichbar. Vgl. auch die Ausführungen in Lück (2001), S. 158-160.

³⁷⁸ Zu den Aufgaben der Internen Revision vgl. Lück (2000), S. 333.

5.3.2 Standardisierung von Abbruchentscheidungen

Eine Maßnahme zur Verminderung der entscheidungsverzerrenden Wirkung kognitiver Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen stellt die Standardisierung von Verkaufsentscheidungen dar. Das Ziel besteht in der Entkopplung einer Entscheidung von dem fehleranfälligen Willensbildungsprozess. Diese Entkopplung ist darauf ausgerichtet, die Bedürfnisbeeinflussung der Entscheidungsfindung auszuschalten. Die Standardisierung soll die Tendenz von Entscheidungsträgern zur Emotionalisierung unternehmerischer Entscheidungsfindung hemmen und die Bedürfnislastigkeit der Denkprozesse mindern. Damit werden Fehlerquellen in der Wahrnehmung und Verarbeitung von Informationen ausgeschaltet sowie der Irrationalität im Entscheidungsverhalten vorgebeugt. Hauptsächlich werden Interpretations- und Auslegungsfehler sowie subjektive Ermessensspielräume zugunsten einer stärkeren Gewichtung harter Fakten und Daten eingegrenzt.

Eine Möglichkeit der Standardisierung einer Verkaufsentscheidung visualisiert die nachstehende Abbildung (Abb. 26).

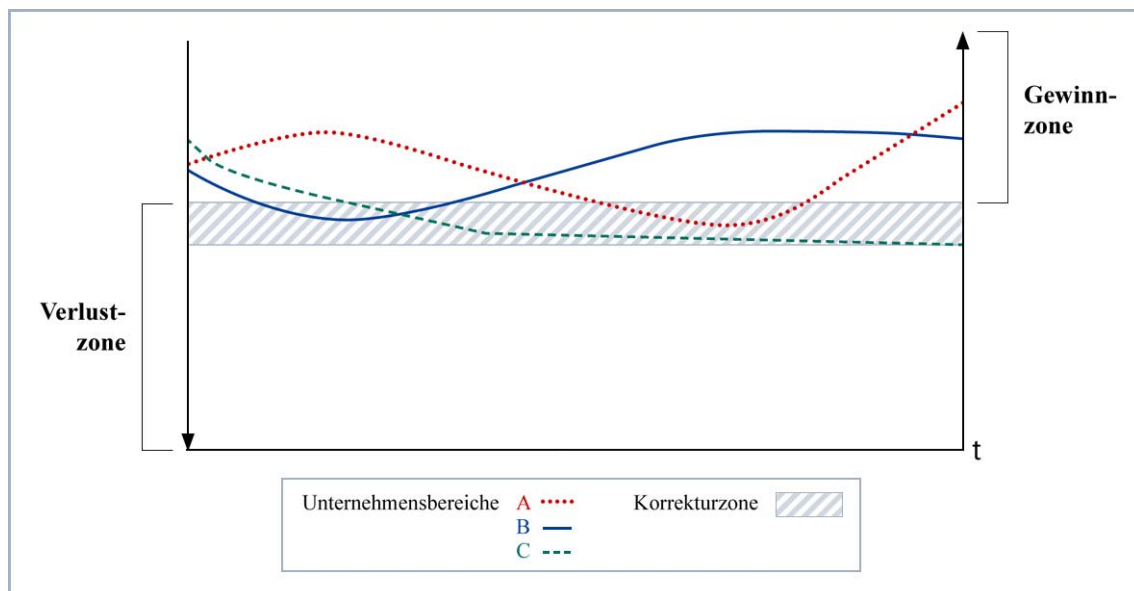


Abb. 26: Standardisierung von Entscheidungen³⁷⁹

³⁷⁹ Eigene Darstellung.

Diese Veranschaulichung bildet die Rentabilitätsentwicklung verschiedener Unternehmensbereiche oder Investitionsprojekte, dargestellt anhand unterschiedlicher Kurvenverläufe, ab. Dabei wird die Gewinn- und Verlustzone durch einen – hier schraffierten – Korrekturbereich getrennt. Nach unten hin endet dieser kritische Bereich mit einer Untergrenze, deren Unterschreiten einen festgelegten Automatismus auslöst.

Gelangt ein Unternehmensbereich aufgrund schlechter Performance in diese Korrekturzone, so werden Gegenmaßnahmen ergriffen, um den Unternehmensbereich wieder in die Gewinnzone zu bringen. Verfehlen diese Korrekturmaßnahmen ihre Wirkung und tritt eine weitere Verschlechterung ein, so dass die untere Grenze der Korrekturzone erreicht wird, so führt dies zwangsläufig und automatisch ohne einen vorgelagerten Entscheidungsprozess zu einem Verkauf oder der Einstellung des Investitionsprojekts. Damit wird einer Entscheidungsbeeinflussung durch Wollens- und Könnensdefizite entgegengewirkt. Darüber hinaus wird durch eine Standardisierung der Entscheidung vor allem eine bedürfnisbedingte Verzerrung der Wahrnehmung und Entscheidung verhindert.

Auch die Auswirkungen der im Rahmen der Prospekt Theorie erörterten Verlustaversion werden eliminiert. Die Standardisierung der Verkaufsentscheidung erlaubt eine vom Referenzpunkt unabhängige Bewertung und eine Begrenzung der Neigung des Managers zu einem risikofreudigen Entscheidungsverhalten. Prognosen und zukunftsgerichtete Einschätzungen werden aus dem Entscheidungsprozess eliminiert und beugen somit den mit der Verwendung von Heuristiken verbundenen Fehlern und Entscheidungsverzerrungen vor.

Die Standardisierung vermindert auch die bei Teamentscheidungen auftretenden Groupthink-Problematiken. Die dem Diskussionsprozess immanente Gefahr der einseitigen Argumentationsführung sowie die Tendenz von Entscheidungsteams zur Selbstüberschätzung und zu Überoptimismus werden ausgeschaltet. Ein wesentliches Erfolgspotential ergibt sich aus der Möglichkeit, die Auswirkungen einer empfundenen Dissonanz, eines Commitments, einer Kontrollillusion bzw. einer subjektiven Feststellung eines Kontrollverlustes zu reduzieren und zu beseitigen, da diese insgesamt ohne Wirkung auf die Verkaufsentscheidung bleiben.

5.3.3 Umkehr der Beweislast

Neben einer Standardisierung der Verkaufsentscheidung kann auch eine Veränderung der Beweislast zu einer Verbesserung der Entscheidungsqualität beitragen. Die Umkehrung der Beweislast zwingt den Manager dazu, Argumente für die Fortführung statt gegen den Verkauf des Unternehmensbereichs aufzuzählen. Das Ziel und gleichzeitig die Herausforderung bestehen darin, durch eine offene Kommunikation der persönlichkeitsgeprägten und nicht unbedingt bekannten Befürchtungen des Managers im Zusammenhang mit dem Verkauf des Unternehmens eine schlüssige Formulierung und Argumentation zu erreichen.

Der Kommunikation des Managers kommt eine wichtige Objektivierungsfunktion zu. Sie dient der Reflektion und nochmaligen Beurteilung seines Standpunkts. Der Vorteil der Umkehrung der Beweislast liegt darin, die auf die persönlichen Bedürfnisse zurückzuführenden Entscheidungstendenzen und Beweggründe des Managers in einen objektiven und für Dritte nachvollziehbaren Erklärungszusammenhang einzuordnen.

Diese Umkehrung der Beweislast versetzt den Manager in die Lage, trotz anhaltenden Verlusts und einer insgesamt kritischen Unternehmenssituation, die Ablehnung eines Unternehmensverkaufs erklären und seine Entscheidung für einen Nichtverkauf rechtfertigen zu müssen. Da die Heranziehung von Commitment und Kontrollillusion zu Argumentationszwecken entfällt, führt die Umkehrung der Beweislast und die damit einhergehende offene Kommunikation seiner Befürchtungen zu einer Selbstüberzeugung des Managers. Zudem unterstützt die Perspektivenänderung neben dem Abbau der Überzeugungs- und Veränderungsresistenz auch die kognitive Öffnung des Managers für Interventionen. Darüber hinaus bewirkt die Umkehrung der Beweislast die Neustrukturierung und Neugewichtung seiner Wahrnehmung sowie eine Reduzierung der unkontrollierten kognitiven Verzerrungen.

Die nachfolgende Abbildung fasst die in dieser Arbeit diskutierten Lösungsvorschläge zusammen:

Phasen im Entscheidungsprozess	Heuristiken/Bias	Lösungsansätze
Wahrnehmungsphase	<ul style="list-style-type: none"> • Verfügbarkeitsheuristik • Repräsentativitätsheuristik 	<ul style="list-style-type: none"> • Zuverlässigkeit der Informationsquelle • Einschaltung Dritter/externer Berater • Zusammensetzung des Teams
Verarbeitungsphase	<ul style="list-style-type: none"> • Verankerungsheuristik 	<ul style="list-style-type: none"> • Sensibilisierung für die Einflüsse von Bezugspunkten • Entscheidung nur im Team
Entscheidungsphase	<ul style="list-style-type: none"> • Prospect Theory • Dispositionseffekt • Sunk-cost-Effect • Overconfidence • Überoptimismus • Accountability 	<ul style="list-style-type: none"> • Frühwarnsystem bestehend aus verschiedenen Kompetenzen/Spezialisten • Einbeziehung externer Berater • Standardisierung von Abbruchentscheidungen • Implementierung eines Risikomanagementsystems

Abb. 27: Zusammenfassung verhaltensorientierter Lösungsansätze³⁸⁰

6 Zusammenfassung und kritische Würdigung

6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

Viele Unternehmensverkäufe scheitern, weil die Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens regelmäßig entweder gar nicht oder verzögert getroffen wird. Die verzögerte Entscheidung zum Verkauf des Unternehmens führt zu Zeitmangel, der sich in der Vorbereitungs- und Durchführungsphase der Transaktion nachteilig auswirkt. Im Unterschied zu bisherigen Untersuchungen zu M&A-Transaktionen rückt diese Arbeit erstmalig die Entscheidungsfindung als ein strategisches Moment im Verkaufsprozess und Fehlerursache in den Vordergrund der Betrachtung.

Bereits in der Initiierungsphase, in der die Verkaufsentscheidung getroffen wird, werden wichtige Weichen für den späteren Verkaufsprozess und den Transaktionserfolg ge-

³⁸⁰ Eigene Darstellung.

stellt. Die Initiierungsphase ist im Vergleich zu den anderen Phasen des Verkaufsprozesses mit großen kognitiven Herausforderungen für den Entscheidungsträger und damit einer hohen Fehleranfälligkeit der Entscheidung verbunden. Zum Einen muss der Entscheidungsträger trotz kognitiver Einschränkungen, d. h. Könnensdefizite, die Notwendigkeit eines Unternehmensverkaufs erkennen. Zum Anderen muss er bereit sein, ungeachtet seiner persönlichen Interessen eine Verkaufsentscheidung zu treffen.

Der Transaktionskostenansatz, der markt- und der ressourcenorientierten Ansatz und das Konzept des Parenting-Advantage geben zwar Hilfestellung bei der Entscheidung für oder gegen einen Unternehmensverkauf, schließen jedoch entscheidungswirksame Wollens- und Könnensdefizite des Entscheidungsträgers aus der Betrachtung aus. Diese Ansätze gehen bei den Fähigkeiten ihres Entscheidungsträgers von einem Idealzustand aus. Sie unterstellen dem Manager unbeeinflusste Rationalität im Sinne des homo oeconomicus, der keine Könnens- und Wollensdefizite besitzt, und deshalb in der Lage ist, die Entscheidungssituation zu erkennen und seine Entscheidung ohne zeitliche Verzögerung zu treffen. Deshalb wird angenommen, dass die Beachtung der diesen Ansätzen zugrunde liegenden Handlungsempfehlungen zwangsläufig Fehlentscheidungen des Managers verhindert. Nach dieser Argumentation kann es nicht zu einer verzögerten Verkaufsentscheidung kommen.

Gleichwohl lassen sich in der Realität verzögerte Verkaufsentscheidungen beobachten, die diese Ansätze nicht erklären können. Offensichtlich lassen sich in Entscheidungssituationen bei Managern Verhaltensmuster beobachten, die von dem Erklärungsrahmen dieser Ansätze nicht erfasst werden. Diese Erklärungslücke erfordert die Analyse der Abweichungen vom Idealzustand.

Die Analyse der Abweichungen vom Idealzustand führt zu einer verhaltenswissenschaftlichen Untersuchung der Ursachen für eine verzögerte Unternehmensverkaufsentscheidung und zur Behavioral Finance als Erklärungsansatz. Im Mittelpunkt steht das tatsächliche Entscheidungsverhalten des Managers. Das tatsächliche Entscheidungsverhalten ist deshalb bedeutsam, da es eine wichtige Determinante für das richtige „Timing“ bei Unternehmensverkäufen darstellt. Die Fokussierung auf das Entscheidungsverhalten von Managern bei Unternehmensverkäufen zieht eine Auseinandersetzung mit dem Entscheidungsträger selbst nach sich. Damit wird der Entscheidungsträger selbst

zum Untersuchungsgegenstand. Dabei interessieren vor allem seine Verhaltens- und Entscheidungstendenzen sowie die Einflussgrößen seines Entscheidungsverhaltens auf der kognitiven Ebene.

Als wesentliche Determinante für die verzögerte Verkaufsentscheidung verifiziert diese Arbeit kognitive Einflussgrößen, die auf die persönlichen Bedürfnisse des Managers nach Harmonie, Kontrolle, Erfolg und Komplexitätsreduzierung zurückzuführen sind. Sie bilden die Ursachen für kognitive Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen und damit für kognitive Könnens- und Wollendefizite. Verzögerte Unternehmensverkaufsentscheidungen sind somit die Folge der Entscheidungswirksamkeit psychischer Anomalien, wie beispielsweise Überoptimismus, Overconfidence und Kontrollillusion sowie einer kognitiven Überforderung des Managers bei der Verwendung von Urteilsheuristiken.

Bei der Analyse der Ursachen für verzögerte Unternehmensverkaufsentscheidungen spielt auch das Verkaufsmotiv eine Rolle. So ist bei einem reaktiven Verkaufsmotiv von einer größeren Entscheidungswirksamkeit und von nachteiligen Auswirkungen der kognitiven Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen auszugehen als bei proaktiven Verkaufsmotiven. Deutlich wird der entscheidungstheoretische Unterschied zwischen reaktiven und proaktiven Verkaufsmotiven bei der Übertragung der Theorie der kognitiven Dissonanz und der Prospekt Theorie auf Unternehmenverkaufssituationen. Aufgrund von Commitment und subjektiver Wahrnehmungsverzerrungen neigt der Manager gerade bei reaktiven Verkaufsmotiven bzw. in Verlustsituationen zu einem risikofreudigen Entscheidungsverhalten und zu einer verzögerten Verkaufsentscheidung. Bei proaktiven Verkaufsmotiven ist ein risikoaverses bzw. unvoreingenommenes Entscheidungsverhalten zu erwarten. Deshalb sind die nachteiligen Auswirkungen kognitiver Einflussgrößen bzw. die Gefahr einer verzögerten Unternehmensverkaufsentscheidung vor allem bei reaktiven Verkaufsmotiven gegeben.

Dieses Entscheidungsverhalten des Managers verdeutlicht, dass vorrangig die Befriedigung seiner persönlichen Bedürfnisse und weniger die gewissenhafte Geschäftsführung der Maßstab seines Handelns ist. Mit fortschreitender Entkopplung seines Entscheidungsverhaltens von den im Rahmen der Geschäftsführung tatsächlich zu bewältigenden Aufgaben und Herausforderungen steigt die Wahrscheinlichkeit einer Überzeu-

gungsresistenz des Managers auch gegenüber neuen Informationen. Somit führt die Dominanz der persönlichen Bedürfnisse des Managers im Wahrnehmungs- und Entscheidungsprozess zu einer Verschleppung der Verkaufsentscheidung.

Entsprechend den in den einzelnen Phasen der Willensbildung auftretenden Problemfeldern sind verschiedene Lösungsansätze und Instrumente zur Reduzierung der negativen Auswirkungen auf die Verkaufsentscheidung denkbar.

Während in der Wahrnehmungsphase die Entscheidungsqualität durch die Einbeziehung eines externen Beraters gesteigert werden kann, kann dies in der Verarbeitungsphase durch prophylaktische Maßnahmen wie z. B. die Umkehrung der Beweislast, die Standardisierung der Abbruchentscheidung und die Einrichtung eines verhaltensorientierten Risikomanagementsystems gewährleistet werden.

Insgesamt zielen diese Lösungsansätze darauf ab, die Entscheidungswirksamkeit kognitiver Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen zu verringern. Ein darüber hinausgehender Beseitigungsanspruch entspräche einem Versuch, den Manager zu enthumanisieren.

6.2 Implikationen für die Theorie

Die Entscheidungswirksamkeit kognitiver Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen und ihre Auswirkungen verdeutlichen die Notwendigkeit, die verhaltens- und bedürfnisorientierten Einflussgrößen bei der Entscheidungsfindung konsequent zu berücksichtigen. Diese Einbeziehung führt zu einer Verringerung, wenn nicht gar Verhinderung der zahlreichen in der Literatur erörterten Könnensfehler. Dieses Problemlösungspotential der Einbeziehung kognitiv bedingter Könnens- und Wollensdefizite sollte bei der theoretischen Konzeption von Modellen und Methoden und der Entwicklung von praxisbezogenen Instrumenten, insbesondere im Rahmen der strategischen Unternehmensführung und -entwicklung genutzt werden. Erst ihre problemorientierte, d. h. vor allem eine auf das tatsächliche Entscheidungsverhalten ausgerichtete Gestaltung vermag Operationalisierungsprobleme zu lösen.

Einwände, die gegen die den Erkenntnissen der verhaltenswissenschaftlichen Forschungsrichtung zu Grunde gelegten Experimente vorgebracht werden, wie z.B. ihre mangelnde Robustheit und geringe Aussagefähigkeit,³⁸¹ sind nur teilweise begründet. Zwar sind Ergebnisverzerrungen aufgrund von Artefakten auch bei diesen Experimenten nicht gänzlich ausschließbar, aber bestimmte Verhaltenstendenzen in Entscheidungssituationen, z. B. bei Unternehmensverkäufen, lassen sich ableiten und erklären. Aus dieser Problematik bei der experimentellen Datengewinnung und –bewertung werden Forschungslücken deutlich.

Der Erfolg dieser Erkenntnisse liegt insbesondere in der Möglichkeit ökonomische Zusammenhänge erklären zu können, die bisher nur unzureichend von den klassischen ökonomischen Theorien erörtert und erschlossen werden konnten.

So stellt diese Arbeit gerade durch die Übertragung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse die Ursachen für das Scheitern von M&A-Transaktionen auf der Verkäuferseite zusammen, die bislang kaum beachtet wurden.

6.3 Implikationen für die Praxis

Nicht nur handwerkliche Fehler, sondern kognitive Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen sind als Ursachen für Fehlentscheidungen bei der Prüfung eines Unternehmensverkaufs von großer Bedeutung. Auch der Manager als Entscheidungsträger stellt mit seinen kognitiv bedingter Könnens- und Wollensdefizite eine Risiko- und Fehlerquelle sowie einen Unsicherheitsfaktor dar. Bei Unternehmensverkaufsentscheidungen wirken sich die Bedürfnisse und kognitiven Beschränkungen des Managers regelmäßig nachteilig auf das Erfolgskriterium „Zeit“ aus. Daraus ergeben sich zwei Implikationen:

Zum Einen ist die Unternehmensorganisation an die mit der Bewältigung der entscheidungs- und damit ergebniswirksamen Bedürfnisse des Entscheidungsträgers verbunde-

³⁸¹ Vgl. Jungermann /Pfister/Fischer (2005), S. 195 und 199.

nen Herausforderungen anzupassen. Neben den in dieser Arbeit vorgestellten Maßnahmen spielt die Zusammenstellung eines unabhängigen internen Gremiums z. B. aus Aufsichtsrat und Controller sowie die Implementierung eines bedürfnisorientierten Risikomanagementsystems eine große Rolle. Diese organisatorische Anpassung reduziert die Auswirkungen kognitiver Wahrnehmungs- und Entscheidungsverzerrungen. Dabei müssen spezifische Anforderungen erfüllt werden. Die Ausrichtung der Unternehmensorganisation auf spezifische Entscheidungsrisiken setzt die allgemeine Akzeptanz im Unternehmen und deren regelmäßige Pflege und Weiterentwicklung voraus.

Zum Anderen illustriert diese Arbeit Veränderungspotentiale für die bislang auf die Verringerung von handwerklichen Fehlern beschränkten Angebote von Unternehmensberatungen. Die hier dargestellte Fehleranfälligkeit der Entscheidungen bei Unternehmensverkäufen zeigt die Möglichkeit und die Notwendigkeit der Erweiterung der Beratungsleistungen auf. Bislang konzentriert sich das Beratungsangebot auf die Verbesserung von Könnensdefiziten des Managers, womit nur eine unvollständige Problemlösung erreicht wird.

So wird beispielsweise in der Management Diagnostics bzw. Management Development-Beratung, die auf die Beurteilung und Entwicklung von Führungskräften abzielt, die Notwendigkeit verkannt, durch eine retrospektive Betrachtung und Analyse des Entscheidungsverhaltens des Managers künftige Entscheidungstendenzen zu antizipieren und seine Entscheidungskompetenz zu bewerten und zu steigern. Die Notwendigkeit ergibt sich aus den Aufgaben des Managers. Der Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt darin, komplexe Zusammenhänge zu erkennen und strategische Entscheidungen, z. B. Unternehmensverkaufsentscheidungen, zu treffen. Die retrospektive Betrachtung und Bewertung des Entscheidungsverhaltens bzw. -tendenz des Managers bietet die Möglichkeit, insbesondere seine Wollensdefizite zu identifizieren, und liefert damit Ansatzpunkte, um bei künftigen Entscheidungen Hilfestellung zu bieten.

Eine Ausdehnung des Problemerkfassungsradius führt damit zu einer nachhaltigen Steigerung der Beratungsqualität. Dabei kann der im Rahmen dieser Arbeit entwickelte bedürfnisorientierte Beratungsansatz als ein erster Schritt in diese Richtung betrachtet werden.

Literaturverzeichnis

Achleitner, A.-K. (2001): Handbuch Investment Banking, 2. Aufl., Wiesbaden, 2001

Achleitner, A.-K. (2002): Handbuch Investment Banking, 3. Aufl., Wiesbaden, 2002

Achleitner, A.-K./Wecker, R./Wirtz, B. (2004): Akteure und Phasen des M&A-Managements (I), in: Das Wirtschaftsstudium, 2004, Heft 11, S. 1381 - 1384

Achleitner, A.-K./Wecker, R./Wirtz, B. (2005): Demerger-Konzepte, in: Das Wirtschaftsstudium, 2005, Heft 8 – 9, S. 1033 - 1037

Akerlof, G. A. (1970): The Markets for “Lemons” – Quality Uncertainty and the market Mechanism, in: The Quarterly Journal of Economics, 1970, issue 3, S. 488 - 500

Akerlof, G. A./Yellen, J. L. (1987): Rational Models of Irrational Behavior, in: The American Economic Review, 1987, issue 2, S. 137 - 142

Amit, R./Shoemaker, P. J. H. (1993): Strategic assets and organizational rent, in Strategic Management Journal, 1993, issue 1, S. 33 – 46

Anderson, N. H. (1986): A Cognitive Theory of Judgment and Decision, in: Brehmer, Bernd et al.(Hrsg.), New Directions in Research on Decision Making, Amsterdam u. a., 1986, S. 63 - 108

Argenti, J. (1976): Corporate Collapse, London u. a., 1976

Arlen, J. (1998): The future of behavioral economic analysis of law, in: Vanderbilt Law Review, 1998, S. 1765 - 1788

Arrow, K. J. (1985): The Economics of Agency, in: Pratt, J. W./Zeckhauser, R. J. (Hrsg.), Principals and Agents – The Structure of Business, Boston, 1985, S. 37 - 51

Bain, J. S. (1956): Barriers to New Competition - Their Character and Consequences in Manufacturing Industries, Cambridge, 1956

Baker, M./Ruback, R. S./Wurgler, J. (2006): Behavioral Corporate Finance, NBER Working Paper No. w10863, Tuck School of Business, Dartmouth, 2006

Bamberg, G./Coenenberg, A. G. (2004): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 12. Aufl., München, 2004

Bannier, C. E. (2005): Vertragstheorie – Eine Einführung mit finanzökonomischen Beispielen und Anwendungen, Heidelberg, 2005

Barber, B. M./Odean, T. (1999): The Courage of Misguided Convictions, in: Financial Analysts Journal, 1999, issue November/December, S. 41 - 55

Barberis, N./Thaler, R. (2003): A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides, G./Harris, M./Stulz, R., Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam u. a., 2003, S. 1053 - 1123

Bar-Hillel, M. (1980): The base-rate fallacy in probability judgments, in: Acta Psychological, 1980, issue 3, S. 211 - 233

Barney, J. (1997): Gaining and sustaining competitive advantage, Reading u. a., 1997

Bartsch, D. (2005): Unternehmenswertsteigerung durch strategische Desinvestitionen – Eine Ereignisstudie am deutschen Kapitalmarkt, Wiesbaden, 2005

Bea, F. X./Haas, J. (2001): Strategisches Management, 3. Aufl., Stuttgart, 2001

Beach, L. R./Christensen-Szalanski, J. J. J./Barnes, V. (1987): Assessing human judgment – Has it been done, can it be done, should it be done?, in: Wright, G./Ayton, P. (Hrsg.), Judgmental forecasting, Chichester, S. 49 – 62

Beeler, J. D./Hunton, J. (1997): The Influence of Compensation Method and Disclosure Level on Information Search Strategy and Escalation of Commitment, in: Journal of Behavioral Decision Making, 1997, S. 77 - 91

Behavioral Finance Group (2000): Behavioral Finance – Idee und Überblick, in: Finanz Betrieb, 2000, Heft 5, S. 311 - 318

Behrens, R./Merkel, R. (1990): Mergers & Acquisitions – das Milliardengeschäft im gemeinsamen europäischen Markt, Stuttgart 1990

Beisel, W./Klumpp, H.-H. (2003): Der Unternehmenskauf – Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge einschließlich gesellschafts-, arbeits- und kartellrechtlicher Fragen bei der Übertragung eines Unternehmens, 4. Aufl., München, 2003

Berens, W./Schmitting, W./Strauch, J. (2005): Funktionen, Terminierung und rechtliche Einordnung der Due Diligence, in: Berens, W./Brauner, H. U./Strauch, J. (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 4. Aufl., Stuttgart, 2005, S. 119 – 173

Biyalogorsky, E./Boulding, W./Staelin, R. (2006): Stuck in the past – Why managers persist with new product failures, in: Journal of Marketing, 2006, issue 2, S. 108 - 121

Blum, U. et al. (2005): Angewandte Institutionenökonomik – Theorien - Modelle - Evidenz, Wiesbaden, 2005

Blumentritt, J. (1993): Unternehmensveräusserungen durch Konzern, Bergisch Gladbach, Köln, 1993

Bongartz, U. (1997): Strategische Ressourcen und erhaltbare Wettbewerbsvorteile – Die ressourcenorientierte Sicht am Beispiel der Treasury, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1997, Erg.-Heft 1, S. 21 - 43

Börner, C. J. (2000a): Strategisches Bankenmanagement – Ressourcen- und marktorientierte Strategien von Universalbanken, München, Wien, 2000

Börner, C. J. (2000b): Porter und der “Resource-based View“, in: Das Wirtschaftsstudium, 2000, Heft 5, S. 689 - 693

Börner, C. J. (2000c): Die Integration marktorientierter und ressourcenorientierter Strategien, in: Das Wirtschaftsstudium, 2000, Heft 6, S. 817 - 821

Bowman, E. (1980): A Risk/Return Paradox for Strategic Management, in: Sloan Management Review, 1980, issue 3, S. 17 - 31

Branke, S. (1993): Die Interaktion von Personen- und Aufgabenmerkmalen beim komplexen Problemlösen, Mainz, 1993

Brehm, J. W./Cohen, A. R. (1962): Explorations in cognitive dissonance, New York, London, Sydney, 1962

Brown, R./Sarma, N. (2007): CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions, in: Journal of Economics & Business, 2007, issue 5, S. 358 – 379

Brüggerhoff, J. (1992): Management von Desinvestitionen, Wiesbaden, 1992

Bruppacher, P. R. (1990): Unternehmensverkauf als strategischer Erfolgsfaktor, in: Siegwart, H. et al.(Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Stuttgart, 1990, S. 267 - 282

Burger, J. M. (1986): Desire for control and the illusion of control – The effects of familiarity and sequence of outcomes, in: Journal of Research in Personality, 1986, issue 1, S. 66 – 76

Burger, J. M./Smith, N. G. (1985): Desire for control and gambling behavior among problem gamblers, in: Personality and Social Psychology Bulletin, 1985, issue june, S. 145 - 152

Camerer, C. (1995): Individual Decision Making, Kagel, J. H./Roth, A. E. (Hrsg.), Handbook of Experimental Economics, Princeton, 1995, S. 587 - 703

Camerer, C./Loewenstein, G. (2004): Advances in behavioral economics, in: Roundtable Series in Behavioral Economics, New York, 2004, S. 3 - 51

Campbell, A./Goold, M./Alexander, M. (1995a): Corporate Strategy – The quest for parenting advantage, in: Harvard Business Review, 1995, issue 4, S. 120 - 132

Campbell, A./Goold, M./Alexander, M. (1995b): Parenting Advantage – Wie Mütter ihre Töchter fördern, in: Harvard Business Manager, 1995, Heft 4, S. 37 - 50

Cezanne, W./Mayer, A. (1998): Neue Institutionenökonomik – Ein Überblick, in: Das Wirtschaftsstudium, 1998, Heft 31, S. 1345 - 1353

Chapman, G./Johnson, E. J. (2002): Anchors in judgment of belief and value, in: Gilovich, T./ Griffin, D./Kahneman, D. (Hrsg.), Heuristics and biases – The psychology of intuitive judgment, Cambridge, 2002, S. 120 - 138

Chapman, J. (2004): Verkaufen heißt überzeugen – Kurzer Leitfaden für den Unternehmensverkauf, in: VentureCapital Magazin, 2004, Heft 10, S. 16 - 17

Christensen-Szalanski, J. J. (1980): A further examination of the selection of problem-solving strategies – The effects of deadlines and analytical aptitudes, in: Organizational Behavior and Human Performance, 1980, S. 107 - 122

Coase, R. H. (1937): The Nature of the Firm, in: Economica, 1937, Heft 16, S. 386 - 405

Corsten, H. (1998): Grundlagen der Wettbewerbsstrategie, Stuttgart, 1998

Coyne, J./Wright, M. (1986) : An introduction to divestment : The conceptual issues, in : Coyne, J./Wright, M. (Hrsg.), Divestment and strategic change, Oxford 1986, S. 1 - 26

Dauenheimer, D. et al. (2002) : Die Theorie des Selbstwertschutzes und der Selbstwert-
erhöhung, in : Frey, D./Irle, M. (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie, 2. Aufl., Bern,
S. 159 - 190

De la Rosa, L. E. (2007): Overconfidence and Moral Hazard, Economics Working Pa-
per No. 2007-8, School of Economics and Management, University of Aarhus, 2007

Dickenberger, D./Gniech, G./Grabitz, H.-J. (2001): Die Theorie der psychologischen
Reaktanz, in: Frey, D./Irle, M. (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie, Bern u. a.,
2001, S. 243 - 274

Dohm, L. (1989): Die Desinvestition als strategische Handlungsalternative – eine Studie
des Desinvestitionsverhaltens U.S.-amerikanischer Großunternehmen, Frankfurt/Main
u.a., 1989

Duhaime, I. M./Schwenk, C. R. (1985): Conjectures on Cognitive Simplification in Ac-
quisition and Divestment Decision Making, in: The Academy of Management Review,
1985, issue 2, S. 287 - 295

Ebers, M./Gotsch, W. (2001): Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in:
Kieser, A. (Hrsg.), Organisationstheorien, 4. Aufl., Stuttgart, Berlin, Köln, 1993, S. 199
- 252

Eccles, R. G. (1985): Transfer Pricing as a Problem of Agency, in: Pratt, J.
W./Zeckhauser, R. J. (Hrsg.), Principals and Agents – The Structure of Business, Bos-
ton, 1985, S. 151 - 186

Eichen, F. von den (1998): Die Zeiten ändern sich und das Desinvestieren ändert sich
mit ihnen – Zu Bedeutung und Bedeutungswandel der Desinvestition, in: Handlbauer,
G. et al.(Hrsg.), Perspektiven im Strategischen Management: Festschrift anlässlich des
60. Geburtstages von Prof. Hans H. Hinterhuber, Berlin, New York, 1998, S. 41 - 57

Eichen, F. von den (2002): Kräftekonzentration in der diversifizierten Unternehmung:
Eine ressourcenorientierte Betrachtung der Desinvestition, Wiesbaden, 2002

Eisenführ, F./Weber, M. (2003): Rationales Entscheiden, 4. Aufl., 2003

Elschen, R. (1982): Betriebswirtschaftslehre und Verhaltenswissenschaften – Probleme einer Erkenntnisübernahme am Beispiel des Risikoverhaltens bei Gruppenentscheidungen, Frankfurt, 1982

Elschen, R. (1988): Agency-Theorie, in: Der Betriebswirt, 1988, Heft 2, S. 248 - 250

Elschen, R. (1991a): Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 1991, Heft 11, S. 1002 - 1012

Elschen, R. (1991b): Shareholder Value und Agency-Theorie – Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: Betriebswirtschaft für Forschung und Praxis, 1991, Heft 3, S. 209 - 220

Endler, N. S./Magnusson, D. (1976): Toward an Interactional Psychology of Personality, in: Psychological Bulletin, 1976, issue 5, S. 956 - 974

Epstein, R. A. (1985): Agency Costs, Employment Contracts, and Labour Unions, in: Pratt, J. W./Zeckhauser, R. J. (Hrsg.), Principals and Agents – The Structure of Business, Boston, 1985, S. 127 - 148

Epstein, S./Pacini, R. (1999): Some basic issues regarding dual-process theories from the perspective of cognitive-experiential self-theory, in: Chaiken, S./Trope, Y. (Hrsg.), Dual-process theories in social psychology, New York, 1999, S. 462 - 482

Fama, E. (1965): The Behavior of Stock Market Prices, in: Journal of Business, 1965, issue 1, S. 34 - 105

Fama, E. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: Journal of Political Economy, 1980, Heft 2, S. 288 - 307

Fama, E (1998): Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioural Finance, in: *Journal of Financial Economics*, 1998, issue 3, S. 283 - 306

Farmer, R. N./Richman, B. M. (1965): Comparative management and economic progress, Homewood, 1965

Fenton-O’Creevy, M. et al.(2003): Trading on illusions – Unrealistic perceptions of control and trading performance, in: *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 2003, issue 1, S. 53 - 68

Festinger, L. (1957): A theory of cognitive dissonance, Evanston, 1957

Fischer, L./Wiswede, G. (2002): Grundlagen der Sozialpsychologie, München, Wien, 2002

Fischer, M. (2003): Spielregeln für den erfolgreichen Verkauf, in: *Consultant Steuern – Wirtschaft – Finanzen*, 2003, Heft 4, S. 56 - 57

Fischhoff, B./Slovic, P./Lichtenstein, S. (1978): Fault trees – Sensitivity of estimated failure probabilities to problem representation, in: *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1978, issue 2, S. 330 - 334

Franz, K.-P./Kajüter, P. (2002): Controlling, in: Busse von Colbe, W. et al.(Hrsg.), *Betriebswirtschaft für Führungskräfte*, 2. Aufl., Stuttgart, 2002, S. 287 - 312

Freidank, C.-C. (2000): Die Risiken in Produktion, Logistik, und Forschung und Entwicklung, in: Dörner, D./Horváth, P./Kagermann, H. (Hrsg.), *Praxis des Risikomanagements – Grundlagen, Kategorien, branchenspezifische und strukturelle Aspekte*, Stuttgart, 2000, S. 345 - 378

Freiling, J. (2001): Resource-based View und ökonomische Theorie - Grundlagen und Positionierung des Ressourcenansatzes, Wiesbaden, 2001

Frey, D./Jonas, E. (2002): Die Theorie der kognizierten Kontrolle, in: Frey, D./Irle, M. (Hrsg.), *Theorien der Sozialpsychologie*, 2. Aufl., Bern, S. 13 - 50

Frey, D./Schulz-Hardt, S. (1996): Eine Theorie der gelernten Sorglosigkeit, in: Mandl, H. (Hrsg.), *Bericht über den 40. Kongress der Deutschen Gesellschaft für Psychologie in München, Göttingen*, 1996, S. 604 - 611

Friedrich, A. (1998): *Erfolgreicher Unternehmensverkauf - Vorbereitung, Kaufpreisfindung, Verhandlungsführung*, Wiesbaden, 1998

Fromlet, H. (2001): Behavioral Finance – Theory and Practical Application, in: *Business Economics*, 2001, Heft 3, S. 63 - 69

Geravis, S./Goldstein, I. (2007): The positive Effects of Biased Self-perceptions in Firms, in: *Review of Finance*, Heft 11, S. 453 - 496

Gerpott, T. J. (1993): *Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart, 1993

Gigerenzer, G. (1991): How to make cognitive illusions disappear – Beyond “heuristics and biases”, in: *European Review of Social Psychology*, issue 2, S. 83 – 115

Gigerenzer, G./Hoffrage, U. (1995): How to improve Bayesian reasoning without instruction – Frequency formats, in: *Psychological Review*, issue 4, S. 684 - 704

Ginsberg, A. (1994): Minding the Competition – From mapping to mastery, in: *Strategic Management Journal*, 1994, Winter special issue, S. 153 - 174

Glatzel, C. (2003): *Börsliche Desinvestitionen mittels Equity Carve-Out, Spin-Off und Tracking Stock*, Köln, 2003

Glaser, M./Nöth, M./Weber, M. (2004): Behavioral Finance, in: Koehler, D. J./Harvey, N. (Hrsg.), *Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*, Oxford, 2004, S. 527 - 546

Goldberg, J./Nitzsch, R. v. (2004): Behavioral Finance – Gewinnen mit Kompetenz, 4. Aufl., München, 2004

Goold, M./Campbell, A. (1991): Strategies and Styles – The Role of the Centre in Managing Diversified Corporations, Oxford, Cambridge, 1991

Goold, M./Campbell, A./Alexander, M. (1994): Corporate-level strategy: Creating value in the multibusiness company, New York u. a., 1994

Goold, M./Campbell, A./Alexander, M. (1995): Andrew Campbell, Michael Goold, and Marcus Alexander reply, in: Harvard Business Review, 1995, issue 3, S. 170 - 171

Göttgens, O./Steinwaerder, D./Vogel, F. (2006): M&A-Kommunikationsmanagement, in: Wirtz, B. W. (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Wiesbaden, 2006, S. 229 - 262

Graml, R. (1996): Unternehmenswertsteigerung durch Desinvestition - Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Management Buy-Out, Frankfurt/Main u. a., 1996

Grant, R. M. (1996): Towards a Knowledge-based Theory of the Firm, in: Strategic Management Journal, 1996, winter special issue, S. 109 - 122

Grüntjens, B. (2005): Für die Nachfolgeregelung spielt Übergabefähigkeit die zentrale Rolle, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, 2005, Heft 12, S. 662 – 664

Gutenberg, E. (1962): Unternehmensführung, Wiesbaden, 1962

Hahn, D./Krystek, U. (2000): Früherkennungssysteme und KonTraG, in: Dörner, D./Horváth, P./Kagermann, H. (Hrsg.), Praxis des Risikomanagements – Grundlagen, Kategorien, branchenspezifische und strukturelle Aspekte, Stuttgart, 2000, S. 73 - 97

Harris, M./Raviv, A. (1991): The Theory of Capital Structure, in: The Journal of Finance, 1991, issue 1, S. 297 - 355

Hauschildt, J. (1983): Aus Schaden klug, in: Manager Magazin, 1983, Heft 10, S. 142 - 152

Hauschildt, J. (1988): Unternehmenskrisen – Herausforderungen an die Bilanzanalyse, in: Hauschildt, J./Leker, J. (Hrsg.), Krisendiagnose durch Bilanzanalyse, Köln, 1988, S. 1 - 17

Heaton, J. B. (2002): Managerial optimism and corporate finance, in: Financial Management, 2002, issue summer, S. 33 - 45

Heinen, E. (1991): Industriebetriebslehre – Entscheidungen im Industriebetrieb, 9. Aufl., Wiesbaden, 1991

Hite, F. L./Owers, J. E. (1983): Security price reactions around corporate spin-off announcements, in: Journal of Financial Economics, 1983, issue 4, S. 409 - 436

Hitt, M. A./Ireland, R. D./Hoskisson, R. E. (2005): Strategic Management – Competitiveness and Globalization, Mason, Ohio, 2005

Hoffrage, U. (2004): Overconfidence, in: Pohl, R. F. (Hrsg), Cognitive Illusions: A Handbook on fallacies and biases in thinking, judgment, and memory, Hove, 2004, S. 235-254

Hogarth, R. M./Reder, M. W. (1986): Introduction – Perspectives from economics and psychology, in: Hogarth, R. M./Reder, M. W. (Hrsg), Rational choice, Chicago, 1986, S. 1 - 25

Hölters, W. (1996): Der Unternehmens- und Beteiligungskauf – Bedeutung, Grundfragen und Abwicklung, in: Hölters, W. (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 4. Aufl., Köln, 1996, S. 3 – 57

Hoskisson, R. E. et al. (1999): Theory and research in strategic management: swings of a pendulum, in: *Journal of Management*, 1999, issue 3, S. 417 - 456

Howell, W. C./Brunett, S. A. (1978): Uncertainty measurement: A cognitive taxonomy, in: *Organizational Behavior and Human Performance*, 1978, S. 45 - 68

Jäger, B. (2002): Desinvestitionsentscheidungen auf der Basis vollständiger Finanzpläne: Ein Modell für mittelständische Unternehmungen – dargestellt am Beispiel der Textil- und Bekleidungsindustrie, Frankfurt/Main u. a., 2002

Jansen, A. (1986): Desinvestitionen – Ursachen, Probleme und Gestaltungsmöglichkeiten, Frankfurt/Main u. a., 1986

Jefferson, S./Nicki, R. (2003): A new instrument to measure cognitive distortions in video lottery terminal users – The informational biases scale (IBS), in: *Journal of Gambling Studies*, 2003, S. 387 - 403

Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, 1988, issue 1, S. 21 – 48

Jensen, M. C./Meckling, W., H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, 1976, issue 3, S. 305 - 360

Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1992): Specific and General Knowledge, and Organizational Structure, in: *Werin, L./Wijkander, H.* (Hrsg.), *Contract Economics*, Cambridge, 1992, S. 251 - 274

Jolls, C./Sunstein, C. R./Thaler, R. (1998): A Behavioral Approach to Law and Economics, in: *The Chicago Working Paper Series 1998*, Paper No. 55

Jungermann, H./Pfister, H.-R./Fischer, K. (2005): *Die Psychologie der Entscheidung – eine Einführung*, 2. Aufl., München, 2005

Kahneman, D./Miller, D. T. (1986): Norm Theory – Comparing reality to its alternatives, in: *Psychological Review*, 1986, issue 2, S. 136 – 153

Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (1982): *Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases*, London u. a., 1982

Kahneman, D./Tversky, A. (1979): Prospect Theory – An Analysis of Decision under Risk, in: *Econometrica*, 1979, issue 2, S. 263 – 291

Kahneman, D./Tversky, A. (1982a): On the psychology of prediction, in: Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (Hrsg.), *Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases*, Cambridge, 1982, S. 48 - 68

Kahneman, D./Tversky, A. (1982b): Subjective probability – A judgment of representativeness, in: Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (Hrsg.), *Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases*, Cambridge, 1982, S. 32 - 47

Kapp, W. (1967): Zum Problem der Enthumanisierung der “Reinen Theorie” und der gesellschaftlichen Realität, in: *Kyklos*, 1967, S. 307 - 330

Keil, M./Depledge, G./Rai, A. (2007): Escalation: The Role of Problem Recognition and Cognitive Bias, in: *Decision Sciences*, 2007, issue 3, S. 391 - 421

Kiehling, H. (2001): *Börsenpsychologie und Behavioral Finance*, München 2001

Kirchler, E. M. (2003): *Wirtschaftspsychologie – Grundlagen und Anwendungsfelder der Ökonomischen Psychologie*, 3. Aufl., Göttingen u. a., 2003

Kivikko, L./Leppänen, R. (1995): Corporate Parenting, in: *Harvard Business Review*, 1995, issue 3, S. 170 - 171

Klayman, J./Ha, Y.-W. (1987): Confirmation, disconfirmation and information in hypothesis testing, in: *Psychological Review*, 1987, issue 2, S. 211 - 228

Kleindorfer, P. R./Kunreuther, H. C./Shoemaker, P. J. (1993): *Decision Sciences – An integrative perspective*, Cambridge, 1993

Knaese, B. (1996): *Kernkompetenzen im strategischen Management von Banken – der “resource based view“ in Kreditinstituten*, Wiesbaden, 1996

Kollmann, T. (2004): *E-Venture – Grundlagen der Unternehmensgründung in der Net Economy*, Wiesbaden, 2004

Kollmann, T./Kuckertz, A. (2003): *Unternehmensfinanzierung in der Net Economy*, Wiesbaden, 2003

Kollmann, T./ Kuckertz, A./ Lomberg, C. (2007): *Wechselseitiges Feedback*, in: *Personal – Zeitschrift für Human Resource Management* , 2007, Heft 6, S. 40 - 42

Korobkin, R. B./Ulen, T. S. (2000): *Law and behavioral science – Removing the rationality assumption from la wand economics*, in: *California Law Review*, 2000, S. 1051 - 1144

Kozielecki, J. (1974): *Environment and Personality As Determinants in Decision-Making*, in: *Polish Psychological Bulletin*, 1974, issue 1, S. 3 - 11

Kräkel, M. (2004): *Organisation und Management*, Tübingen, 2004

Krallinger, J. C. (1997): *Mergers & Acquisition*, New York, 1997

Krogh, G. v./Roos, J. (1992): *Corporate Divesture and the Phantom Limb Effect*, Working Paper 1992/20, Norwegian School of Management, Sandrika, 1992

Krüsselberg, U. (1992): *Theorie der Unternehmung und Institutionenökonomik – Die Theorie der Unternehmung im Spannungsfeld zwischen neuer Institutionenökonomik, ord-nungstheoretischem Institutionalismus und Marktprozeßtheorie*, Heidelberg, 1992

Langer, E. J. (1975): The illusion of control, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975, issue 2, S. 311 – 328

Langer, E. J./Roth, J. (1975): Heads I win, tails it's chance – The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975, S. 951 - 955

Langer, T. (1999): *Alternative Entscheidungskonzepte in der Banktheorie*, *Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge*, Bd. 170, Heidelberg, 1999

Laux, H. (2003): *Grundlagen der Organisation – Die Steuerung von Entscheidungen als Grundproblem der Betriebswirtschaftslehre*, 5. Aufl., Berlin u. a., 2003

Lehner, J. M. (1996): Entscheidungsparadoxien und deren betriebliche Auswirkungen, in: *Journal für Betriebswirtschaft*, 1996, Heft 3, S. 142 – 155

Lin, Y./Hu, S./Chen, M. (2005), Managerial Optimism and Corporate Investment – Some empirical Evidence from Taiwan, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, issue 5, S. 523 - 546

Löffler, Y. (2001): *Desinvestitionen durch Verkäufe und Börseneinführungen von Tochterunternehmen – eine empirische Untersuchung der Bewertung am deutschen Kapitalmarkt*, Bd.8, Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken, Köln, 2001

Lord, C./Ross, L./Leeper, M. (1979): Biased assimilation and attitude polarization – The effects of prior theories on subsequently considered evidence, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 1979, S. 2098 - 2109

Lovullo, D./Kahneman, D. (2003): *Delusions of Success*, in: *Harvard Business Review*, 2003, issue July, S. 56 - 63

Lück, W. (2000): *Managementrisiken*, in: *Dörner, D./Horváth, P./Kagermann, H.* (Hrsg.), *Praxis des Risikomanagements – Grundlagen, Kategorien, branchen-spezifische und strukturelle Aspekte*, Stuttgart, 2000, S. 311 - 343

Lück, W. (2001): Risikomanagementsystem und Überwachungssystem – KonTraG: Anforderungen und Umsetzung in der betrieblichen Praxis, in: Lück, W. (Hrsg), Schriftenreihe des Universitäts-Forums für Rechnungslegung, Steuern und Prüfung, Bd. 5, München, 2001

Lucks, K./Meckl, R. (2002): Internationale Mergers & Acquisitions – Der prozessorientierte Ansatz, Berlin, 2002

MacCrimmon, K. D./Wehrung, D. (1986): Talking Risks, New York, 1986

Mag, W. (1990): Grundzüge der Entscheidungstheorie, 2. Aufl., München, 1990

Mahoney, J. T./Pandian J. R. (1992): The resource-based view within the conversation of strategic management, in: Strategic Management Journal, 1992, issue 5, S. 363 - 380

Malmendier, U./Tate, G. (2005): CEO overconfidence and corporate investment, in: The Journal of Finance, 2005, Vol. 60, Heft 6, S. 2661-2700

Mann, L./Janis, I. (1982): Conflict theory of decision making and the expectancy-value approach, in: Feather, N. T. (Hrsg.), Expectations and actions – Expectancy-value models in psychology, Hillsdale, 1982

Marquardt, H. (1998): Internationale Akquisitionen mittelständischer Unternehmen, Stuttgart, 1998

Martensen, J. (2000): Institutionenökonomik, München, 2000

Mason, E. S. (1939): Price and production policies of the large-scale enterprise, in: American Economic Review, 1939, Supplement, S. 61 - 74

Matten, D./Wagner, G.-R. (1999): Zur institutionenökonomischen Fundierung der Betriebswirtschaftlichen Umwelt, in: Zeitschrift für Umweltpolitik & Umweltrecht, 1999, Heft 4, S. 471 - 506

May, R. S. (1987): Overconfidence as a result of incomplete and wrong knowledge, in: Scholz, R. W. (Hrsg.), Current issues in West German decision research, Frankfurt/Main, 1987, S. 13 - 31

Meinhövel, H. (2005): Grundlagen der Principal-Agent-Theorie, in: Horsch, A. v./Meinhövel, H./Paul, S. (Hrsg.), Institutionenökonomie in der Betriebswirtschaftslehre, München, 2005, S. 65 - 81

Mensching, H. (1986): Desinvestition von Unternehmensteilen: Grundlagen der Gestaltung des Entscheidungsprozesses, Frankfurt/Main, Bern, New York, 1986

Meyer, M./Milgrom, P. R./Roberts, J. (1992): Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes, in: Journal of Economics and Management Strategy, 1992, Heft 1, S. 10 – 34

Meyer, W.-U. (2000): Gelernte Hilflosigkeit – Grundlagen und Anwendung in Schule und Unterricht, Bern, 2000

Miles, J. A./Rosenfeld, J. D. (1983): The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth, in: Journal of Finance, 1983, issue 5, S. 1597 - 1606

Milgrom, P./Roberts, J. (1992): Economics, organization and management, Englewood Cliffs, 1992

Mischel, W. (1968): Personality and Assessment, New York, London, Sydney, 1968

Moore, D./Healy, P. J. (2007): The Trouble with Overconfidence, Tepper Working Paper 2007-E17, Tepper School of Business, Carnegie Mellon University, 2007

Mullainathan, S./Thaler, R. (2000): Behavioral Economics, NBER Working Paper No. w7948, National Bureau of Economic Research, 2000

Müller-Christ, G. (2001): Nachhaltiges Ressourcenmanagement – Eine wirtschaftsökologische Fundierung, Marburg, 2001

Müller-Stewens, G. (1991): Personalwirtschaftliche und organisationstheoretische Problemfelder bei Mergers & Acquisitions, in: Ackermann, K.-F./Scholz, H. (Hrsg.), Personalmanagement für die 90er Jahre, Stuttgart, 1991, S. 157 - 171

Müller-Stewens, G./Lechner, C. (2005): Strategisches Management – Wie strategische Initiativen zum Wandel führen, 3. Aufl., Stuttgart, 2005

Müller-Stewens, G./Spickers, J./Deiss, C. (1999): Mergers & Acquisitions – Markttendenzen und Beraterprofile, Stuttgart, 1999

Mussweiler, T./Englich, B./Strack, F. (2004): Anchoring effect, in: Pohl, R. F. (Hrsg.), Cognitive Illusions – A handbook on fallacies and biases, judgment, and memory, London, 2004, S. 183 - 200

Nisbett, R. E./Zukier, H./Lemley, R. E. (1981): The dilution effect – Nondiagnostic information weakens the implications of diagnostic information, in: Cognitive Psychology, 1981, issue 2, S. 248 - 277

Nitzsch, R. v. (2002): Entscheidungslehre – Wie Menschen entscheiden und wie sie entscheiden sollten, Stuttgart, 2002

Nitzsch, R. v./Friedrich, C. (1999): Entscheidungen in Finanzmärkten – Psychologische Grundlagen, Aachen, 1999

Nolte, H./Bergmann, R. (1998): Ein Grundmodell des ressourcenorientierten Ansatzes der Unternehmensführung, in: Nolte, H. (Hrsg.), Aspekte ressourcenorientierter Unternehmensführung, München, Mering, 1998, S. 1 - 27

Nonaka, I./Takeuchi, H. (1995): The knowledge-creating company - how Japanese companies create the dynamics of innovation, New York, 1995

North, K. (1998): *Wissensorientierte Unternehmensführung*, Wiesbaden, 1998

Nöth, M./Weber, M. (2006): Behavioral Finance, in: *Wirtschafts-Lexikon – Das Wissen der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart, 2006, S. 672 - 678

Novaes, W./Zingales, L. (1995): *Capital Structure Choice when Managers are in Control – Entrenchment versus Efficiency*, Working Paper No. 5384, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1995

Oberlechner, T. (2003): Finanzmärkte als psychologische und soziale Organisationen, in: *Wirtschaftspsychologie*, 2003, Heft 4, S. 64 - 73

Oehler, A. (1995): *Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger – Theoretischer Ansatz und empirische Analysen*, Stuttgart, 1995

Oehler, A. (2000): Behavioral Finance: Mode oder mehr?, in: *Die Bank*, 2000, Heft 10, S. 718 – 724

o.V. (1987): Managementfehler sind in den meisten Fällen letzte Ursache der Unternehmenszusammenbrüche, in: *Handelsblatt* vom 29.12.1987, Nr. 249, S. 10

Oleownik, S./Bußmann, M. (2002): Akquisitionsstrategien börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: *Mergers and Acquisitions Review*, 2002, Heft 5, S. 244 - 248

Oliver, C. (1997): Sustainable Competitive Advantage: Combining institutional and resource-based views, in *Strategic Management Journal*, 1997, issue 9, S. 697 - 713

Ordelheide, D. (1993): Institutionelle Theorie der Unternehmung, in: Wittmann, W. et al.(Hrsg.), *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 5. Aufl., Stuttgart, 1993, Sp. 1838 - 1855

Oskamp, S. (1982): Overconfidence in case-study judgments, in: Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (Hrsg.), Judgment Under Uncertainty – Heuristics and biases, New York, 1982, S. 287 - 293

Ott, J. (1990): Akquisition und Integration mittelständischer Unternehmungen, Bamberg, 1990

Owen, G./Harrison, T. (1995): Why ICI choose to damage, in: Harvard Business Review, 1995, issue march/april, S. 133 - 142

Patterson, W. C. (1993): First-Mover-Advantage – The opportunity curve, in: Journal of Management Studies, 1993, issue 5, S. 759 - 777

Pelzmann, L. (2006): Wirtschaftspsychologie – Behavioral Economics, Behavioral Finance, Arbeitswelt, 4. Aufl., Wien, New York, 2000

Penrose, E. T. (1959): The theory of the growth of the firm, Oxford, 1959

Perridon, L./Steiner, M. (2003): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 12. Aufl., München, 2003

Picot, A. (1991): Ökonomische Theorien der Organisation – Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential, in: Ordelt, D./Rudolph, B./Büßelmann, E. (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie, Stuttgart, 1991, S. 143 – 170

Picot, A./Reichwald, R./Wigand, R. T. (2001): Die grenzenlose Unternehmung – Information, Organisation und Management, 4. Aufl., Wiesbaden, 2001

Picot, A./Dietl, H. M./Franck, E. (2005): Organisation – Eine ökonomische Perspektive, 4. Aufl., Stuttgart, 2005

Pinner, W. (1997): Die verrückte Börse, 2. Aufl., Düsseldorf, München, 1997

Plous, S. (1993) : The Psychology of judgment and decision making, New York u. a., 1993

Pohl, R. F. (2004): Cognitive illusions: A handbook on fallacies and biases in thinking, judgment, and memory, Hove, 2004

Polanyi, M. (1985): Implizites Wissen, Frankfurt/Main, 1985

Porter, M. E. (1987): From competitive advantage to corporate strategy, in: Harvard Business Review, 1987, issue 3, S. 43 - 59

Porter, M. E. (1991): Towards a dynamic theory of strategy, in: Strategic Management Journal, 1991, special issue, S. 95 - 117

Porter, M. E. (1996): Wettbewerbsvorteile – Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 4. Aufl., Frankfurt/Main, New York, 1996

Porter, M. E. (1999): Wettbewerbsstrategie – Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 10. Aufl., Frankfurt/Main, New York, 1999

Porter, M. E. (2000): Wettbewerbsvorteile – Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 6. Aufl., Frankfurt/Main, New York, 2000

Post, J. E. et al.(2002): Business and Society, 8. Aufl., New York, St. Louis, San Francisco, 2002

Poterba, J. M./Summers, L. H. (1988): Mean Reverse in stock Prices – Evidence and Implications, in: Journal of Financial Economics, issue 1, S. 27 - 59

Pousttchi, P./Herrmann, A. (2001): Kompetenzorientiertes strategisches Management, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 2001, Heft 6, S. 309 - 314

Powell, W. W. (1991): Expanding the scope of institutional analysis, in: Powell, W. W./DiMaggio, P. J. (Hrsg.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, 1991, S. 183 - 203

Prahalad, C. K./Hamel, G. (1990): The Core Competence of the Corporation, in *Harvard Business Review*, 1990, issue 3, S. 79 - 91

Rabin, M. (1998): Psychology and Economics, in: *Journal of Economic Literature*, 1998, issue 1, S. 11 - 46

Rabin, M. (2002): A Perspective on Psychology and Economics, in: *European Economic Review*, 2002, issue 4 – 5, S. 657 - 685

Rasche, C. (1994): *Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenzen – ein ressourcenorientierter Ansatz*, Wiesbaden, 1994

Rasche, C./Wolfrum, B. (1994): Ressourcenorientierte Unternehmensführung, in: *Die Betriebswirtschaft*, 1994, Heft 4, S. 501 - 517

Rasmussen, J. (1986): *Information processing in human-machine interaction – An approach to cognitive engineering*, Amsterdam, 1986

Rechsteiner, U. (1995): *Desinvestitionen zur Unternehmenswertsteigerung*, St. Gallen, 1995

Reitz, M. (1996): *Optimale Allokation von Entscheidungsrechten – Eine institutionenökonomische Analyse*, Wiesbaden, 1996

Richter, R./Furubotn, E. G. (2003): *Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung*, 3. Aufl., Tübingen, 2003

Rödter, T./Hötzel, O./Mueller-Thuns, T. (2003): *Unternehmenskauf Unternehmensverkauf – Zivil- und steuerrechtliche Gestaltungspraxis*, München, 2003

Roll, R. (1986): The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: *Journal of Business*, 1986, issue 2, S. 197 – 216

Ross, S. A. (1973): The Economic Theory of Agency – The Principal's Problem, in: *American Economic Association*, 1973, Heft 2, S. 134 - 139

Rühli, E. (1994): Die Resource-based View of Strategy – Ein Impuls für einen Wandel im unternehmenspolitischen Denken und Handeln?, in: *Gomez, P. et al.*(Hrsg.), *Unternehmerischer Wandel – Konzepte zur organisatorischen Erneuerung*, Knut Bleicher zum 65. Geburtstag, Wiesbaden, 1994, 31 - 57

Rumelt, R. (1984): Towards a strategic theory of the firm, in: *Lamb, R.* (Hrsg.), *Competitive strategic management*, Englewood Cliffs, 1984, S. 556 – 570

Sachdev, J. C. (1976): Disinvestment – A Corporate Failure or a strategic success, in: *Intern. Studies of Management and Organization*, 1976, S. 112 - 130

Salecker, J. (1995): *Der Kommunikationsauftrag von Unternehmen bei Mergers & Acquisitions – Problemdimensionen und Gestaltungsoptionen der Kommunikation bei Unternehmensübernahmen*, Bern, 1995

Schäfer, S.-I./Vater, H. (2002): Behavioral Finance: Eine Einführung, in: *Finanz Betrieb*, 2002, Heft 12, S. 739 - 748

Schallenberg, D. (1995): *Akquisitionen und Kooperationen*, Köln, 1995

Schaub, H. (1990): Die Situationsspezifität des Problemlöseverhaltens, in: *Zeitschrift für Psychologie*, 1990, S. 83 - 96

Scheiter, D. (1989): *Die Integration akquirierter Unternehmungen*, St. Gallen, 1989

Schimmelpfeng-Marktforschung (1977): Ergebnisse der Befragung von Konkursverwaltern über Konkursursachen, in: *Schimmelpfeng GmbH* (Hrsg.), *Aktuelle Beiträge über Insolvenzen*, 2. Aufl., Frankfurt/Main, 1977, S. 79 – 86

Schmidt, Karsten (2002): Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Köln u.a., 2002

Schreyögg, G. (1999): Organisation - Grundlagen moderner Organisationsgestaltung, 3. Aufl., Wiesbaden, 1999

Schultze, G. (1998): Der spin-off als Konzernspaltungsform, Frankfurt/Main, 1998

Schulz-Hardt, S./Frey, D./Lüthgens, C. (1996): Sorglosigkeit und Risikoakzeptanz, in: Wenninger, G./Graf Hoyos, C. (Hrsg.), Arbeits-, Gesundheits- und Umweltschutz, Heidelberg, 1996, S. 468 - 479

Seligmann, M. E. P. (1975): Helplessness – On depression, development, and death, San Francisco, 1975

Selznick, P. (1957): Leadership in administration – A sociological interpretation, New York, 1957

Sautner, Z./Weber, M. (2006): How do Managers Behave in Stock Option Plans? – Evidence from Exercise and Survey Data, Working Paper, University of Amsterdam, 2006

Shefrin, H. (2007): Behavioral corporate finance – Decisions that create value, Boston, 2007

Shoemaker, P. J. H. (1990): Strategy, Complexity and Economic Rent, in: Management Science, 1990, issue 10, S. 1178 - 1192

Simon, H. A. (1955): A Behavioral Model of Rational Choice, in: Quarterly Journal of Economics, 1955, issue 1, S. 99 - 118

Simon, H. A. (1979a): Information Processing Models of Cognition, in: Annual Review of Psychology, 1979, S. 363 - 396

Simon, H. A. (1979b): Rational Decision Making in Business Organization, in: American Economic Review, 1979, issue 4, S. 493 - 513

Simon, H. A. (1986): Rationality in Psychology and Economics, in: Journal of Business, 1986, issue 4, part 2, S. 209 - 224

Simon, H. A. (1993): Homo rationalis: Die Vernunft im menschlichen Leben, Frankfurt, New York, 1993

Steele, C. M./Liu, T. J. (1981): Making the dissonance act unreflective of the self – Dissonance avoidance and the expectancy of a value-affirming response, Personality and Social Psychology Bulletin, issue 3, S. 393 – 397

Steele, C. M./Liu, T. J. (1983): Dissonance processes as self-affirmation, Journal of Personality and Social Psychology, issue 1, S. 5 - 19

Steen, E. van den (2004): Rational Overoptimism (and Other Biases), in: The American Economic Review, 2004, issue 4, S. 1141 - 1151

Stienemann, M. (2003): Wertsteigerung durch Desinvestitionen, Göttingen, 2003

Stoecker, F. W. (2004): Besonderheiten der Verkäufer-Due Diligence bei M&A-Transaktionen, in: Finanz Betrieb, 2004, Heft 10, S. 674 - 681

Strack, F. (1998): Urteilsheuristiken, in: Frey, D./Irle, M. (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie, Bd. 3, Bern, 1998, S. 239 - 268

Strack, F./Deutsch, R. (2002): Urteilsheuristiken, in: Frey, D./Irle, M. (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie, 2. Aufl., Bern, S. 352 - 384

Svenson, O. (1990): Some propositions for the classification of decision situations, in: Borcharding, K./Larichev, O. I./Messick, D. M. (Hrsg.), Contemporary issues in decision making, Amsterdam, 1990, S. 17 - 32

Teece, D./Pisano, G./Shuen, A. (1997): Dynamic capabilities and strategic management, in: *Strategic Management Journal*, 1997, issue 7, S. 509 - 533

Teigen, K. H. (1994): Variants of subjective probabilities – Concepts, norms, and biases, in: *Wright, G./Ayton, P.* (Hrsg.), *Subjective probability*, Chichester, 1994, S. 211 - 238

Tetlock, P. E. (1983): Accountability and Complexity of Thought, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 1983, issue 1, S. 74 - 83

Tetlock, P. E. (1992): The Impact of Accountability on Judgment and Choice – Toward a Social Contingency Model, in: *Zanna, M. P.* (Hrsg.), *Advances in Experimental Social Psychology*, San Diego u. a., 1992, S. 331 – 376

Tetlock, P. E./Boettger, R. (1989): Accountability: A Social Magnifier of the Dilution Effect, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 1989, issue 3, S. 388 - 398

Tetlock, P. E./Skitka, L./Boettger, R. (1989): Social and Cognitive Strategies for Coping With Accountability: Conformity, Complexity, and Bolstering, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 1989, issue 4, S. 632 - 640

Thaler, R. H. (1994): The Psychology of Choice and the Assumptions of Economics, in: *Thaler, R. H.* (Hrsg.), *Quasi Rational Economics*, New York, 1994, S. 137 - 166

Thaler, R. H./Johnson, E. (1990): Gambling with the House Money and Trying to Break Even – The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, in: *Management Science*, 1990, issue 6, S. 643 - 660

Thiele, M. (1997): *Kernkompetenzorientierte Unternehmensstrukturen*, Wiesbaden, 1997

Thießen, F. (1993): Das Paradoxon von Maurice Allais – Zeigt es die Notwendigkeit einer zu erneuernden Verhaltenstheorie?, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*, 1993, Heft 2, S. 157 - 174

Thissen, S. (2000): Strategisches Desinvestitionsmanagement - Entwicklung eines Instrumentariums zur Bewegung ausgewählter Desinvestitionsformen, Frankfurt/Main u.a., 1999

Tversky, A./Fox, C. R. (1995): Weighing risk and uncertainty, in: *Psychological Review*, 1995, S. 269 - 283

Tversky, A./Kahneman, D. (1974): Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: *Science*, 1974, S. 1124 - 1131

Tversky, A./Kahneman, D. (1982a): Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases, in: *Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A.* (Hrsg.), *Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases*, London u. a., 1982, S. 3 - 22

Tversky, A./Kahneman, D. (1982b): Judgments of and by Representativeness, in: *Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A.* (Hrsg.), *Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases*, London u. a., 1982, S. 84 - 96

Tversky, A./Kahneman, D. (1983): Extensional Versus Intuitive Reasoning – The Conjunction Fallacy in Probability Judgment, in: *Psychological Review*, 1983, S. 293 - 315

Unser, M. (1999): Behavioral Finance am Aktienmarkt – empirische Analysen zum Risikoverhalten individueller Anleger, Bamberg, 1998

Weber, M./Keppe, H.-J./Meyer-Delius, G. (2000): The impact of endowment framing on market prices – An experimental analysis, in: *Journal of Economic Behavior and Organization*, 2000, S. 159 - 176

Weihe, R. (2003): Interessenkonflikte zwischen Unternehmensverkäufer und Management – Eine Analyse der Mergers & Acquisitions-Beratung, Wiesbaden, 2003

Weihe, R./Elschen, R. (2004): Interessenkonflikte im Mergers & Acquisitions-Prozess, in: *Finanzbetrieb*, 2004, Nr. 9, S. 602-608

Weiher, G. (1996): Das situative Desinvestitionsmodell – Entwicklung eines Instrumentariums zur Entflechtung diversifizierter Unternehmen, St. Gallen, 1996

Weiler, J. (2003): Einsatz der Vendor Due Diligence beim Unternehmensverkauf, in: *Going Public*, 2003, Heft 4, S. 40 - 42

Weiser, F. M. (2003): Vendor Due Diligence: Ein Instrument zur Verbesserung der Verhandlungsposition des Verkäufers im Rahmen von Unternehmenstransaktionen, in: *Finanz Betrieb*, 2003, Heft 10, S. 593 - 601

Weiss, K. (1998): “Corporate-Level Strategy“ – Wertschöpfung im Konzern durch “Parenting Advantage“, Wien, 1998

Welge, M. K./ Al-Laham, A. (2001): Strategisches Management – Grundlagen - Prozess - Implementierung, 3. Aufl., Wiesbaden, 2001

Welge, M. K./ Al-Laham, A. (2008): Strategisches Management – Grundlagen - Prozess - Implementierung, 5. Aufl., Wiesbaden, 2008

Wenger, E./Terberger, E. (1988): Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 1988, Heft 10, S. 506 - 514

Williamson, O. E. (1990): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus – Unternehmen, Märkte, Kooperationen, Tübingen, 1990

Williamson, O. E. (1996): Transaktionskostenökonomik, 2. Aufl., Hamburg, 1996

Wirtz, B. W. (2003): Mergers & Acquisitions Management – Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, Wiesbaden, 2003

Wiswede, G. (2004): Sozialpsychologie-Lexikon, München, Wien, 2004

Wiswede, G. (2007): Einführung in die Wirtschaftspsychologie, 4. Aufl., Stuttgart, 2007

Wolf, J. (2005): Organisation, Management, Unternehmensführung – Theorie und Kritik, 2. Aufl., Wiesbaden, 2005

Wolff, B. (1995): Organisation durch Verträge – Koordination und Motivation im Unternehmen, Wiesbaden, 1995

Wright, G. N./Phillips, L. D. (1984): Decision Making – Cognitive Style or Task Specific Behaviour?, in: Bonarius, H./Heck, G. v./Smid, N. (Hrsg.), Personality Psychology in Europe – Theoretical and Empirical Developments, Lisse, 1984

Yao, D. A. (1988): Beyond the Research of the invisible Hand – Impediments to Economic Activity, Market Failures and Profitability, in: Strategic Management Journal, 1988, issue 1, S. 59 - 70

Zantow, R. (2007): Finanzwirtschaft der Unternehmung – Die Grundlagen des modernen Finanzmanagements, 2. Aufl., München u. a., 2007

Zayer, E. (2006): Verzögerte Projektabbrüche in der F&E – eine verhaltensorientierte Analyse, Vallendar, 2006

Zayer, E./Hirsch, B. (2006): Fehlentscheidungen bei Investitionsprojekten – Fehlerquellen und Gegenmaßnahmen, in: Controlling, 2006, Heft 12, S. 647 - 657

Zwahlen, B. (1994): Motive und Gefahrenpotentiale bei einer Unternehmensakquisition – Eine erfolgreiche Akquisition- und Integrationsstrategie einer multinationalen Unternehmung am Fallbeispiel “Nestlé-Rowntree“, Zürich, 1994

Internet-Quellen

Cassar, G./Friedman, H. (2007): Does Overconfidence Affect Entrepreneurial Investment?, The Wharton School University of Pennsylvania, 2007, http://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1041&context=wharton_research_scholars, abgerufen: 25.06.2008, 16:62 Uhr

Fairchild, R. (2007): Managerial Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance, Working Paper Series 2007.11, School of Management, University of Bath, 2007, www.bath.ac.uk/management/research/pdf2007-11.pdf, abgerufen: 25.06.2008, 17:21 Uhr

Gervais, S./Heaton, J. B./Odean, T. (2005): Overconfidence, Investment Policy, and Manager Welfare, Working paper, abgerufen: http://www.rhsmith.umd.edu/finance/pdfs_docs/seminarfall05/Gervais.pdf, 25.03.2008, 14:33 Uhr

Koch, Christopher (2004): Behavioral Economics und das Entscheidungsverhalten des Wirtschaftsprüfers – Ein Forschungsüberblick, SonderForschungsbereich 504, Universität Mannheim, <http://www.sfb504.uni-mannheim.de/publications/dp04-36.pdf>, abgerufen: 25.06.2008, 15:12 Uhr

Moore, D. et al. (k.A.): Auditor Independence, Conflict of Interest, and the Unconscious Intrusion of Bias, Harvard Working Paper, <http://papers.ssrn.com/abstract=324261>, abgerufen: 25.03.2008, 12:17 Uhr

Sewell, M. (2007): Behavioural Finance, Department of Computer Science, University College London, 2007, <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>, abgerufen: 25.06.2008, 16:07 Uhr

Rechtsquellen

Aktiengesetz (AktG)/GmbH-Gesetz (GmbHG) – UmwandlungsG, WpüG, SpruchG, 40. Aufl., München, 2007

Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2765), zuletzt geändert durch Artikel 2 des Gesetzes vom 12. August 2008 (BGBl. I S. 1672)

IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), Stand 18.10.2005, 17. Erg.-Lfg., Februar 2006