

Entrepreneurial and Financial Studies

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

Prof. Dr. Christoph Kaserer

**Ann-Kristin Achleitner**  
**Simon Wahl**

**Corporate Restructuring  
in Deutschland**

Verlag Wissenschaft & Praxis



# Corporate Restructuring in Deutschland

*Gefördert durch die Fritz Thyssen Stiftung*

# Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Band 2

Ann-Kristin Achleitner  
Simon Wahl

# Corporate Restructuring in Deutschland

Eine Analyse der Möglichkeiten und Grenzen der Übertragbarkeit  
US-amerikanischer Konzepte wertsteigernder  
Unternehmensrestrukturierungen auf Deutschland

Verlag Wissenschaft & Praxis



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

ISBN 3-89673-191-2

© Verlag Wissenschaft & Praxis  
Dr. Brauner GmbH 2003  
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6  
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

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

Printed in Germany

## Vorwort

Lange Zeit war das Geschehen an den internationalen Kapitalmärkten geprägt von aufmerksamkeitsregenden Mergers & Acquisitions-Transaktionen. In der Großzahl der Fälle waren die Ziele von expansiven Verschmelzungen und Übernahmen von Unternehmen die Realisierung operativer und finanzieller Synergieeffekte. Durch eine Diversifikation in neue Geschäftsfelder sollte das Unternehmensrisiko gesenkt und neue Märkte erschlossen werden. Es herrschte der Konsens vor, dass Unternehmen durch eine expansive Diversifikationsstrategie zusätzlichen Shareholder Value schaffen können. Das Ergebnis einer solchen Strategie waren unüberschaubar große Unternehmen mit einer konglomeraten Struktur.

Auch wenn die Anzahl von Mergers & Acquisitions in der Vergangenheit immer zyklischen Schwankungen unterlag, sollte es bis in die achtziger Jahre dauern, bis sich in den USA die Erkenntnis durchsetzte, dass die Größe eines Unternehmens an sich keinen Wert darstellt. Zudem zeigte sich, dass die konglomeraten Unternehmen selten in der Lage waren, sich verändernden Umweltbedingungen anzupassen. Angesichts eines dynamischen, globalisierenden ökonomischen Umfelds bedeutete das gleichzeitige Engagement von Unternehmen in verschiedenen, unverbundenen Geschäftsfeldern nun einen strategischen Nachteil. Zeitlich verzögert zeigte sich dieses Umdenken in den neunziger Jahren auch in Europa. Insbesondere die stark diversifizierte deutschen Industriekonglomerate mussten erkennen, dass ihre damalige Unternehmensstruktur den gegenwärtigen Anforderungen nicht genügte. Anstatt zu einer Unternehmenswertsteigerung beizutragen, führten konglomerate Strukturen häufig zu einer Erhöhung des unternehmerischen Risikos und zu einer Vernichtung von Shareholder Value.

Unternehmen in den USA reagierten im Interesse ihrer Anteilseigner umgehend auf das veränderte Unternehmensumfeld und besannen sich auf ihre Kernkompetenzen zurück. Strategisch unbedeutende Unternehmensrandbereiche wurden veräußert oder liquidiert, Tochterunternehmen verselbstständigt und im Rahmen von Neuemissionen an der Börse eingeführt. Durch eine aktive, fokussierende Portfoliooptimierungsstrategie wurden neue Unternehmensstrukturen geschaffen, die von den internationalen Kapitalmärkten honoriert wurden und sich in einer überdurchschnittlich positiven Entwicklung der Aktienkurse dieser Unternehmen widerspiegeln.

Angesichts eines globalisierten Wettbewerbsumfelds können sich Unternehmen außerhalb der USA dieser Entwicklung gegenwärtig nicht verschließen und müssen ebenfalls ihre Unternehmensstrukturen modifizieren. Dabei stellt sich die Frage, ob die in den USA zur Anwendung kommenden Instrumente des Corporate Restructuring auch in Deutschland einsetzbar sind bzw. ob sich die Ergebnisse von Corporate-Restructuring-Maßnahmen der USA in Deutschland replizieren lassen. Hier setzt die vorliegende Arbeit an und widmet sich der Frage, ob das sozio-kulturelle und das marktliche und insbesondere das politisch-rechtliche

## II

Umfeld in Deutschland den Einsatz der gleichen Restrukturierungsinstrumente wie in den USA zulässt, oder ob Anpassungen der Instrumente an nationale Anforderungen notwendig sind, um zusätzliches Wertpotenzial in deutschen Unternehmen zu erschließen. Aufgrund zahlreicher stark diversifizierter Konglomerate mit Kreuzbeteiligungen sowie einer durch die Unternehmenssteuerreform 2001 international unvergleichbaren Situation sollen Unternehmen die Möglichkeiten, aber auch die Grenzen des Corporate Restructuring in Deutschland aufgezeigt werden.

Für die großzügige Unterstützung der Untersuchung richtet sich unser größter Dank, nicht zuletzt für die Ermöglichung eines Forschungsaufenthalts in den USA, zunächst an die Fritz Thyssen Stiftung.

Ebenfalls großer Dank gebührt unseren Partnern aus Wissenschaft und Praxis in den USA wie in Deutschland, die uns für ein persönliches Gespräch zur Verfügung standen. Hervorzuheben sind Herr Prof. Kenneth Froewiss und Herr Prof. David Yermack (beide New York University), Frau Prof. Karin S. Thorburn (Dartmouth College) und Herr Prof. Thomas Piper (Harvard University). Größter Dank gilt jedoch Herrn Prof. Stuart Gilson (Harvard University), dessen persönliche Unterstützung nicht nur im Rahmen der vorliegenden Untersuchung, sondern auch bei der gleichzeitigen Konzeption einer deutschlandweit einzigartigen Lehrveranstaltung „Corporate Restructuring“ an der Technischen Universität München, äußerst hilfreich und wertvoll war.

Für wertvolle inhaltliche Beiträge, kritische Anregungen und gewissenhaftes Korrekturlesen danken wir Frau Dipl.-Kffr. Eva Nathusius, wissenschaftliche Mitarbeiterin am DtA-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München, sowie Herrn PD Dr. Alexander Bassen, Privatdozent am selbigen Lehrstuhl, und Herrn Dr. Ronald Engel, damals wissenschaftlicher Mitarbeiter am Stiftungslehrstuhl für Bank- und Finanzmanagement an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL. Dank gilt auch Herrn Dr. Michel Charifzadeh, damals wissenschaftlicher Mitarbeiter am Stiftungslehrstuhl für Bank- und Finanzmanagement an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL, für die Erstellung des primären Untersuchungskonzepts.

Ann-Kristin Achleitner

Simon Wahl

München im März 2003

## Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....	VII
TABELLENVERZEICHNIS .....	VIII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	IX
<b>1 EINLEITUNG .....</b>	<b>1</b>
<b>2 HINTERGRUND DES CORPORATE RESTRUCTURING .....</b>	<b>7</b>
2.1 Ökonomische Einordnung von Corporate-Restructuring-Überlegungen ..	7
2.2 Systematisierung von Corporate-Restructuring-Maßnahmen .....	8
<b>3 US-AMERIKANISCHE INSTRUMENTE DES CORPORATE RESTRUCTURING .....</b>	<b>14</b>
3.1 Systematisierung der Restrukturierungsinstrumente .....	14
3.2 Unternehmensverkäufe und Unternehmensteilverkäufe (Sell-offs) .....	17
3.3 Unternehmensumwandlungen .....	22
3.3.1 <i>Equity Carve-outs</i> .....	22
3.3.2 <i>Joint Ventures</i> .....	25
3.3.3 <i>Spin-offs</i> .....	28
3.3.4 <i>Split-offs</i> .....	30
3.3.5 <i>Split-ups</i> .....	32
3.3.6 <i>Tracking Stock</i> .....	35
3.3.7 <i>Weitere Instrumente des Corporate Restructuring</i> .....	43
3.3.8 <i>Kombination von Instrumenten des Corporate Restructuring</i> ....	45
<b>4 MOTIVE DES CORPORATE RESTRUCTURING .....</b>	<b>47</b>
4.1 Systematisierung von Restrukturierungsmotiven .....	47
4.2 Unfreiwillige Restrukturierungen .....	49
4.2.1 <i>Staatliche Gewalt</i> .....	49
4.2.2 <i>Sonderfall: Kartellrechtliche Auflagen</i> .....	51
4.2.3 <i>Kurzfristige Abwehr feindlicher Übernahmen</i> .....	57
4.3 Freiwillige wertsteigernde Restrukturierungen .....	58



4.3.1	<i>Systematisierung wertsteigernder freiwilliger Restrukturierung</i> .....	58
4.3.2	<i>Basismotiv wertsteigernder Restrukturierungsmaßnahmen: Auflösung von Konglomeraten</i> .....	64
4.3.3	<i>Fall I: Proaktive, intrinsisch motivierte Restrukturierungen</i> .....	70
4.3.3.1	Abwendung notwendiger Investitionen .....	70
4.3.3.2	Schaffung einer Akquisitionswährung .....	71
4.3.3.3	Einführung variabler Vergütungssysteme .....	73
4.3.3.4	Komplexitätsreduktion .....	77
4.3.3.5	Höhepunkt des Produktlebenszyklus .....	77
4.3.4	<i>Fall II: Proaktive, extrinsisch motivierte Restrukturierungen</i> ....	78
4.3.4.1	Erzielung einer effizienten Kapitalmarktbewertung .....	78
4.3.4.2	Erschließung zusätzlicher Finanzierungsquellen .....	84
4.3.4.3	Kaufangebot und Realisation von Buchgewinnen .....	87
4.3.4.4	Langfristige Abwehr feindlicher Übernahmen .....	89
4.3.5	<i>Fall III: Reaktive, intrinsisch motivierte Restrukturierungen</i> ....	91
4.3.5.1	Auflösung von Dyssynergien .....	91
4.3.5.2	Strategische Neuausrichtung .....	94
4.3.5.3	Steigerung der Rentabilität .....	96
4.3.5.4	Steigerung des Gewinns .....	100
4.3.5.5	Beschaffung liquider Mittel .....	102
4.3.5.6	Portfoliobereinigung nach M&A-Transaktionen .....	105
4.3.5.7	Rückgängigmachung von Entscheidungen .....	106
4.3.5.8	Planung der Unternehmensnachfolge .....	108
4.3.5.9	Ende des Produktlebenszykluses .....	110
4.3.5.10	Abbau von Überkapazitäten .....	110
4.3.6	<i>Fall VI: Reaktive, extrinsisch motivierte Restrukturierungen</i> ...	111
4.3.6.1	Abwendung von Problemen .....	111
4.3.6.2	Steuerersparnisse .....	113
4.4	Zwischenfazit Restrukturierungsmotive .....	114
<b>5</b>	<b>UMFELDBEDINGUNGEN DES CORPORATE RESTRUCTURING</b> .....	<b>120</b>
5.1	Strategische Unternehmensführung und Corporate Restructuring .....	120
5.2	Sozio-kulturelle Umweltfaktoren .....	123
5.3	(Kapital-)Marktliche Umweltfaktoren .....	128
5.3.1	<i>Marktteilnehmer</i> .....	128
5.3.2	<i>Marktbeschaffenheit</i> .....	135

5.3.2.1	Corporate Governance.....	135
5.3.2.2	Markt für Unternehmenskontrolle.....	139
5.3.2.3	Blockholding und Pensionsfonds.....	142
5.3.2.4	Kapitalmarktkommunikation .....	147
5.4	Politisch-rechtliche Umweltfaktoren.....	150
5.4.1	<i>Gesellschafts- und vertragsrechtliches Umfeld</i> .....	150
5.4.1.1	Durchführung eines Sell-off oder Minority Sale .....	150
5.4.1.2	Durchführung einer Unternehmensumwandlung unter Verwendung des Umwandlungsgesetzes.....	152
5.4.1.2.1	Equity Carve-out (Ausgliederung) .....	157
5.4.1.2.2	Joint Venture.....	160
5.4.1.2.3	Spin-off (Abspaltung).....	161
5.4.1.2.4	Split-off.....	163
5.4.1.2.5	Split-up (Aufspaltung).....	165
5.4.1.3	Durchführung einer Unternehmensumwandlung außerhalb des Umwandlungsgesetzes .....	167
5.4.1.3.1	Equity Carve-out.....	167
5.4.1.3.2	Joint Venture.....	168
5.4.1.3.3	Spin-off.....	168
5.4.1.3.4	Split-off.....	170
5.4.1.3.5	Split-up.....	171
5.4.1.4	Möglichkeit einer Tracking-Stock-Emission in Deutschland.....	171
5.4.2	<i>Steuerrechtliches Umfeld</i> .....	176
5.4.2.1	Sell-off und Minority Sale.....	179
5.4.2.2	Equity Carve-out und Subsidiary IPO.....	185
5.4.2.3	Joint Venture .....	188
5.4.2.4	Spin-off, Split-off und Split-up .....	189
5.4.2.5	Tracking Stock .....	195
5.4.2.6	Steuerliche Konsequenzen für den Konzernverbund..	196
5.4.2.7	Bewertung der steuerrechtlichen Unterschiede zwischen den USA und Deutschland .....	197
5.4.3	<i>Bilanzrechtliches Umfeld</i> .....	199
5.4.4	<i>Kartellrecht</i> .....	204
5.4.5	<i>Mitbestimmungsrecht</i> .....	205
5.4.5.1	Sell-off.....	209
5.4.5.2	Equity Carve-out .....	210

5.4.5.3	Joint Venture .....	212
5.4.5.4	Spin-off, Split-off und Split-up .....	212
5.4.5.5	Tracking Stock .....	212
5.4.6	<i>Aktien- und Börsenrecht</i> .....	213
<b>6</b>	<b>ZUSAMMENFASSEND E BETRACHTUNG UND AUSBLICK</b> .....	<b>220</b>
	<b>VERZEICHNIS DER GESPRÄCHSPARTNER</b> .....	<b>229</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS</b> .....	<b>230</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1:	Bereiche des Corporate Restructuring.....	10
Abbildung 3-1:	Systematisierung der Instrumente des Corporate Restructuring.	16
Abbildung 3-2:	Verkauf eines bestehenden Tochterunternehmens.....	19
Abbildung 3-3:	Equity Carve-out einer bestehenden Tochtergesellschaft.....	25
Abbildung 3-4:	Schaffung eines Equity Joint Venture durch zwei Unternehmen.....	27
Abbildung 3-5:	Spin-off eines bestehenden Tochterunternehmens.....	30
Abbildung 3-6:	Split-off eines bestehenden Tochterunternehmens.....	32
Abbildung 3-7:	Split-up eines Konzerns mit zwei bestehenden Tochtergesellschaften.....	35
Abbildung 3-8:	Tracking-Stock-Emission (Tracking Stock Carve-out) eines Unternehmens mit zwei Geschäftsbereichen.....	37
Abbildung 4-1:	Systematisierung von Maßnahmen des Corporate Restructuring.....	48
Abbildung 4-2:	Systematisierung wertsteigernder freiwilliger Restrukturierungsmaßnahmen.....	63
Abbildung 5-1:	Betrachtete Bereiche der Umfeldanalyse.....	122
Abbildung 5-2:	Strategischer Investor vs. Finanzinvestor.....	132
Abbildung 5-3:	Einflussgrößen auf den Entscheidungswert von Investoren.....	133
Abbildung 5-4:	Phasen der Spaltung und wesentliche Phaseninhalte im deutschen Recht.....	156
Abbildung 5-5:	Ausgewählte grundsätzliche steuerliche Überlegungen bei Restrukturierungen.....	177
Abbildung 5-6:	Möglichkeiten der Steuerfreiheit von Restrukturierungsmaßnahmen.....	198

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 3-1: Wesentliche Probleme und Lösungsansätze der Rechnungslegung bei Tracking Stocks .....	41
Tabelle 4-1: Häufigkeit verschiedener Restrukturierungsmotive in der Vergangenheit.....	116
Tabelle 4-2: Geeignetheit verschiedener Restrukturierungsinstrumente bei verschiedenen Restrukturierungsmotiven.....	118
Tabelle 5-1: Besteuerung von Veräußerungserlösen nach dem Körperschaftsteuergesetz .....	183

## Abkürzungsverzeichnis

Abk.	Abkürzung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BetrVerfG	Betriebsverfassungsgesetz
BGH	Bundesgerichtshof
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
ca.	circa
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
Diss.	Dissertation
EBO	Employee Buy-out
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
f.	folgende (Seite)
FASB	Financial Accounting Standards Board
ff.	fortfolgende (Seiten)
FKVO	Fusionskontroll-Verordnung (Verordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen)
Fn.	Fußnote
FTC	Federal Trade Commission
GCCG	German Code of Corporate Governance
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GwStG	Gewerbesteuergesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
i.e.S.	im engeren Sinne

# X

i.w.S.	im weiteren Sinne
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ILBO	Interner Leveraged Buy-out
IRC	Internal Revenue Code
IPO	Initial Public Offering
Jg.	Jahrgang
Kap.	Kapitel
KoR	Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LBO	Leveraged Buy-Out
M&A	Mergers & Acquisitions
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
NBER	National Bureau of Economic Research
Par.	Paragraph
PwC	Price Waterhouse Coopers
resp.	respektive
Rz.	Randziffer
S.	Seite (bei Gesetzesangaben: Satz)
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
SMAX	Small Cap Exchange
TIMES	Telekommunikation, Informationstechnologie, Multimedia, Entertainment, Sicherheitsdienstleistungen
TUFS	Tracked Unit Financial Statement
u.a.	und andere, unter anderem, unter anderen
u.a.O.	und andere Orte
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
Univ. Diss.	Universitäts-Dissertation
US-GAAP	US-Generally Accepted Accounting Principles
Vgl./vgl.	Vergleiche/vergleiche
Vol.	Volume
vs.	versus
WiB	Wirtschaftliche Beratung
WISU	Das Wirtschaftsstudium

WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfBf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis





## 1 Einleitung

Lange Zeit wurde ein hoher Diversifikationsgrad<sup>1</sup> von Unternehmen als ein geeignetes Mittel gesehen, Skalenerträge und Verbundvorteile zu realisieren und dadurch den Unternehmenswert langfristig zu steigern.<sup>2</sup> Insbesondere Anfang und Mitte der sechziger Jahre führten zahlreiche Mergers & Acquisitions (M&A)-Transaktionen in den USA zu einer weiteren Erhöhung der ohnehin schon hohen Diversifikation US-amerikanischer Unternehmen in verbundene Geschäftsbereiche, hervorgerufen durch horizontale und vertikale Akquisitionen vorangegangener Merger-Wellen.<sup>3</sup> Neben horizontalen und vertikalen Integrationsbestrebungen führten insbesondere die lateralen Akquisitionen von Unternehmen zur Entstehung industrieller Konglomerate, die große Teile ihres Umsatzes in verschiedenen Geschäftsfeldern generierten. Größe an sich wurde als Wert gesehen, den es zu erstreben galt.

Bereits Ende der sechziger Jahre wurde jedoch deutlich, dass die diversifizierten Unternehmen die an die lateralen Expansionen hoch gesteckten Erwartungen nicht erfüllen konnten. Es sollte jedoch noch zwanzig Jahre dauern, bis die Vision dieser wertsteigernden „Superconglomerates“ endgültig in Frage gestellt wurde und sich die Erkenntnis durchsetzte, dass die Strategie und Struktur dieser Unternehmen völlig unpassend für die damaligen Bedingungen auf den Produkt- und Kapitalmärkten war.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> *Diversifikation* bedeutet im weitesten Sinne den Eintritt eines Unternehmen in einen Markt, der außerhalb der angestammten industriellen Kategorie liegt, vgl. Weiher (1996), S. 201. Im Zusammenhang mit Corporate-Restructuring-Maßnahmen beschreibt Diversifikation den „Prozess der Expansion eines Unternehmens durch die Aufnahme bzw. das Hinzugewinnen von Eigentumsanteilen, deren Renditen nicht vollständig mit den Renditen der im Unternehmen bereits vorhandenen Teile korreliert sind“, vgl. Charifzadeh (2002), S. 20.

<sup>2</sup> Vgl. Martin/Sayrak (2003), S. 40 ff.

<sup>3</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 147; Picot (1998), S. 8 ff.; Kleinert/Klodt (2002). Zum Begriff der *Mergers & Acquisitions*, vgl. Picot (2002), S. 19. Tatsächlich stellen Denis/Denis/Yost (2002) in einer Analyse von über 44.000 US-amerikanischen Unternehmen selbst zwischen 1984 und 1997 erneut eine Zunahme der Diversifikation fest.

<sup>4</sup> Vgl. Donaldson (1994), S. 4 f., welcher die Corporate-Restructuring-Aktivität Ende der achtziger Jahre in den USA als unmittelbare Antwort auf die „Decade of Confrontation“ zu Beginn der achtziger Jahre sieht, die durch Inkompetenz, Ineffizienz, Gleichgültigkeit, Verschwendung und Egozentrik des Managements geprägt gewesen sei. Für einen umfassenden Rückblick über die Ergebnisse der Diversifikationsforschung im Zusammenhang mit der Frage, ob Diversifikationsstrategien tatsächlich Wert schaffen oder vernichten, vgl. Martin/Sayrak (2003).

Die Ursachen eines Großteils der Corporate-Restructuring-Transaktionen der achtziger und neunziger Jahre in den USA sind daher in den siebziger Jahren zu suchen (Diversifikationsbestrebungen), die Auslöser hingegen in den Achtzigern (veränderte Umweltbedingungen).<sup>5</sup> In zahlreichen Fällen waren die Akquisitionen zu teuer erkauf worden, als dass durch die Diversifikation in unverbundene Geschäftsbereiche Verbundvorteile realisiert werden konnten.

Die Ernüchterung über diese *Conglomerate Merger Period* führte dazu, dass in den folgenden Jahren mehr als die Hälfte aller Akquisitionen rückgängig gemacht wurden, Geschäftsfelder, die nicht zu den Kerngeschäftsfeldern eines Unternehmens gehörten, wieder veräußert wurden und der Diversifikationsgrad in vielen Unternehmen deutlich zurück geführt wurde.<sup>6</sup> Die Entwicklung in Europa und Deutschland verlief ähnlich der in den USA, wenn auch mit deutlicher zeitlicher Verzögerung.

Angesichts der an Bedeutung zunehmenden internationalen Kapitalmärkte und der Forderung institutioneller Investoren und Shareholdern nach einer konsequenten Ausrichtung der Unternehmensstrategie an der Steigerung des Shareholder Value wurde die bereits durch die Rücknahme der Diversifikation begonnene *Fokussierungsstrategie* der späten siebziger und frühen achtziger Jahre weitergeführt, und Ende der achtziger und Beginn der neunziger Jahre die auf die Stärkung der Kernkompetenzen ausgerichtete Unternehmensstrategie umgesetzt.<sup>7</sup>

Neben dem Verkauf von Unternehmensrandbereichen kamen und kommen hierbei zahlreiche weitere Instrumente zur Anwendung, die zu einer Veränderung der Eigentumsverhältnisse in Unternehmen führten und führen. Diese desinvestiven<sup>8</sup> Re-

---

<sup>5</sup> Vgl. Donaldson (1994), S. 9.

<sup>6</sup> Vgl. Gaughan (2002), S. 39; Johnson/Scholes (2002), S. 296; Scheiter/Rockenhäuser (2000).

<sup>7</sup> Vgl. hierzu u.a. Donaldson (1994), S. 12, welcher die *Corporate Agenda* der sechziger und siebziger Jahre durch die Interessen von Humankapitalinvestoren dominiert sieht, während in den achtziger Jahren die Interessen der Finanzinvestoren in den Vordergrund rückten. Die Tatsache, dass Denis/Denis/Yost (2002) selbst zwischen 1984-1997 für US-Unternehmen noch eine Zunahme des Diversifikationsgrads belegen und gleichzeitig, wie auch andere Autoren, einen generellen Wertabschlag am Kapitalmarkt für diversifizierte Unternehmen gegenüber fokussierten Unternehmen feststellen, deutet darauf hin, dass sich die Erkenntnis der Steigerung des Shareholder Value durch Fokussierung bei den Unternehmen noch nicht uneingeschränkt durchgesetzt hat.

<sup>8</sup> *Desinvestition* beschreibt im weitesten Sinne die Umkehrung einer Investition. In einer engeren Definition bedeuten Desinvestitionen das Herauslösen eines klar abgrenzbaren, aktiven Unternehmensteils, der sich im Mehrheitsbesitz befindet, aus dem Gesamtgefüge einer Gesellschaft, verbunden mit einer Reduktion des wirtschaftlichen Eigentumsanteils durch Verkauf oder ge-

strukturierungsinstrumente wie sie hier im Vordergrund stehen, werden unter dem Begriff des *Corporate Portfolio Restructuring* (kurz: Corporate Restructuring, deutsch: Unternehmensrestrukturierung) zusammengefasst.<sup>9</sup> Wird ein Unternehmen im neoinstitutionalistischen Kontext als ein Nexus vertraglicher Beziehungen zwischen zahlreichen verschiedenen Anspruchsgruppen (Stakeholder) gesehen, so steht Restrukturierung für eine Veränderung dieser Vertragsbeziehung: „Restructuring is about recontracting.“<sup>10</sup>

Während in den siebziger Jahren der Begriff der Unternehmensrestrukturierungen in erster Linie mit krisenbedingten Desinvestitionen, Sanierungen und Rationalisierungen in Verbindung gebracht wurde, hat sich die Einstellung eines Großteils der Stakeholder in den neunziger Jahren dahingehend gewandelt, dass ein aktives Portfoliomanagement nun als ein probates Mittel der strategischen Unternehmensführung gesehen wird. Im Zentrum dieser Strategie steht das Ziel, einen vorhandenen hohen Diversifikationsgrad zurückzuführen bzw. beim Aufbau oder der Akquisition neuer Geschäftsbereiche eine zunehmende Diversifikation zu vermeiden.<sup>11</sup> Die Meinung, dass Desinvestitionen als ein Zeugnis eines schlechten Management zu sehen sind, kann nicht aufrecht erhalten werden. Alleine von 1992 bis 1999 stieg das Volumen an Börsengängen von Tochtergesellschaften in Europa um den Faktor zwanzig,<sup>12</sup> was neben Konzentrationsbestrebungen der Muttergesellschaften vor allem auch auf das äußerst positive Börsenumfeld zurückzuführen war.

---

genleistungsfreie Abgabe von Eigentumstiteln an ein oder mehrere Unternehmen oder Investoren. Vgl. zur begrifflichen Definition von Desinvestitionen auch Rechsteiner (1995), S. 17; Löffler (2001), S. 5 f.

<sup>9</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 357; Charifzadeh (2002), S. 23 ff.; Gaughan (2002), S. 11 f.; Wahl (2003). Neben einer Veränderung des Beteiligungsportfolios eines Unternehmens wird Corporate Restructuring auch oft in Verbindung gebracht mit der Veränderung der Kapitalstruktur in Unternehmen (*Financial Restructuring* oder *Indirect Ownership Restructuring*) oder der Reorganisation (*Organizational Restructuring*). Vgl. hierzu näherungsweise Bowman/Singh (1993), S. 16; Bowman et al. (1999), S. 34 f. Die Begriffe Corporate Restructuring, Unternehmensrestrukturierung und Restrukturierung werden in der vorliegenden Arbeit synonym verwendet. Wesentlich ist die Tatsache, dass in diesem Zusammenhang Restrukturierung bzw. Unternehmensrestrukturierung primär nicht als Synonym für Sanierung oder Rationalisierung stehen.

<sup>10</sup> Vgl. Gilson (1998), S. 2. Zu dem neoinstitutionalistischen Unternehmensbild, vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 310 f.

<sup>11</sup> Vgl. Weiher (1996), S. 201; Donaldson (1994), S. 10.

<sup>12</sup> Vgl. J.P. Morgan (1998), J.P. Morgan (2000). Kaserer/Ahlers (2000) nennen für Deutschland zwischen 1984-1989 vier Börsengänge von Tochtergesellschaften von Konzerngesellschaften, während es im Zeitraum 1990-1997 19 Fälle waren.