

REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 76, 04. 2023

Das I.M.U. ist ein Institut
der Hans-Böckler-Stiftung

DER DIVERSIFICATION DISCOUNT IN DEUTSCHLAND

Sebastian Campagna, Marc Eulerich und Alexander Sekanina

AUF EINEN BLICK

- Aus Unternehmenssicht ist die Entscheidung für oder gegen eine Diversifikation in unterschiedlichen Branchen stets mit großen Herausforderungen, aber auch zahlreichen Chancen verbunden, die nicht zuletzt die Situation der Beschäftigten massiv beeinflussen.
- Häufig ist gerade bei kapitalmarktorientierten Unternehmen die Frage zu stellen, inwieweit durch die Diversifikation der Börsenwert des Unternehmens steigt (Diversifikationsprämie) oder sinkt (Diversifikationsabschlag). Dieser Faktor ist nicht zuletzt angesichts der Erwartungshaltung der Investoren zu berücksichtigen.
- Gleichzeitig herrscht seitens diverser Kapitalmarktakteure jedoch eine zunehmend kritische Grundhaltung mit Blick auf mögliche Vorteile einer diversifizierten Unternehmensstruktur. Dieser „Mainstream“ verkürzt die unternehmensstrategischen Argumente zugunsten diversifizierter oder fokussierter Konzerne erheblich.
- Die vorliegende empirische Studie untersucht vor diesem Hintergrund genauer, ob für deutsche CDAX-Unternehmen ein Konglomeratsabschlag statistisch nachweisbar ist und unter welchen Rahmenbedingungen dieser gegebenenfalls eintritt.
- Zu den zentralen Ergebnissen gehört die Feststellung, dass deutlich mehr Konglomerate existieren, als zuvor erwartet und dass ein Konglomeratsabschlag für diversifizierte Unternehmen keinesfalls durchgängig existiert. Vielmehr existieren deutliche Branchenunterschiede hinsichtlich des Zustandekommens und der Höhe eines Abschlags oder einer Konglomeratsprämie.

INHALT

| | |
|--|-----------|
| 1 Einleitung | 3 |
| 2 Unternehmensstrategie zwischen Fokussierung und Diversifikation | 4 |
| 3 Die Rolle der Finanzmarktakteure | 5 |
| 4 Der Diversification Discount | 7 |
| 5 Empirische Untersuchung | 8 |
| 6 Zusammenfassung der Ergebnisse der empirischen Untersuchung | 10 |
| 7 Ausblick und Folgerungen für die Praxis | 11 |
| DATENANHANG | 13 |
| LITERATUR | 14 |

AUTORENSCHAFT

Dr. Sebastian Campagna

Referat Wirtschaft im I.M.U.
sebastian-campagna@boeckler.de

Prof. Dr. Marc Eulerich

Universität Duisburg Essen Institut für Sozioökonomie
Lehrstuhl für Interne Revision
marc.eulerich@uni-due.de

Alexander Sekanina

Referat Wirtschaft im I.M.U.
alexander-sekanina@boeckler.de

1 EINLEITUNG

In Deutschland kann seit längerer Zeit beobachtet werden, wie sich die Organisationsstrukturen von großen Konzernen wandeln. Traditionell waren viele deutsche Konzerne wirtschaftlich breit aufgestellt mit mehr oder weniger diversen Geschäftssegmenten, die nicht zwingend miteinander zusammenhängen. Solche Konzerne werden als Konglomerate oder Mischkonzerne bezeichnet.¹ Seit einigen Jahren weichen jedoch diese Konzernstrukturen auf – insbesondere bei börsennotierten Unternehmen ist dies zu beobachten. Es existieren zahlreiche Beispiele großer Mischkonzerne, die sich in jüngster Zeit aufgespalten und auf bestimmte Kerngeschäfte fokussiert haben.

So arbeitete Joe Kaeser, ehemaliger CEO der Siemens AG, an einer radikalen Verschlinkung des Siemens-Konglomerats, „um die Dinosaurierstruktur abzulegen“, wie er selbst zitiert wurde (McGee 2019). Weitere Beispiele für ähnliche Bestrebungen in Deutschland sind Continental, Daimler, Metro oder ThyssenKrupp, aber auch in US-amerikanischen Unternehmen wie General Electric, Honeywell und United Technologies Corporation sind entsprechende Tendenzen zu beobachten. Aktuell wird über die Aufspaltung der Bayer AG spekuliert. Kurzum, die Popularität von Mischkonzernen nimmt in der Wirtschaftspresse wie auch am Kapitalmarkt seit Jahren kontinuierlich ab (vgl. Campagna/Eulerich 2019). Das „fokussierte Unternehmen“ scheint dagegen voll im aktuellen Zeitgeist zu liegen.

Allerdings kann in vielen asiatischen Ländern – trotz des jüngeren und prominenten Falls von Toshiba – beobachtet werden, dass Konglomerate nach wie vor ihre wirtschaftliche Existenzberechtigung haben und durchaus sehr erfolgreich in den Märkten agieren. Auch die großen Internetunternehmen wie Alphabet/Google, Meta/Facebook oder Amazon – Vorzeigebeispiele für erfolgreiches Wirtschaften und Sinnbild der Zukunft – diversifizieren ihre Geschäftsfelder mit zunehmender Größe. Man denke an Akquisitionen des Alphabet-Konzerns (Muttergesellschaft von Google) oder Amazons in der jüngeren Vergangenheit.

Trotz dieser Beispiele lassen sich Treiber identifizieren, die diesen Fokussierungstrend stark beeinflusst haben: Zum einen zeigt sich, dass Kapitalmarktakteure den Kurs vorantreiben, zum anderen scheint die digitale Transformation von Unternehmen mit neuen Organisationsformen und Wertschöpfungsaktivitäten einherzugehen. Beide Treiber wirken insgesamt beschleunigend auf den besagten Wandlungsprozess.

Richtet man den Blick auf den Kapitalmarkt, wird sichtbar, dass der Einfluss von Investoren auf die Unternehmenspolitik in den letzten Jahren zugenommen hat (vgl. Sekanina 2018). Die Protagonis-

ten sind hierbei insbesondere Vermögensverwalter, Hedgefonds und Finanzanalysten. Sie fordern zunehmend eine Abkehr von der Diversifikation hin zur Fokussierung wirtschaftlicher Aktivitäten. Die betriebswirtschaftliche Notwendigkeit dieser Forderung ist dabei nicht immer einleuchtend und wird zu selten hinterfragt. Der Fokussierungstrend ist branchenübergreifend gültig und scheint mehr auf einem „Herdenverhalten“ als auf einer wohlkalkulierten betriebswirtschaftlichen Entscheidung zu beruhen.

Fakt ist, dass der Trend zur unternehmensstrategischen Fokussierung auf das Kerngeschäft wesentlich durch (internationale) Studien angetrieben wird, die sich mit dem sogenannten „Diversification Discount“ (deutsch: Diversifikations- bzw. Konglomeratsabschlag) beschäftigen. Hierbei wird untersucht, inwiefern die Kapitalmarktbewertung eines Mischkonzerns als gesamte Einheit höher oder niedriger ist als die Summe der Werte aller einzelnen Geschäftssegmente. Ist der Unternehmenswert eines Mischkonzerns bzw. diversifizierten Unternehmens im Verbund kleiner als der Wert der einzelnen Geschäftseinheiten, so ergibt sich ein Diversification Discount; im umgekehrten Fall eine Diversification Premium (deutsch: Konglomeratsprämie oder Konglomeratsaufschlag). Damit haben wir es beim Phänomen des Diversification Discount eher mit einer finanzwirtschaftlichen und weniger mit einer unternehmensstrategischen Betrachtung zu tun, wobei beide Sphären nicht immer sauber voneinander zu trennen sind (anschaulich erklärt werden diese Effekte in **Abbildung 1**).

Zahlreiche empirische Studien zeigen, dass Mischkonzerne häufig mit einem solchen Abschlag gehandelt werden (vgl. Berger/Ofek 1995; Denis et al. 2002; Glaser/Müller 2010; Chang et al. 2016), weshalb der Diversification Discount sogar in zahlreichen Lehrbüchern des strategischen Managements und von Beratungsunternehmen aufgegriffen wurde und wird (vgl. z.B. Hill/Jones 2004; Boston Consulting Group 2006).

In diesem Report untersuchen wir börsennotierte Unternehmen in Deutschland, die im Composite DAX Index (CDAX) gelistet sind. Wir möchten den Zusammenhang zwischen Diversifizierung und Marktbewertung untersuchen. Während zwar Analysten und Berater in Deutschland häufig auf den Konglomeratsabschlag verweisen (Gordon/Schotter 2017; McGee 2019; Miller 2020), stützen sich die meisten Studien, die einen solchen Abschlag identifizieren, auf US-Daten. Kontinentaleuropäische Länder wie Deutschland mit einer vom angelsächsischen Raum abweichenden Kapitalmarktkultur sind nur selten Gegenstand der Untersuchungen. Im Rahmen unserer empirischen Untersuchung analysieren wir eine Stichprobe von rund 6.000 Unternehmensjahren zwischen 2000 und 2018.

Dieser Report gliedert sich in folgende Abschnitte: Zunächst beschäftigen wir uns mit dem Thema Unternehmensstrategie und erörtern die Un-

¹ Nachfolgend werden die Begriffe Konglomerate und Mischkonzerne synonym verwendet.

terscheidung von Diversifizierungs- bzw. Fokussierungsstrategien. Im Folgeabschnitt gehen wir auf die Rolle der Finanzmarktakteure ein, die die Debatte um Diversifizierungs- bzw. Fokussierungsstrategien stark prägen, und beleuchten ihre Beweggründe genauer. Im dritten Abschnitt beschäftigen wir uns näher mit dem Konzept des „Diversifikation Discount“, bevor wir im vierten Abschnitt die empirische Untersuchung zu den börsennotierten Unternehmen in Deutschland vorstellen. Abschließend fassen wir die Untersuchungsergebnisse zusammen und ziehen Schlussfolgerungen für die Mitbestimmungsträger im Aufsichtsrat.

2 UNTERNEHMENSSTRATEGIE ZWISCHEN FOKUSSIERUNG UND DIVERSIFIKATION

Die Frage nach der adäquaten Unternehmensstrategie ist eine klassische Aufgabe der Unternehmensführung. Die Strategie betrifft die Positionierung im Markt und damit auch die Festlegung, welche Kundenbedürfnisse befriedigt werden sollen, um die Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten (vgl. Campagna 2020; Welge et al. 2017). Obwohl die Dynamik und Komplexität in der Unternehmenswelt im Zeitverlauf stark zugenommen haben, existieren bei den strategischen Grundkonzepten kaum Veränderungen. Insbesondere zwei traditionelle Konzepte aus der Managementlehre beschäftigen sich mit der strategischen Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen: Zum einen handelt es sich hierbei um das Konzept der generischen Wettbewerbsstrategien nach Michael E. Porter (1985). Zum anderen hat das Konzept der Wachstumsstrategien nach Ansoff große Verbreitung in der Praxis gefunden (1965).

Porter hat in den 1980er-Jahren ein grundsätzliches Konzept zur Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen entwickelt und hieraus unterschiedliche Typen von Strategien – auch als generische (allgemeingültige) Wettbewerbsstrategien bekannt – definiert (1985). Basierend auf dem Wettbewerbsumfeld des Unternehmens, das maßgeblich von Lieferanten- und Kundenbeziehungen, potenziellen Wettbewerbern, möglichen Ersatzprodukten sowie der Intensität bzw. Rivalität des Wettbewerbs geprägt ist, hat er drei Grundtypen von Wettbewerbsstrategien entwickelt: Unternehmen können sich im Wettbewerb zum Beispiel als Kostenführer positionieren, sie können sich über ihre besonderen Produkte und Dienstleistungen differenzieren oder spezifische Nischen besetzen. Schließlich können Unternehmen auch versuchen, diese Optionen miteinander zu kombinieren und durch eine hybride Lösung den bestmöglichen Erfolg zu generieren. Aus den verschiedenen strategischen Optionen muss das Management – mit der beratenden Unterstützung des

Aufsichtsrates –, unternehmensspezifisch nach der besten Lösung suchen. Die Kernfrage ist folglich, welche unternehmensstrategische Ausrichtung als nachhaltig erfolgversprechend für das eigene Unternehmen angesehen wird. Nachfolgend sind wesentliche Charakteristika der Strategietypen skizziert:

Die *Kostenführerstrategie* zielt darauf ab, durch eine niedrige Kostenstruktur einen spezifischen Kundennutzen zu erreichen. Die Hauptaspekte einer Kostenführerposition sind insbesondere die Prozesseffizienz und eine sehr starke Kostenkontrolle etwa in Bereichen wie Forschung und Entwicklung, Marketing, Kundenservice und Verwaltung (Porter 1980; Goll et al. 2008). Für diese strategische Vorgehensweise ist es erforderlich, dass Unternehmen einen relativ hohen Marktanteil erreichen, um die erforderlichen Kosteneinsparungen durch Größeneffekte (Skaleneffekte) realisieren zu können (Porter 1985; Brenes et al. 2014). Neben den Skaleneffekten sind weitere Faktoren von Bedeutung: neueste Produktionstechnologien, bessere Rohstoffzugänge sowie Prozessverbesserungen (Porter 1985; Allen et al. 2007). Wettbewerbsfähigkeit kann dann erreicht werden, wenn Unternehmen eine geringere Kostenstruktur aufweisen als ihre Mitbewerber. In der Regel eignen sich standardisierte Produkte und Dienstleistungen besonders gut für diese Vorgehensweise (Delmas/Pekovic 2015).

Im Rahmen der *Differenzierungsstrategie* verfolgen Unternehmen das Ziel, durch spezifische Produkte oder Dienstleistungen, die sich im Vergleich zu den Wettbewerbern in einzelnen oder verschiedenen Punkten abheben, größeren Kundennutzen zu schaffen (Porter 1985; Dess/Davis 1984). Die traditionelle Differenzierung kann entlang mehrerer Dimensionen erfolgen, hierzu zählen zum Beispiel das Design, das Markenimage, die Technologie, der Kundenservice, die Produktqualität, die Reputation, die Logistik, die Vertriebswege oder die Verpackung (Porter 1980; Allen et al. 2007). Diese strategische Vorgehensweise ermöglicht es, dass Unternehmen höhere Preise aufgrund des aus Kundensicht existierenden Zusatznutzens erzielen können. Hierdurch kann auch die höhere Kostenstruktur, die aufgrund intensiver Forschung und Entwicklung, qualitativ hochwertiger Produktion, Logistik und Verwaltung entsteht, kompensiert werden (Dess/Davis 1984; Spanos et al. 2004; Delmas/Pekovic 2015).

Ein zuvor klar definiertes enges Marktsegment zu besetzen oder eine spezifische Kundengruppe mit speziellen Produkten oder Dienstleistungen zu bedienen, sind Charakteristika der *Nischenstrategie*. Häufig geht eine Nischenstrategie mit zusätzlichen strategischen Zielen, wie beispiels-

weise der angesprochenen Qualitätsführerschaft in einem Nischensegment, einher. Oftmals werden Nischen von mittelständischen und kleinen Unternehmen besetzt.

Ergänzt werden die skizzierten Wettbewerbsstrategien von weiteren strategischen Optionen, den sogenannten Wachstumsstrategien nach Ansoff (1965). Etwas verkürzt dargestellt, geht es hier um die geografische Expansion wirtschaftlicher Aktivitäten (Internationalisierungsstrategie) einerseits sowie Diversifikations- bzw. Fokussierungsstrategien andererseits. Die Umsetzung einer Internationalisierungsstrategie verhilft Unternehmen zu Wachstum, da sie mit ihren Produkten und Dienstleistungen in neue Märkte vordringen und neue Kundengruppen erschließen. Nachfolgend werden wir näher auf die Charakteristika von Diversifikations- und Fokussierungsstrategien eingehen, da sie den Kern der aktuellen Debatte um Mischkonzerne bilden oder bilden sollten.

Diversifizierte Unternehmen verfügen über ein breites Leistungsportfolio, sind wirtschaftlich in mehreren Geschäftsfeldern, in unterschiedlichen Branchen sowie oftmals auch international aktiv. Die Grundidee einer Diversifikationsstrategie ist, dass Unternehmen ihre Ressourcen und Fähigkeiten gezielt einsetzen, um in neuen Geschäftsbereichen wirtschaftlich aktiv zu werden und dadurch Wachstum jenseits der traditionellen Geschäfte zu generieren. Darüber hinaus spielen bei diesen Überlegungen risikopolitische Aspekte eine wesentliche Rolle. Diversifizierte Unternehmen können das unternehmerische Risiko streuen; läuft ein Segment aus unterschiedlichen Gründen wirtschaftlich nicht wie gewünscht, können andere Segmente dies ausgleichen. Zudem ermöglicht eine Produktdiversifikation, die technologischen Fähigkeiten in verschiedenen Produkten und Branchen zu nutzen, was wiederum das Innovationsrisiko verringern kann. Diese strategische Vorgehensweise ist von der sogenannten Portfoliotheorie abgeleitet, die ursprünglich aus der Finanztheorie stammt (vgl. Markowitz 1952). Sie besagt, dass die Volatilität eines Portfolios (z. B. bestehend aus Aktien) reduziert werden kann, wenn die Risiken der unterschiedlichen Anlagen nicht vollständig miteinander verbunden bzw. korreliert sind, sondern sich im besten Fall sogar gegenseitig ausgleichen. Die Unsicherheit aus dem Zusammenwirken aller Bereiche innerhalb eines Unternehmens ist somit geringer als die Summe der Unsicherheiten der isolierten, einzelnen Bereiche.

Im Rahmen der Fokussierungsstrategie hingegen konzentrieren sich Unternehmen auf jene Geschäftsbereiche, in denen sie mit ihrem Know-how die besten Marktchancen erwarten. Folglich agieren fokussierte Unternehmen nur in Märkten, in denen sie über eine gute Marktposition verfügen, ihre langjährigen Erfahrungen ausspielen können und idealerweise geringem Wettbewerbsdruck ausge-

setzt sind (beispielsweise durch Besitz von Patenten oder spezifischem Know-how). Die Fokussierung soll Unternehmen helfen, sich auf eine klare Unternehmensausrichtung zu konzentrieren und diese idealerweise auch an andere Interessengruppen – Kunden, Lieferanten, Anteilseigner – zu kommunizieren. Des einen Freud ist des anderen Leid: Gerade die Vorteile diversifizierter Unternehmen, etwa die Risikodiversifikation oder Verflechtung von Produktbereichen, sind gleichzeitig als zentraler Nachteil fokussierter Unternehmen zu sehen. Fokus heißt eben auch, dass Trends in der Peripherie vernachlässigt werden oder dass neue Chancen nicht genutzt werden.

3 DIE ROLLE DER FINANZMARKTAKTEURE

Maßgeblichen Einfluss auf den herrschenden Trend zur Fokussierung ehemals diversifizierter Konglomerate haben unterschiedliche Akteure, die am Kapitalmarkt in den vergangenen beiden Jahrzehnten deutlich an Gewicht gewonnen haben. Zu nennen sind dabei insbesondere institutionelle Investoren und Anlagegesellschaften sowie Informationsintermediäre, wie beispielsweise Aktienanalysten. Sie beeinflussen mittelbar oder unmittelbar als Anbieter und Nachfrager am Aktienmarkt die Entstehung etwaiger Konglomeratsabschlüsse. Die zugrunde liegenden Kalküle und Annahmen dieser Akteure sind jedoch für verschiedene Investorentypen differenziert zu betrachten.

Als erste Investorengruppe sind hier die zahlreichen passiven und insbesondere aktiven Vermögensverwaltungsgesellschaften zu nennen, die eine Untergruppe der „institutionellen Investoren“ bilden und seit den 90er-Jahren als Anteilseigner börsennotierter Gesellschaften wachsende Bedeutung erlangt haben (Bessler/Rapp 2021). Viele dieser Anlagegesellschaften nehmen heute für sich in Anspruch, die Diversifizierung ihres Portfolios, also den Ausgleich der unterschiedlichen Risiken aus ihren Beteiligungsunternehmen, lieber selbst zu steuern als sich an einem Mischkonzern zu beteiligen, der selbst diversifiziert ist (Bergmann 2002). Einher gehen damit auch Bedenken hinsichtlich der Transparenz eines Mischkonzerns, in dessen Finanzberichterstattung – man denke an den Konzernabschluss – sich die Ertragskraft der einzelnen Geschäftssegmente nur unzureichend ablesen lasse. Und nicht zuletzt wird in den Überlegungen dieser Investoren auch das weit verbreitete Narrativ wirkmächtig, dass ein „schlankes, agiles Unternehmen“ den Herausforderungen der digitalen oder ökologischen Transformation besser gewachsen sei als die „schweren Tanker“, als welche Mischkonzerne gerne in der Wirtschaftspresse tituliert werden.

Ergänzt und befeuert wird die Sichtweise dieser Großinvestoren nicht zuletzt durch einen zweiten Investorentypus, der in jüngerer Vergangenheit gerade in Deutschland an Bedeutung gewonnen hat: aktivistische Investoren, darunter insbesondere Hedgefonds. Im Gegensatz zu eher langfristig orientierten Vermögensverwaltern beteiligen sich diese Aktivisten oftmals nur für kurze bis mittelfristige Zeiträume an den Unternehmen und generieren ihre Wertsteigerung vor allem dadurch, mittels Durchsetzung öffentlichkeitswirksamer Forderungen Kurssteigerungen zu erreichen und ihre Anteile im Anschluss zu veräußern. Das „Aufbrechen“ von Konglomeraten, verbunden mit der Forderung möglichst ertragreicher Veräußerungen von Geschäftsbereichen, gehört zu den Klassikern im Forderungskatalog der Aktivisten (Lazard 2021). Neben fehlenden Synergien zwischen den Geschäftsfeldern werden nicht zuletzt der hohe Kapital- und Steuerungsbedarf von Transformationsprozessen als Argumente ins Feld geführt. Die Verselbstständigung der betroffenen Unternehmensbereiche könne diese in der Regel besser gewährleisten als ein Verbleib im Konzernverbund. Die attraktive Möglichkeit, sich aus den Veräußerungserträgen eine Sonderdividende ausschütten zu lassen, sollte bei dieser Betrachtung ebenfalls nicht außer Acht gelassen werden.

Gemeinsam ist Vermögensverwaltern und Aktivisten vor allem der Verweis auf die Kapitalbindung, die bei größeren Mischkonzernen natürlich höher ist als bei kleineren, verselbstständigten Einheiten. Grundsätzlich ist die Reduzierung der Kapitalbindung – mit anderen Worten der Finanzmittel, die für die Beteiligung an einem bestimmten Unternehmen aufgewendet werden müssen – ein wichtiger Renditehebel für viele Investoren. Ergänzend dazu wird außerdem argumentiert, dass sich die Investorenlandschaft inzwischen so weit ausdifferenziert habe, dass es für nahezu jede Unternehmenssituation mehr oder weniger spezialisierte Investoren gebe, die das benötigte Kapital bereitstellen. Welche Rahmenbedingungen und vor allem Renditeforderungen diese Investoren jedoch dem Unternehmen und den Beschäftigten in der Folge auferlegen, wird dabei nicht zur Diskussion gestellt.

Eine wichtige Investorengruppe, die bei Abspaltungen auf der Abnehmerseite, also als Käufer der abgespaltenen Unternehmensteile, auftritt, sind Private-Equity-Gesellschaften. Während Beteiligungen an großen, börsennotierten Unternehmen für diese Investoren eher untypisch sind, steht für sie vielmehr die Komplettübernahme eines Unternehmens im Fokus, womit auch die Möglichkeit einhergeht, dessen Geschäftspolitik vollständig selbst zu bestimmen. Ähnlich wie bei aktivistischen Investoren handelt es sich hierbei um „Ehen auf Zeit“, also lediglich vorübergehende Beteiligungen, die nach durchschnittlich sechs, höchstens zehn Jahren enden (Scheuplein 2019). Anschließend soll ein möglichst profitabler Weiterverkauf folgen. Die

Mittel zur Erreichung dieser Steigerung des Weiterverkaufswerts können unterschiedlich sein und reichen von umfassenden Restrukturierungen und Sparprogrammen bis zu sogenannten „Buy-and-Build“-Strategien. Letztere Strategien sind darauf ausgerichtet, aus mehreren kleinen, spezialisierten Anbietern einer Branche einen großen Marktführer zu „schmieden“. Insofern bilden diese Strategien das passende Gegenstück zur Forderung nach Aufspaltung von Mischkonzernen durch andere Investorentypen.

Nicht zuletzt muss auch auf die Rolle von Finanzanalysten und Unternehmensberatern in dieser Verwertungslogik hingewiesen werden: Aktienanalysten stützen vielfach das gängige Narrativ des „schweren Tankers“, dem die Agilität und Handlungsschnelligkeit für die Herausforderungen der Transformation längst abhandengekommen sei. Nicht außer Acht gelassen werden dürfen dabei jedoch auch Eigeninteressen, da breit diversifizierte Mischkonzerne aus Analystensicht deutlich komplexer zu analysieren sind, womit das Risiko eigener Fehleinschätzungen steigt. Die Forderung nach schlanken, fokussierten Unternehmen stellt also auch eine Form des Selbst- und Reputationsschutzes für die Analysten dar (Bahnmüller/Faust 2007). Aus Sicht von Unternehmensberatern ist die Forderung nach Aufspaltungen ohnehin von starken Eigeninteressen mitgetragen, da Umstrukturierungen dieser Dimension in aller Regel eine Vielzahl an Folgeaufträgen mit sich bringen.

Abschließend muss darauf verwiesen werden, dass das Argument steigenden Kapitalbedarfs, gerade in Transformationsphasen vieler Branchen, nicht einfach vom Tisch gewischt werden kann. Der Bedeutungszuwachs von Nachhaltigkeitskriterien, in der Fachsprache ESG-Kriterien (Environmental, Social, Governance), in der Finanzierung und Vermögensverwaltung wird dieser Feststellung in den kommenden Jahren wohl weiteren Nachdruck verleihen. Zugleich zeigen aber auch viele Konzernaufspaltungen, insbesondere solche, die von Aktivisten vorangetrieben wurden, dass nicht alleine „naturgegebene“ Mängel der Konglomerate an sich zu Abspaltungen führten. Bei prominenten Fällen wie ThyssenKrupp, General Electric oder dem jüngsten Beispiel Toshiba lagen vielmehr schwerwiegende unternehmerische Fehlentscheidungen in der Vergangenheit zugrunde. Die daraus resultierenden finanziellen Notlagen konnten oftmals nur noch durch die Veräußerung großer Unternehmensteile behoben werden. Von einer zwangsläufigen Eigenlogik, die vom Mischkonzern zur Abspaltung führt, kann bei diesen Beispielen also nicht gesprochen werden.

4 DER DIVERSIFICATION DISCOUNT

Wie in der Einleitung erwähnt, wird im Rahmen der Debatte um den „Diversification Discount“ untersucht, ob der Marktwert eines Mischkonzerns als Einheit mehr oder weniger wert ist als die Summe der Marktwerte seiner Geschäftseinheiten. Dieser Zusammenhang zwischen Diversifikation und Marktbewertung wurde in zahlreichen Studien analysiert.

Frühere Untersuchungen legen nahe, dass diversifizierte Unternehmen mit einem Abschlag gehandelt werden (vgl. Berger/Ofek 1995; Campa/Kedia 2002; Denis et al. 2002; Mansi/Reeb 2002; Glaser/Müller 2010; Ammann et al. 2012; Chang et al. 2016). Seit der Veröffentlichung der Studie von Campa und Kedia (2002) zeigen mehrere Studien, dass der Konglomeratsabschlag zumindest teilweise durch die Entscheidungen des Unternehmens bestimmt wird (vgl. z. B. Hoechle et al. 2012; Campa/Kedia 2002). Diese Ergebnisse erzeugen eine gewisse Spannung, da der Konglomeratsabschlag derzeit von CEOs (Gordon/Schotter 2017), führenden Zeitungen wie der Financial Times (Miller 2020), Lehrbüchern für strategisches Management (Hill und Jones 2004) und Beratungsunternehmen (Bain 2017; BCG 2006) aufgegriffen wird. Darüber hinaus ist die Entscheidung zur Restrukturierung mit einem enormen Aufwand verbunden. Daher ist es wichtig, ob eine Diversifizierung wirklich die Marktbewertung senkt, da Investoren von negativen Effekten der Konglomeratsstruktur ausgehen und daher weniger Gewinne in der Zukunft erwarten. Dies führt uns zu unserer übergeordneten Fragestellung in diesem Report: Gibt es einen Bewertungsunterschied zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt?

Nach der bisherigen Literatur ist der Bewertungsunterschied zwischen diversifizierten und fokussierten Unternehmen der Wertunterschied, den ein Konglomerat im Vergleich zu einem fokussierten Unternehmen aufweist. Die einzelnen Geschäftssegmente werden als unabhängige Firmen betrachtet, denen ein Marktwert zugewiesen werden kann. Die Summe der Geschäftssegmentwerte ergibt einen hypothetischen Firmenwert, der mit dem Wert fokussierter Firmen verglichen werden kann. Der Begriff Diversification Discount bzw. Konglomeratsabschlag bezieht sich auf einen niedrigeren Marktwert diversifizierter Firmen im Vergleich zu fokussierten Firmen, während ein Konglomeratsaufschlag, auch Konglomeratsprämie genannt (Diversification Premium), darauf hindeutet, dass diversifizierte Firmen einen höheren Wert im Vergleich zu fokussierten Firmen haben. Aus theoretischer Sicht gibt es sowohl Argumente für einen Konglomeratsabschlag als auch Argumente für eine Konglomeratsprämie.

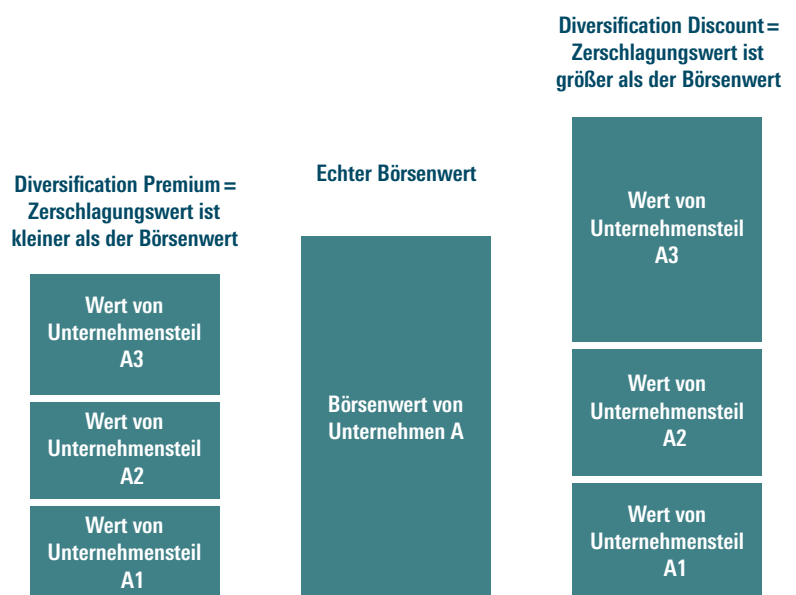
Die folgende **Abbildung 1** illustriert das Grundkonzept des Diversification Discounts. Ein fiktives

Unternehmen besteht aus drei Unternehmensteilen (A1, A2 und A3). Ist die Summe der Einzelwerte (Zerschlagungswert) größer als der reale Börsenwert des Gesamtunternehmens, so bewertet der Kapitalmarkt den Wert der Diversifikation negativ und es kommt zu einem Diversification Discount (Vergleich von mittlerem und rechtem Balken). Ist hingegen die Summe der Einzelwerte (Zerschlagungswert) geringer, so wird die Diversifikation positiv bewertet und es kommt zu einem Diversification Premium (Vergleich von mittlerem und linkem Balken).

Wie bereits skizziert, gilt für Befürworter der Diversifizierung die These, dass Konglomerate aufgrund der Kombination von Segmenten mit unabhängigen Ertragsströmen mit einem geringeren Unternehmensrisiko verbunden sind. Aktionäre bzw. Eigentümer profitieren von der Risikominderung des Unternehmens, da sie typischerweise ein relativ undiversifiziertes persönliches Portfolio haben (Anderson/Reeb 2003). Darüber hinaus reduziert Diversifikation die Ausfallwahrscheinlichkeit (Insolvenzrisiko) aufgrund der diversen Branchenrisiken und erhöht somit den Marktwert (Mansi/Reeb 2002; Glaser/Müller 2010; Ammann et al. 2012). Des Weiteren kursiert bei Befürwortern die Meinung, dass Konglomerate nicht nur mehr Investitionen tätigen können, sondern auch eine effizientere Kapitalallokation innerhalb der Unternehmen vornehmen können. Dies ist auf die Schaffung von internen Kapitalmärkten zurückzuführen („bright side of capital“). Segmente mit hohem Cashflow und schlechten Investitionsmöglichkeiten können andere Segmente mit weniger Cashflow, aber besseren Investitionsmöglichkeiten, finanzieren („winner picking“). Dies ermöglicht es Unternehmen, mehr wertsteigernde In-

Abbildung 1

Das Grundkonzept des Diversification Discounts



Quelle: eigene Darstellung

vestitionen zu tätigen als ihre Segmente als separate Unternehmen tätigen würden (vgl. Weston 1970; Stulz 1990; Stein 1997).

5 EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG

In dieser Studie konzentrieren wir uns aus verschiedenen Gründen auf den deutschen Kapitalmarkt (vgl. Eulerich/Fligge 2021): Erstens sind die bisherigen empirischen Ergebnisse (Studienergebnisse) uneinheitlich. Zweitens verwenden frühere Studien einen relativ kurzen Betrachtungszeitraum und berücksichtigen nicht die Trends der letzten Jahre. Drittens hat sich der deutsche Kapitalmarkt gewandelt und nähert sich einem eher anglo-amerikanischen Marktmodell an (vgl. Hackethal et al. 2005; Goergen et al. 2008; Jirjahn 2019).

Der erste empirische Beleg für den Bewertungsunterschied zwischen Konglomeraten und fokussierten Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt stammt von Lins und Servaes (1999). Die Autoren untersuchten den Effekt von Diversifikation auf den Unternehmenswert in Deutschland, Japan und Großbritannien in den Jahren 1992 und 1994. Während sie für Japan einen durchschnittlichen Abschlag von circa 10 Prozent und für Großbritannien von circa 15 Prozent zeigen konnten, konnte für deutsche Firmen kein signifikanter Bewertungsunterschied festgestellt werden. Die Studie von Schwetzler und Reimund (2003) bestätigte den Befund, dass deutsche Konglomerate nicht abgewertet werden. Sie untersuchten deutsche Unternehmen zwischen 1998 und 2001 und fanden unwesentliche Effekte der Diversifikation auf die Marktbewertung, weshalb sie ein bereinigtes Maß für den Marktwert entwickelten.

Fauver et al. analysierten Kapitalmärkte in 35 Ländern, darunter Deutschland, im Zeitraum von 1991 bis 1995 (2003). Die Ergebnisse legen nahe, dass sowohl der Entwicklungsgrad der Kapitalmärkte in den jeweiligen Ländern als auch das rechtliche und regulatorische Umfeld wichtige Einflussfaktoren auf den Wert der Diversifikation darstellen. Die Wissenschaftler fanden Belege für einen Konglomeratsabschlag, der zwischen den Ländern variiert. Bei deutschen Unternehmen verwandelt sich dieser Abschlag jedoch sogar ins Gegenteil, nämlich in eine Prämie zwischen 2 und 10,7 Prozent (ebd.).

Obwohl sich diese Befunde im Vergleich von den internationalen, und insbesondere US-amerikanischen Studienbefunden, unterscheiden, wurde die Bewertung deutscher Konglomerate in den folgenden Jahren kaum untersucht (vgl. Berger/Ofek 1995; Campa/Kedia 2002; Denis et al. 2002; Lins/Servaes 2002; Mansi/Reeb 2002). Studienergebnisse von Weiner deuten darauf hin, dass deutsche Konglomerate im Durchschnitt mit einem Abschlag

von etwa 3 bis 10 Prozent gehandelt werden (2005). Beckmann bestätigt die Existenz eines Konglomeratsabschlags bei deutschen Unternehmen, der mit der Anzahl der unverbundenen Segmente eines diversifizierten Unternehmens zunimmt (2006).

Die jüngste Arbeit zur Bewertung von Konglomeraten in Deutschland wurde von Glaser und Müller durchgeführt (2010). Aufbauend auf der Arbeit von Mansi und Reeb (2002) analysierten sie in einer Stichprobe von 4.070 Unternehmensjahren zwischen 2000 und 2006, ob der Konglomeratsabschlag durch Bewertungseffekte des Fremdkapitals verursacht wird. Die Bewertungsunterschiede von fokussierten und diversifizierten Unternehmen werden üblicherweise mithilfe von sogenannten Überschusswerten (Excess Values) analysiert (Berger/Ofek 1995). In einem ersten Schritt dokumentieren sie einen Konglomeratsabschlag, der von 7,7 Prozent bis 13,9 Prozent reicht. Dieser Abschlag nimmt ab, sobald der Marktwert der Schulden anstelle des Buchwerts der Schulden verwendet wird, und reicht von 6,7 Prozent bis 8,2 Prozent.

Unseres Wissens sind nach der Studie von Glaser und Müller (2010) nur zwei Dissertationen veröffentlicht worden, die sich mit dem Diversifikationsabschlag beschäftigen. Interessanterweise identifiziert Kluge einen Konglomeratsabschlag im Zeitraum von 2004 bis 2010, während die Ergebnisse von Liu auf einen Konglomeratsaufschlag im Zeitraum von 2005 bis 2014 hindeuten (Kluge 2014; Liu 2016). Daher bleibt der Effekt der Diversifizierung auf den Marktwert innerhalb der letzten 15 Jahre vage. Dies ist problematisch, da die Existenz eines Konglomeratsabschlags derzeit als allgemein bekannt vorausgesetzt wird und Praktiker dazu motiviert, ihre Unternehmen neu auszurichten (vgl. Hill/Jones 2004; Boston Consulting Group 2006; Gordon/Schotter 2017; Egan 2018; McGee 2019; Wong 2019; Miller 2020). Da die Entscheidung zur Neuausrichtung mit einem enormen Aufwand verbunden ist, ist es für Praktiker von Bedeutung, ob eine Diversifizierung tatsächlich die Marktbewertung senkt.

Stichprobenauswahl

Unsere Stichprobe umfasst den Composite DAX Index (CDAX) zwischen 2009 und 2018. Der CDAX besteht aus deutschen Unternehmen, die im Prime und General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind und repräsentiert somit eine vielfältige Gruppe von börsennotierten deutschen Unternehmen aus verschiedenen Segmenten und von unterschiedlicher Größe. Wir haben die Wirtschaftsdaten aus der Refinitiv-Datenbank bezogen. Wir berücksichtigen alle Unternehmen, die während unseres Stichprobenzeitraums mindestens ein Jahr lang Mitglied des CDAX waren. Außerdem schließen wir Doppelbeobachtungen von Firmen mit mehr als einer Aktienart (z. B. Stammaktien und Vorzugsaktien) aus.

Unsere anfängliche Stichprobe besteht aus 11.019 Unternehmensjahren von 962 verschiedenen Unternehmen. In Anlehnung an frühere Untersuchungen schließen wir 2.540 Unternehmensjahre aus dem Finanzsektor (SIC 6000-6999) aus, da unsere Bewertungsmethode eine Reihe von Variablen erfordert, die von Finanzunternehmen oft nicht gemeldet werden, weil diese Variablen für sie nicht aussagekräftig sind. Außerdem schließen wir 1.480 Unternehmensjahre mit einem Umsatz von weniger als 20 Millionen Euro aus, um verzerrte Bewertungsmultiplikatoren zu vermeiden (vgl. Berger/Ofek 1995; Campa/Kedia 2002; Chang et al. 2016). Aufgrund fehlender Daten, die zur Berechnung unserer Modelle notwendig sind, beschränken wir unsere Stichprobe auf 6.437 Unternehmensjahre von 693 Unternehmen (Panel A). Wir verwenden zwei verschiedene Größen für die Marktbewertung, die unterschiedliche Finanzdaten erfordern: erstens, eine Kennzahl, basierend auf den Umsätzen (EV_Sales) und zweitens, eine weitere, basierend auf dem Wert des Vermögens (EV_Assets).²

Messung der Diversifikation

Zur Messung von Konglomeraten und dem Grad der Diversifikation können verschiedene Ansätze verwendet werden (vgl. Eulerich/Fligge 2021). In der bisherigen Literatur zur Diversifikation wird üblicherweise eine Variable verwendet, die den Wert „1“ annimmt, wenn das Unternehmen ein Konglomerat ist, und „0“, wenn das Unternehmen fokussiert ist (vgl. Campa/Kedia 2002; Mansi/Reeb 2002; Glaser/Müller 2010; Chang et al. 2016). Wir folgen Glaser und Müller (2010) und klassifizieren alle Unternehmen als fokussiert, wenn

- sie erstens nur ein Geschäftssegment haben,
- sie zweitens mehr als ein Geschäftssegment haben, die jedoch innerhalb derselben Branche (zweistelligen SIC-Branche) tätig sind oder
- sie drittens keine Geschäftssegmentinformationen veröffentlichen oder keine Informationen über Segmentvermögen/-umsätze oder keine spezifischen Segmentbeschreibungen in der Datenbank verfügbar sind.

Alle weiteren Unternehmen mit mehr als einem Geschäftssegment werden als Konglomerate definiert.

Messung des Marktwertes

Wir verwenden den Überschusswert (Excess Value; abgekürzt EV) als Näherungswert für die Marktbewertung (vgl. Eulerich/Fligge 2021). Dieser vergleicht den tatsächlichen Wert eines Konglome-

rats mit seinem kalkulatorischen Wert, wenn jedes seiner Segmente als Einzelsegmentunternehmen agieren würde. Ein positiver Überschusswert deutet darauf hin, dass das Unternehmen mit einem Aufschlag gehandelt wird, während ein negativer Überschusswert bedeutet, dass das Unternehmen mit einem Abschlag gehandelt wird.

Vereinfacht dargestellt, wird der Überschusswert als Verhältnis zwischen dem tatsächlichen Wert eines Unternehmens und seinem unterstellten Wert berechnet. Der tatsächliche Wert des Unternehmens ist die Summe aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Buchwert der Schulden. Wir berechnen den kalkulatorischen Wert auf der Basis von Umsatz- und Vermögensmultiplikatoren.³ Bei der Multiplikatormethode handelt es sich um eine gängige Methode zur Unternehmensbewertung.

Ergebnisse

Bei durchschnittlich 39,75 Prozent der betrachteten Unternehmen in unserer Stichprobe handelt es sich um Konglomerate mit einer maximalen Anzahl von sieben Geschäftssegmenten. Im Durchschnitt ist der Überschusswert auf Basis des Umsatzmultiplikators für diversifizierte Unternehmen in der Regel negativ. Dies deutet auf eine durchschnittliche negative Bewertungsdifferenz zwischen Konglomeraten und fokussierten Unternehmen hin. Von den 375 Beobachtungen, hinter denen sich Konglomerate verbergen, weisen 159 (42,4 Prozent) einen positiven Überschusswert und 216 (57,6 Prozent) einen negativen Überschusswert auf Basis des Umsatzmultiplikators auf.

Wird der Vermögensmultiplikator verwendet, ergeben sich 34 Beobachtungen (37,4 Prozent) mit einem positiven Überschusswert und 57 (62,6 Prozent) mit einem negativen Überschusswert. Dies zeigt bereits, dass ein gewisser Anteil der Konglomerate mit einer Prämie gehandelt wird, wohingegen der andere Teil der Unternehmen im Durchschnitt in fast allen Jahren ein negatives Vorzeichen aufweist. Nur in den Jahren 2015 bis 2016 zeigen sich je nach Überschusswerte-Variante und Durchschnitt positive Trends. Der niedrigste Überschusswert ist im Jahr 2018 zu finden, in dem der Diversifikationsabschlag am stärksten ausgeprägt ist. Zur Veranschaulichung ist der durchschnittliche Überschusswert beider Varianten in der folgenden **Abbildung 2** für die Jahre 2009–2018 grafisch dargestellt.

Es wird deutlich, dass die Entwicklung des Aufschlags auf Basis des Umsatz- und Vermögensmultiplikators über weite Strecken unterschiedliche Trends aufweist. Da sich im Zeitverlauf die Werte

² Fehlende Überschusswerte beschränken unsere Stichprobengröße auf 4.479 (3.408) Unternehmensjahre, wenn EV_Sales (EV_Assets) die abhängige Variable ist.

³ Der kalkulatorische Wert des Unternehmens ist die Summe der Einzelwerte seiner Segmente, beispielsweise der Segmentumsatz oder das Segmentbilanzvermögen im Vergleich zu fokussierten Unternehmen mit nur einem Segment.

unterscheiden, untersuchen wir auch, inwieweit die Branche einen Einfluss auf das Ausmaß des Bewertungsunterschieds hat. Wird der Aufschlag nach Wirtschaftszweigen aufgeschlüsselt, lassen sich bestimmte Sektoren identifizieren, in denen Unternehmen im Durchschnitt einen höheren Bewertungsabschlag erhalten als andere oder sogar mit einem Aufschlag gehandelt werden.

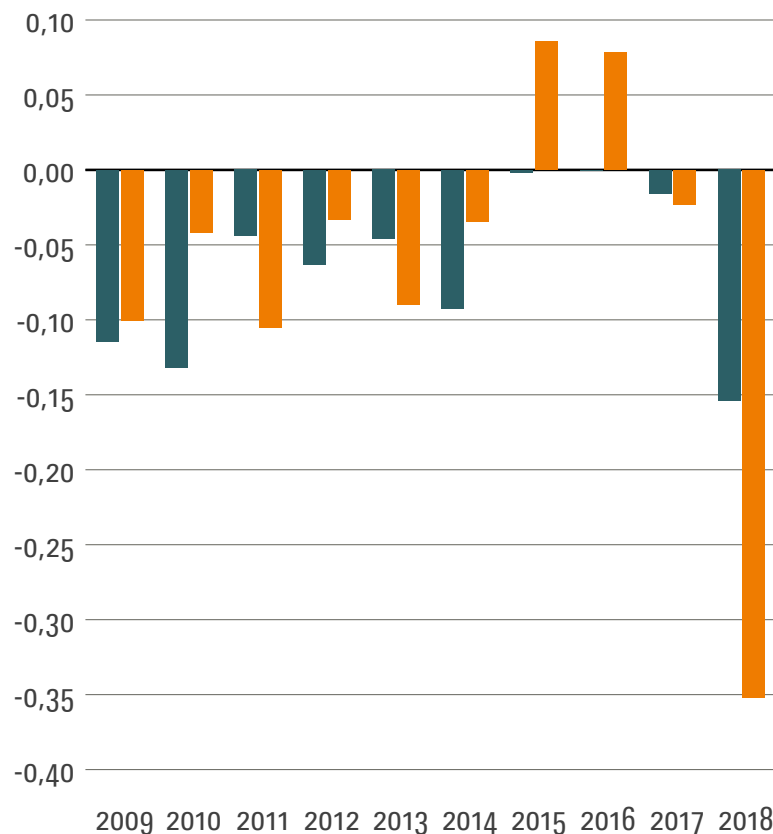
Einen Überblick über den durchschnittlichen Überschusswert – gemessen am Umsatz diversifizierter Unternehmen nach Wirtschaftszweigen gibt die folgende **Abbildung 3** wieder. Es sind nur diejenigen Wirtschaftszweige aufgeführt, für die mindestens zehn Beobachtungen vorliegen. Der niedrigste mittlere Überschusswert, und damit der größte Konglomeratsabschlag, ist in den Wirtschaftszweigen 38 (Mess-, Prüf- und Kontrollinstrumente) und 51 (Großhandel; Konsumgüter; Import- und Exportgeschäfte) zu finden. Allerdings gibt es nur 18 bzw. zehn Beobachtungen. Über alle untersuchten Jahre hinweg zeigt sich insbesondere in den Wirtschaftszweigen 28 (Chemische Erzeugnisse und verwandte Erzeugnisse) und 35 (Maschinenbau und Da-

tenverarbeitung) ein relevanter Bewertungsunterschied. Mit Ausnahme des Jahres 2017 weisen die Konglomerate, die den größten Teil ihres Umsatzes in der Branche mit dem SIC-Code 28 erzielen, in allen zehn Jahren der Studie im Median⁴ einen positiven Überschusswert auf.

Eine generelle Aussage lässt sich dennoch nicht treffen, da es auf Unternehmensebene noch Unterschiede gibt. Während einige Unternehmen in jedem Jahr, für das Daten vorliegen, einen Aufschlag erhalten, weisen andere Unternehmen derselben Branche stets einen Abschlag auf. Im Gegensatz dazu ist in der gesamten Branche 35 (Maschinenbau und Datenverarbeitung) ein negativer mittlerer Abschlag zu finden. Dennoch sind auch in dieser Branche Konglomerate mit sowohl positiven als auch negativen Bewertungsdifferenzen vertreten. Kluge (2014) stellt einen stetigen Rückgang der Relevanz der Branchenzugehörigkeit im Zeitraum zwischen 2004 und 2010 fest. Die Fortsetzung dieses Trends kann auf Grundlage der verfügbaren Daten nicht bestätigt werden.

Abbildung 2

Überschusswerte (EV) von Konglomeraten für die Jahre 2009–2018



EV Sales
EV Assets

Quelle: eigene Darstellung

I.M.U.

6 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG

Bei etwa 40 Prozent der in der Stichprobe betrachteten Unternehmen handelt es sich um Konglomerate mit einer maximalen Anzahl von sieben Geschäftssegmenten. Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass Diversifizierung oftmals mit einem niedrigeren Marktwert verbunden ist. Der Konglomeratsabschlag liegt zwischen 6,3 und 14 Prozent, je nach verwendetem Maß für den Marktwert (vgl. Eulerich/Fligge 2021).

Wenn wir die Auswirkung der Diversifizierung auf den Marktwert für jedes Jahr separat betrachten, sind die meisten Koeffizienten negativ, jedoch mit einer breiten Streuung. Wenn wir unsere Stichprobe nach Branchen aufteilen, stellen wir jedoch fest, dass Konglomerate nicht per se benachteiligt sind. So gibt es beispielsweise starke Hinweise auf einen Konglomeratsabschlag in der verarbeitenden Industrie, während Konglomerate, die in der Transport- und Lagerhaltungsbranche tätig sind, nicht negativ bewertet werden. Der Marktwert repräsentiert also die Erwartung, dass diese Unternehmen eher die Vorteile der Diversifizierung realisieren und/oder weniger unter den Nachteilen leiden.

4 „Median [...] bezeichnet den in der Mitte stehenden Wert von nach ihrer Größe angeordneten Messwerten [...]“ (Fuchs-Heinritz et al. 1995, S. 426)

Da wir einen relativ „unerforschten“ Kapitalmarkt, einen längeren Zeitraum und andere empirische Ansätze verwenden, sollten unsere Ergebnisse für Forscher und Praktiker interessant sein. So leisten wir einen Beitrag zur bisherigen Diskussion, ob es immer einen deutlichen Abschlag für Konglomerate gibt und ob der Effekt über mehrere Jahre stabil ist. Zudem können wir durch das Forschungsdesign und einen größeren Stichprobenzeitraum das Wissen über den deutschen Kapitalmarkt erweitern (vgl. Eulerich/Fligge 2021).

7 AUSBLICK UND FOLGERUNGEN FÜR DIE PRAXIS

Wie dieser Report skizziert hat, stehen sich in der Debatte um fokussierte bzw. diversifizierte Unternehmen Sichtweisen aus zwei Richtungen entgegen: Die strategische Managementlehre betont einen differenzierten Blick auf die Vor- und Nachteile beider Organisationsformen, die es in der Unternehmenspraxis individuell abzuwägen gilt. Im Gegensatz dazu hat sich in der Öffentlichkeit ein zunehmend verengtes Narrativ durchgesetzt, in dem das fokussierte Unternehmen zum überlegenen Leitbild stilisiert wird. Zentrale Treiber dieser Entwicklung sind bestimmte Kapitalmarktakteure, deren Forderungen nach Fokussierung maßgeblich auf dem herrschenden wissenschaftlichen Stand zum Konglomeratsabschlag, oder zumindest einem Ausschnitt dessen, aufsetzen. Der empirische Teil dieses Reports bestätigt zwar, dass es fallweise einen solchen Abschlag gibt, dieser aber keinesfalls „naturgegeben“ ist. Vielmehr spielt insbesondere der Branchenkontext des Unternehmens eine zentrale Rolle, was die Debatte wieder zurück auf die unternehmensstrategische Ebene und die unternehmensindividuellen Gegebenheiten führen sollte.

Konzerne stehen seit einiger Zeit vor enormen Herausforderungen, die sich zum einen aus den Interessen sowie Forderungen von Kapitalmarktakteuren ableiten, zum anderen von Überlegungen getragen werden, wie die wirtschaftlichen Aktivitäten der Zukunft gestaltet werden müssen. Unternehmen sind auf der Suche nach adäquaten Lösungen im Hinblick auf Geschäftsmodelle, Strategien und Strukturen.

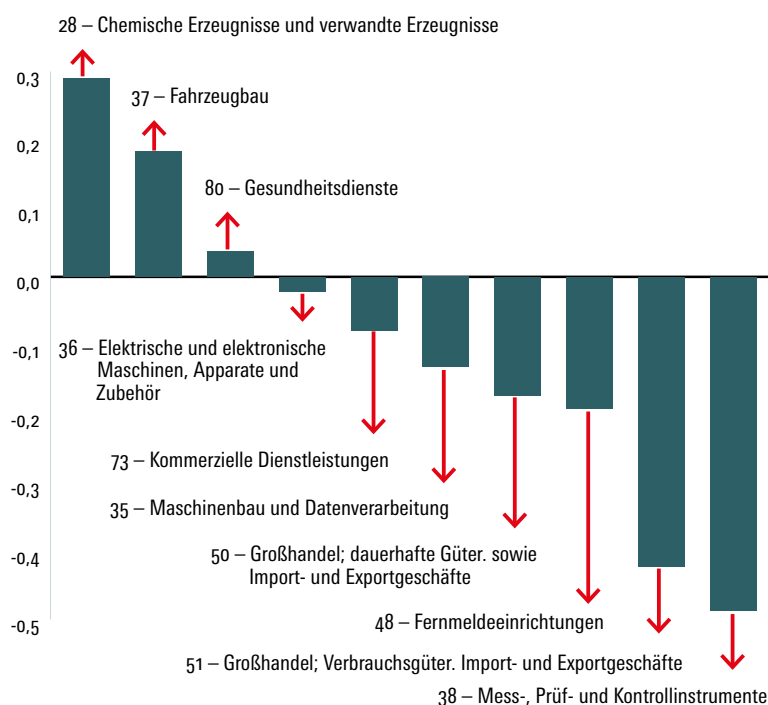
Die Studie hat verdeutlicht, dass in Deutschland nach wie vor viele Mischkonzerne existieren. Mehr noch: Die im Mainstream vorherrschende These, dass Mischkonzerne pauschal eine schlechtere Marktbewertung im Vergleich zu fokussierten Konzernen haben, konnte zugunsten eines differenzierteren Bildes widerlegt werden. Wie unsere Branchenbetrachtung zeigt, ist die Rolle der jeweiligen Branche stärker zu berücksichtigen, in der das Unternehmen tätig ist. Grundsätzlicher wäre zu argumentieren, dass die geeignete Organisationsform

eines Unternehmens weniger jene ist, die der Kapitalmarkt bevorzugt. Vielmehr handelt es sich um eine unternehmensstrategische Grundsatzfrage darüber, wie Wettbewerbsfähigkeit insbesondere im digitalen Zeitalter gestaltet werden soll. Daher sind nach unserer Auffassung unternehmensstrategische Analysen in dieser Frage in den Vordergrund zu stellen, um vernünftige Entscheidungen für die Zukunft der Unternehmen treffen zu können.

Die Autoren dieses Reports halten eine Diversifikationsstrategie für eine vielversprechende wirtschaftliche Option, die in bestimmten Konstellationen durchaus zum Erfolg führen kann (vgl. Campagna/Eulerich 2019). Die unternehmerischen Risiken in einer digitalen Zukunft voller wirtschaftlicher Herausforderungen können Unternehmen gerade mittels kluger Diversifizierung entsprechend streuen. Dieser Aspekt sollte mindestens ebenso berücksichtigt werden wie ambitionierte kurz- bis mittelfristige Kursziele am Kapitalmarkt. Die langfristige Wettbewerbsfähigkeit sollte immer der Maßstab für alle Aktivitäten sein. Mischkonzerne sollten sich auf jene Bereiche konzentrieren, in denen nachhaltig Perspektiven erkennbar sind, auch wenn für diese unterschiedlich hohe Renditen erwartet werden.

Abbildung 3

Überblick über die durchschnittlichen Überschusswerte (gemessen am Umsatz) diversifizierter Unternehmen nach Wirtschaftszweigen



Quelle: eigene Darstellung

Abschließend noch eine Anmerkung für den mitbestimmten Aufsichtsrat: Strategische Themen sind Themen, die in den mitbestimmten Aufsichtsrat gehören und ausführlich beraten werden müssen. Ob ein Mischkonzern die adäquate Organisationsform für einen Konzern ist oder nicht, kann nur im Zusammenhang mit der gesamten Konzernstrategie sinnvoll diskutiert werden. Die Praxis zeigt, dass Käufe, Abspaltungen oder Verkäufe nicht immer reibungslos funktionieren – insbesondere zum Leidwesen der Beschäftigten. Zwar wird von Kapitalmarktakteuren häufig behauptet, dass sich durch eine Fokussierungsstrategie auch für die abgestoßenen Segmente und Sparten bessere wirt-

schaftliche Chancen ergeben, jedoch ist dies kein Automatismus. Vielmehr ergeben sich zunächst Unsicherheiten und Probleme, da beispielsweise in Mischkonzernen Verwaltungsaufgaben oder Forschungs- und Entwicklungstätigkeit konzernübergreifend organisiert wurden, diese eingespielten Strukturen und Routinen im Zuge der Abspaltung jedoch entfallen. Daher sollte die Entscheidung, welche Organisationsform der individuellen Situation des Unternehmens am passgenauesten entspricht, sehr gut durchdacht sein und nicht allein von Modetrends und Kapitalmarktmeinungen beeinflusst werden.

Die Autoren

Dr. Sebastian Campagna
Institut für Mitbestimmung und
Unternehmensführung
Referat Wirtschaft
Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18
40474 Düsseldorf
Telefon +49 211 7778-170
sebastian-campagna@boeckler.de
www.boeckler.de

Univ.-Prof. Dr. Marc Eulerich
Lehrstuhl für Interne Revision
Mercator School of Management
Universität Duisburg-Essen
Lotharstraße 65
45057 Duisburg
Telefon +49 203 379-2600
marc.eulerich@uni-due.de
www.msm.uni-due.de

Alexander Sekanina
Institut für Mitbestimmung und
Unternehmensführung
Referat Wirtschaft
Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18
40474 Düsseldorf
Telefon +49 211 7778-168
alexander-sekanina@boeckler.de
www.boeckler.de

Tabelle 1

Überblick über den durchschnittlichen EV-Sales diversifizierter Unternehmen nach Wirtschaftszweigen

| Standard Industrie Code (SIC-Code) – Industriezweig | EV Sales 2009–2018 | | Anzahl Beobachtungen |
|---|--------------------|---------|----------------------|
| | Median | Mean | |
| 28 - Chemicals and related products | 0,3693 | 0,2896 | 43 |
| 35 - Mechanical engineering and computers | -0,2109 | -0,1317 | 101 |
| 36 - Electrical and electronic machines and apparatus and accessories | 0,0455 | -0,0213 | 38 |
| 37 - Transport equipment | 0,0876 | 0,1835 | 22 |
| 38 - Measuring, testing and control instruments | -0,4498 | -0,4874 | 18 |
| 48 - Telecommunications equipment | -0,1022 | -0,1919 | 23 |
| 50 - Wholesale trade; durable goods, import and export transactions | -0,3213 | -0,1734 | 15 |
| 51 - Wholesale trade; consumer goods, import and export transactions | -0,4510 | -0,4225 | 10 |
| 73 - Commercial services | -0,0916 | -0,0784 | 58 |
| 80 - Health services | 0,0206 | 0,0365 | 10 |
| Total | | | 338 |

Quelle: eigene Daten



Tabelle 2

Empirische Ergebnisse der ursprünglichen Studie von Eulerich/Eulerich (2019) mit dem vorliegenden Datensatz

Regression Results Pooled OLS mit D = DIV

| Variablen | (1) EV Sales | (2) EV Assets |
|-----------------|------------------------|------------------------|
| <i>DIV</i> | -0,1061*** (0,0186) | -0,1051*** (0,0239) |
| <i>SIZE</i> | 0,0402** (0,0131) | 0,0250** (0,0096) |
| <i>EBITS</i> | 1,0948*** (0,2008) | 0,0588 (0,1632) |
| <i>CAPEXS</i> | 2,3620*** (0,4568) | 1,6424** (0,6572) |
| <i>LEV</i> | 0,4280*** (0,1284) | -0,0835 (0,0976) |
| <i>CONSTANT</i> | -0,8175*** (0,1961) | -0,8816*** (0,1755) |
| Obs. | 1.507 | 596 |
| No. of Comp. | 289 | 172 |
| R ² | 0,161 | 0,084 |
| Year FE | Ja | Ja |
| Industry FE | Ja | Ja |

Standard Error from Driscoll/Kraay (1998) in brackets.

*** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Quelle: eigene Darstellung nach Eulerich/Eulerich (2019)



- Allen, R.S./Helms, M.M./Takeda, M.B./White, C.S. (2007):** Porter's Generic Strategies. An Exploratory Study of their Use in Japan. In: *Journal of Business Strategies* 24(1), S. 69.
- Ansoff, H.I. (1965):** *Corporate Strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion.* New York: McGraw-Hill.
- Ammann, M./Hoechle, D./Schmid, M. (2012):** Is there Really No Conglomerate Discount? In: *Journal of Business Finance & Accounting* 39 (1-2), S. 264–288.
- Anderson, R.C./Reeb, D.M. (2003):** Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. In: *The Journal of Finance* 28 (3), S. 1301–1328.
- Bahn Müller, R./Faust, M. (2007):** Die Zeit der Aktienanalysten. In: *Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft: Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen*, S. 37–74. Marburg: Metropolis-Verlag.
- Bain & Company (2017):** Everybody Wins in Divestitures. https://media.bain.com/Images/BAIN_BRIEF_Everybody_Wins_in_Divestitures.pdf (Abruf am 29.08.2022).
- Beckmann, P. (2006):** Der Diversification Discount am deutschen Kapitalmarkt: Eine empirische Untersuchung des Bewertungsunterschieds zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen und seiner Einflussfaktoren. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Berger, P.G./Ofek, E. (1995):** Diversification's Effect on Firm Value. In: *Journal of Financial Economics* 37 (1), S. 39–65.
- Bergmann, E. (2002):** Beurteilung unternehmensstrategischer Entscheidungen und Managementgüte durch institutionelle Investoren. In: *Corporate Governance: Herausforderungen und Lösungsansätze*, S. 133–148. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Bessler, W./Rapp, M.S. (2021):** Die Rolle Institutioneller Investoren als Eigentümer börsennotierter Gesellschaften in Deutschland. https://www.boeckler.de/fpdf/HBS-008260/p_mbf_report_2022_71.pdf (Abruf am 29.08.2022).
- Boston Consulting Group (2006). Managing for Value: How the World's Top Diversified Companies Produce Superior Shareholder Returns.** <https://studylib.net/doc/8150898/managing-for-value-how-the-world-s-top-diversified> (Abruf am 24.11.2022).
- Brenes, E.R./Montoya, D./Ciravegna, L. (2014):** Differentiation Strategies in Emerging Markets: The Case of Latin American Agribusinesses. In: *Journal of Business Research* 67(5), S. 847–855.
- Campa, J.M./Kedia, S. (2002):** Explaining the Diversification Discount. In: *The Journal of Finance* 57 (4), S. 1731–1762.
- Campagna, S./Eulerich, M. (2019):** Mischkonzerne – ein Auslaufmodell? In der Zwickmühle zwischen Kapitalmarktmoden und digitaler Transformation. Mitbestimmungsreport Nr. 46. Hans-Böckler-Stiftung (Hg.). https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2019_46.pdf (Abruf am 29.08.2022).
- Campagna, S. (2020):** Unternehmensstrategie mitgestalten – eine Arbeitshilfe für Aufsichtsräte. Mitbestimmungspraxis Nr. 29. Hans-Böckler-Stiftung (Hg.). https://www.imu-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-007601 (Abruf am 29.08.2022).
- Chang, S./Kogut, B./Yang, J.-S. (2016):** Global Diversification Discount and its Discontents: A Bit of Self-Selection Makes a World of Difference. In: *Strategic Management Journal* 37 (11), S. 2254–2274.
- Delmas, M.A./Pekovic, S. (2015):** Resource Efficiency Strategies and Market Conditions. In: *Long Range Planning*, 48(2), S. 80–94.
- Denis, D.J./Denis, D.K./Yost, K. (2002):** Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value. In: *The Journal of Finance* 57 (5), S. 1951–1979.
- Dess, G.G./Davis, P.S. (1984):** Porter's (1980) Generic Strategies as Determinants of Strategic Group Membership and Organizational Performance. In: *Academy of Management Journal* 27(3), S. 467–488.
- Eulerich, M./Fligge, B. (2021):** To Diversify or Not to Diversify? – Questioning the Diversification Discount in Germany. Working Paper der Universität Duisburg Essen. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3788057 (Abruf am 29.08.2022).
- Egan, M. (2018):** One of America's last industrial conglomerates is breaking up. CNN Business.
- Fauver, L./Houston, J./Naranjo, A. (2003):** Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis. In: *Journal of Financial and Qualitative Analysis* 38 (1), S. 135–157.
- Fuchs-Heinritz, W./Lautmann, R./Ramstedt, O./Wienold, H. (1995) (Hg.):** *Lexikon zur Soziologie.* 3. Auflage. Opladen. Westdeutscher Verlag.
- Glaser, M./Müller, S. (2010):** Is the Diversification Discount Caused by the Book Value Bias of Debt? In: *Journal of Banking & Finance* 34 (10), S. 2307–2317.
- Goergen, M./Manjon, M.C./Renneboog, L. (2008):** Is the German system of corporate governance converging towards the Anglo-American model? In: *Journal of Management & Governance* 12 (1), S. 37–71.
- Goll, I./Brown Johnson, N./A. Rasheed, A., (2008):** Top management team demographic characteristics, business strategy, and firm performance in the US airline industry, *Management Decision*, Vol. 46 Iss 2 pp. S. 201 – 222
- Gordon, S./Schotter, J. (2017):** Metro seeks higher valuation by splitting into two. In: *Financial Times*.
- Hackethal, A./Schmidt, R.H./Tyrell, M. (2005):** Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system? In: *Corporate Governance: An International Review* 13 (3), S. 397–407.
- Hill, C.W.L./Jones, G.R. (2004):** *Strategic Management: An Integrated Approach.* 6. Auflage. Boston: Houghton Mifflin.
- Hoechle, D./Schmid, M./Walter, I./Yermack, D. (2012):** How Much of the Diversification Discount can be Explained by Poor Corporate Governance? In: *Journal of Financial Economics* 103 (1), S. 41–60.

- Jirjahn, U. (2019):** Foreign ownership and intra-firm union density in Germany. In: *Economic and Industrial Democracy*, 1–28.
- Kluge, J. (2014):** Der Diversification Discount deutscher börsennotierter Unternehmen und seine Einflussfaktoren. <https://eldorado.tu-dortmund.de/handle/2003/33681> (Abruf am 29.08.2022).
- Lazard (2021):** Lazard's Capital Market Advisory Group: 2021 Review of Shareholder Activism. https://www.lazard.com/media/452017/lazards-2021-review-of-shareholder-activism_vff.pdf (Abruf am 29.08.2022).
- Lins, K./Servaes, H. (1999):** International Evidence on the Value of Corporate Diversification. In: *The Journal of Finance* 54 (6), S. 2215–2239.
- Lins, K.V./Servaes, H. (2002):** Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets? In: *Financial Management* 31 (2), S. 5–31.
- Liu, Y.-H. (2016):** Überinvestitionen, Managementkompetenz und Unternehmenswert: Eine empirische Analyse zum Bewertungsunterschied zwischen fokussierten Unternehmen und Konglomeraten. Göttingen: Cuvillier Verlag.
- Mansi, S.A./Reeb, D.M. (2002):** Corporate Diversification: What Gets Discounted? In: *The Journal of Finance* 57 (5), S. 2167–2183.
- Markowitz, H. (1952):** Portfolio selection. In: *The Journal of Finance* 7 (1), S. 77–91.
- McGee, P. (2019):** Siemens chief streamlines to shed 'dinosaur' structure. In: *Financial Times*.
- Miller, J. (2020):** Siemens Energy shares slump on Frankfurt debut. *Financial Times*.
- Porter, M.E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*.** Free Press, New York.
- Porter, M.E. (1985):** *Competitive Advantage: Creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.
- Scheuplein, C. (2019):** *Private Equity Monitor 2018: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland*. https://www.imu-boeckler.de/fpdf/HBS-007132/p_mbf_report_2019_49.pdf (Abruf am 29.08.2022).
- Schwetzler, B./Reimund, C. (2003):** *Conglomerate Discount and Cash Distortion: New Evidence from Germany*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=392321 (Abruf am 29.08.2022).
- Sekanina, A. (2018):** *Finanzinvestoren und Mitbestimmung. Wie der Wandel der Investorenlandschaft die Mitbestimmung herausfordert*. Mitbestimmungsreport Nr. 42. Hans-Böckler-Stiftung (Hg.). https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2018_42.pdf (Abruf am 29.08.2022).
- Spanos, Y.E./Zaralis, G./Lioukas, S. (2004):** Strategy and Industry Effects on Profitability. Evidence from Greece. In: *Strategic Management Journal* 25(2), S. 139–165.
- Stein, J.C. (1997):** Internal capital markets and the competition for corporate resources. In: *The Journal of Finance* 52 (1), S. 111–133.
- Stulz, R.M. (1990):** Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. In: *Journal of Financial Economics* 26 (1), S. 3–27.
- Weiner, C. (2005):** The Conglomerate Discount in Germany and the Relationship to Corporate Governance. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=871030 (Abruf am 29.08.2022)
- Welge, M. K./Al-Laham, A./Eulerich, M. (2017):** *Strategisches Management. Grundlagen – Prozess – Implementierung*. 7. Auflage, Wiesbaden: Springer Gabler Verlag.
- Weston, J.F. (1970):** The Nature and Significance of Conglomerate Firms. In: *St. John's Law Review* 44 (5), S. 66–80.
- Wong, J. (2019):** A Nudge From Dan Loeb Could Pay Dividends for Sony: Activist investor suggests a split of Sony's businesses for the second time in six years. In: *Wall Street Journal*.

Das I.M.U. (Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung der Hans-Böckler-Stiftung) berät und qualifiziert Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, Betriebs- und Personalräten sowie Arbeitsdirektorinnen und Arbeitsdirektoren. Demokratie lebt von Mitbestimmung. Wir fördern eine Kultur, in der Menschen sich einbringen, mitentscheiden und mitgestalten können. Im Alltag und am Arbeitsplatz.



TWITTER

Wie wollen wir morgen arbeiten und leben? Wie können wir Mitbestimmung im Zeitalter von Digitalisierung und Globalisierung sichern? Mehr Informationen über #zukunftmitbestimmung auf unserem Twitterkanal:

<https://twitter.com/ZukunftMB>



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter benötigen umfangreiches Orientierungs- und Handlungswissen: aktuell, kompakt und passgenau auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten. Das bietet das Mitbestimmungsportal der Hans-Böckler-Stiftung.

<https://www.mitbestimmung.de>



MITBESTIMMUNG DURCH PRAXISWISSEN GESTALTEN

Betriebs- und Dienstvereinbarungen zeigen: Betriebliche Praxis gestaltet heute gute Arbeit von morgen. Wir stellen Beispiele vor, bei denen sich Mitbestimmungsakteure und Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber auf Regelungen verständigt haben, um Folgen digitaler und technologischer Entwicklungen positiv im Sinne der Beschäftigten mitzubestimmen.

<https://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen>

IMPRESSUM

Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)
der Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf
Telefon +49 (211) 77 78-17 2

<https://www.mitbestimmung.de>

Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 77 78-15 0
rainer-jung@boeckler.de

Satz: I.M.U.

Redaktion

Sebastian Campagna, Referat Wirtschaft
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 77 78-17 0
sebastian-campagna@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 76, 04. 2023

ISSN 2364-0413



„Der Diversification Discount in Deutschland“ von Sebastian Campagna, Marc Eulerich und Alexander Sekanina ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.