



IW-Trends 3/2018

Unternehmensaufspaltungen - Ökonomische Aspekte eines globalen Trends

Klaus-Heiner Röhl

Vorabversion aus: IW-Trends, 45. Jg. Nr. 3
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.

Verantwortliche Redakteure:

Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776

Holger Schäfer, Telefon: 030 27877-124

groemling@iwkoeln.de · schaefer.holger@iwkoeln.de · www.iwkoeln.de

Die IW-Trends erscheinen viermal jährlich, Bezugspreis € 50,75/Jahr inkl. Versandkosten.

Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über
lizenzen@iwkoeln.de.

ISSN 0941-6838 (Printversion)

ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2018 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

Unternehmensaufspaltungen - Ökonomische Aspekte eines globalen Trends

Klaus-Heiner Röhl, September 2018

Zusammenfassung

Während über eine lange Zeit eine Tendenz zu dominierenden Großunternehmen durch Übernahmen zu beobachten war, ist in Deutschland wie international zuletzt eine gegenläufige Entwicklung erkennbar: Unternehmensaufspaltungen durch Verkäufe, Börsengänge oder Spin-offs nehmen offensichtlich zu. Nicht mehr die Größe allein zählt, sondern zunehmend die Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder. Dabei stellt sich die Frage, ob die damit verbundenen Risiken derzeit ausgeblendet werden, denn die Aufstellung von Unternehmen in mehreren Geschäftsfeldern kann eine Versicherung gegen branchenspezifische Krisen bilden. Vielmehr steht derzeit zur Diskussion, ob die Größen- und Diversifizierungsvorteile überbewertet wurden und die Fokussierung der stärker spezialisierten Einheiten höhere Vorteile bietet. Der Kapitalmarkt gibt jedenfalls entsprechende Hinweise, denn oft werden abgespaltene Unternehmensbereiche als eigenständig gelistete Aktiengesellschaften höher bewertet als zuvor innerhalb eines Konzerns. Empirische Untersuchungen weisen signifikant geringere Bewertungen für Multispartenunternehmen im Vergleich zu fokussierten Unternehmen mit vergleichbarer Größe in den gleichen Teilmärkten aus. Mit dem S&P US Spin-off-Index steht seit 2006 ein spezialisierter Aktienindex zur Verfügung, der die Bewertung abgespaltener börsennotierter Unternehmen in den USA aufzeigt. Dieser Spin-off-Index ist seitdem erheblich stärker angestiegen als der marktweite S&P 500. Aufspaltungen werden oft von aktivistischen Investoren wie Hedgefonds vorangetrieben. Doch es gibt aktuelle Beispiele, bei denen die Initiative von der Unternehmensführung selbst ausging. Die Attraktivität von Spin-offs durch einen Börsengang dürfte aber auch immer vom Marktumfeld abhängen, sodass der aktuelle Trend zu Aufspaltungen eventuell mit einem kräftigen Rückgang der Bewertungen an den Börsen wieder abflauen kann.

Stichwörter: Unternehmensorganisation, Unternehmensaufspaltungen, Restrukturierung

JEL-Klassifikation: G34, L22

Aktuelle Beispiele für Unternehmensaufspaltungen

Unternehmensaufspaltungen gehören neben Gründungen, Schließungen, Fusionen und Unternehmenswachstum zu den treibenden Kräften des Strukturwandels. Nicht wenige Industrieunternehmen in den beiden führenden deutschen Börsenindices Dax und MDax waren zuvor Teil eines Konzerns, dessen Führung sich schließlich zu einer Trennung durch Bildung eines eigenständigen börsennotierten Unternehmens entschloss. Eine aktuelle Abspaltung eines großen Unternehmensteils durch einen Börsengang (Initial Public Offering – IPO) ist Siemens Healthineers. Die Medizintechniksparte des Elektrokonzerns erlebte Mitte März 2018 ihr Börsen-debut und wird nun im TecDax gelistet. Nach der Mikrochipsparte Infineon im Jahr 2000 und dem Beleuchtungsgeschäft von Osram 2013 trennt sich Siemens damit von einem weiteren Geschäftsfeld mit einer hohen marktlichen Fokussierung. Im Juli 2018 gab auch der Autozulieferer Continental bekannt, sich in drei Unternehmensteile aufzuspalten – die allerdings zumindest vorerst unter dem gemeinsamen Dach einer Holding verbleiben.

Das für seine Drucker bekannte IT-Unternehmen Hewlett Packard spaltete sich 2015 in die beiden eigenständigen Unternehmen HP Inc. und Hewlett Packard Enterprise auf, um die unter hohem Wettbewerbsdruck stehende Hardwarefertigung vom wachstumsstärkeren Dienstleistungsangebot zu trennen. Auch der große amerikanische Konkurrent von Siemens, der Elektrokonzern General Electric (GE), verfolgt derzeit die Strategie, einzelne Geschäftsbereiche wie zuletzt das Gasmotoren- und Turbinengeschäft abzuspalten.

Derart große, über die Börse abgewickelte Aufspaltungen oder Abspaltungen stellen jedoch nur die Spitze des Eisbergs dar. Kleinere Unternehmenstrennungen finden laufend statt und tragen so gemeinsam mit Gründungen (Röhl, 2016) dazu bei, dass Konzentrationstendenzen in der Wirtschaftsstruktur durch Unternehmenswachstum und Übernahmen immer durch gegenläufige Entwicklungen konterkariert werden und die durchschnittliche Unternehmensgröße in der langen Frist stabil ist (Röhl, 2014).

Die Abspaltung eigenständiger Geschäftsfelder wie jüngst durch Siemens ist kein Einzelfall, sondern eine seit den 1990er Jahren von vielen großen Multispartenunternehmen verfolgte Strategie. In dem folgenden Beitrag wird eine kurze empirische

Typen von Unternehmensaufspaltungen

Spin-off: Im Deutschen für fast alle Arten von Abspaltungen aus größeren Unternehmen verwendet, bezeichnet ein Spin-off im engeren Sinn nur eine Abspaltung einer Unternehmenseinheit über eine Börsentransaktion, die die Besitzverhältnisse nicht ändert: Die Aktionäre des originären Unternehmens erhalten Anteile an der neu konstituierten Firma, die ihrem jeweiligen Anteil am Altunternehmen exakt entsprechen. Die Altaktionäre sind nun an zwei separaten börsennotierten Unternehmen mit jeweils eigenem Management beteiligt. Das Mutterunternehmen kann seine ehemalige Einheit zu 100 Prozent an die Altaktionäre übertragen oder es hält weiterhin eine Minderheitsbeteiligung von üblicherweise bis zu 20 Prozent der Anteile (Picardo, 2015). Da kein Verkaufspreis gezahlt wird und eine Ausschüttung per Dividende allenfalls für nicht in volle Aktienanteile umsetzbare Restbeträge anfällt, ist das Spin-off eine steuerneutrale Möglichkeit, eine Unternehmenssparte als eigenständige Einheit an die Börse zu bringen (Rubin/Midler, 1948; Boreiko/Murgia, 2016, 7). Dafür erhält das ausgründende Unternehmen allerdings auch keinen Gegenwert für die Ausgabe der Anteile. Nutznießer sind allein die Aktionäre, sofern die eigenständige Einheit als fokussiertes Unternehmen bessere Wachstumsaussichten genießt und zukünftig an der Börse höher bewertet wird als zuvor als Teil eines Mischkonzerns (Picardo, 2015).

Demerger: Dieser Begriff wird verwendet, wenn die abgespaltene Unternehmenseinheit zuvor durch eine Übernahme erworben wurde (Radda, 2015, 180). Ein Demerger war ebenso Teil der Aufspaltung von Hewlett Packard im Jahr 2015, denn der in die Eigenständigkeit entlassene Dienstleistungsbereich enthielt das Geschäft des 2011 übernommenen Unternehmenssoftwareanbieters Autonomy, der sich zu einer Belastung für den Konzern entwickelt hatte. Im Herbst 2017 trennte sich auch Hewlett Packard Enterprise von dem Unternehmenssoftwarebereich per Spin-off und gleichzeitigem Zusammenschluss des Bereichs mit einem anderen Softwareunternehmen (Rodriguez, 2017). Boreiko und Murgia (2016) finden in ihrer Untersuchung europäischer Spin-offs von 1985 bis 2005 einen Anteil von 25 Prozent zuvor übernommener Unternehmens(teile). Diese nicht unerhebliche Anzahl an Abspaltungen vormals übernommener Geschäftsfelder weist darauf hin, dass erhoffte Synergieeffekte sich keineswegs immer einstellen und es hier möglicherweise zu einer Korrektur einer als unvorteilhaft anzusehenden Entscheidung kommt. Diese Sichtweise enthält allerdings einen Hindsight Bias, denn im Rückblick mit Kenntnis der eingetretenen Entwicklung lassen sich zuvor getroffene Entscheidungen leicht kritisch beurteilen. Demerger können daher neutraler betrachtet ebenfalls als Hinweis auf eine wachsende Flexibilität in den Unternehmensstrategien interpretiert werden, in der nicht nur Entscheidungen über Produkte und Märkte schneller getroffen werden (müssen), sondern auch

Entscheidungen über den Erwerb oder Verkauf ganzer Geschäftsfelder – unter Einschluss von Revisionen früherer Entscheidungen.

Split-off: In einer Abspaltung per Split-off werden den Altaktionären ebenfalls Anteilsscheine eines auszugliedernden Unternehmensteils angeboten, jedoch nicht anteilig zu ihrer bisherigen Aktienbeteiligung am Altunternehmen: Vielmehr müssen sich die Aktionäre zwischen einer Beteiligung am alten und am neu entstehenden Unternehmen entscheiden. Hierdurch soll auch in der Aktionärsstruktur ein klarer Schnitt vollzogen werden. Einem Split-off geht üblicherweise ein Verkauf eines Teils der Aktien des abgespaltenen Unternehmens an der Börse voraus, sodass die Aktionäre ihre Entscheidung zugunsten des Mutterunternehmens oder der neuen Einheit auf Basis einer bestehenden Börsenbewertung treffen können (Picardo, 2015). Als Anreiz für den Tausch erhalten die Altaktionäre oft einen etwas höheren Gegenwert in Anteilen des neuen Unternehmens, als sie an Aktien des Mutterunternehmens abgeben müssen. Für das Mutterunternehmen ähnelt der Split-off damit in seinen Wirkungen einem Aktienrückkauf, wobei die erworbenen eigenen Anteilsscheine jedoch nicht mit Bargeld, sondern mit Aktien des abgetrennten Unternehmensteils bezahlt werden (Picardo, 2015).

Carve-out: Damit wird eine Aufspaltung bezeichnet, in der eine bisherige Konzernsparte oder eine nicht selbstständige Tochtergesellschaft durch IPO an die Börse gebracht wird. In diesem Fall erzielt das Mutterunternehmen eine Einnahme, die Abspaltung ist daher im Gegensatz zu Spin-off und Split-off nicht steuerneutral. Derartige Trennungen per IPO erreichen oft eine hohe öffentliche Aufmerksamkeit, da die Aktien der Allgemeinheit zum Kauf angeboten werden und der Börsengang entsprechend beworben und medial vermarktet wird. Ein gutes Beispiel hierfür ist der Infineon-Börsengang im Jahr 2000, die aktuelle Abspaltung von Healthineers vom Siemens-Konzern sowie der Börsengang der Deutschen Telekom im Jahr 1996. Das bundeseigene Kommunikationsunternehmen war zwar zum Zeitpunkt des IPO bereits ein eigenständiges Unternehmen, doch war es als solches erst gut ein Jahr zuvor aus einer Abspaltung von der Deutschen Post – der vormaligen Bundespost – entstanden.

Bestandsaufnahme zur aktuellen Entwicklung der globalen Unternehmensaufspaltungen vorgenommen. In einem Kasten werden zunächst die unterschiedlichen Typen von Unternehmensaufspaltungen dargelegt. Dem folgt eine Erörterung der Vor- und Nachteile dieser Geschäftsstrategien.

Globale Entwicklung seit 2000

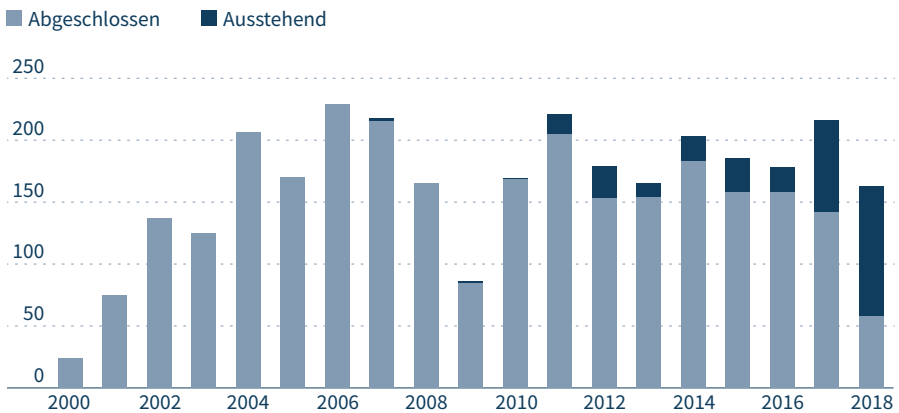
Die empirische Arbeit zu Unternehmensaufspaltungen ist mit datenbezogenen Hindernissen behaftet. Gleichwohl wird nachfolgend versucht, die Entwicklung seit der Jahrtausendwende aufzuzeigen. Da es keine „offizielle“ Statistik zu Unternehmensaufspaltungen gibt, ist keine Datenbasis mit Anspruch auf Vollerfassung verfügbar. Eine Alternative zur Erfassung von Unternehmensteilungen, die hier verfolgt wird, ist die Filterung kapitalmarktrelevanter Abspaltungen und Aufspaltungen aus Börsennachrichten. Verwendet wird hier die Bloomberg-Datenbank. Die vielen kleineren Spin-offs nicht börsennotierter Kapital- und Personengesellschaften können kaum erfasst werden, aber auch für die asiatischen Aktienmärkte – vor allem den wachsenden chinesischen Markt – liegt sicherlich eine Untererfassung vor.

Abbildung 1 zeigt, dass die Anzahl der Unternehmensabspaltungen (Spin-offs, Split-offs und Carve-outs) von börsennotierten Kapitalgesellschaften ausgehend vom Jahr 2000 weltweit stark zugenommen hat. Ein erster Höhepunkt wurde mit 229 Fällen im Jahr 2006 erreicht. Danach kam es zu einem spürbaren Rückgang mit einem Tiefpunkt von nur 84 Fällen im Rezessionsjahr 2009. Die für dieses Jahr

Weltweite Unternehmensaufspaltungen

Abbildung 1

Abgeschlossene und ausstehende Aufspaltungen¹⁾ börsennotierter Unternehmen



Angaben für 2018: Januar bis 25. Juli.

1) Spin-offs, Split-offs, Carve-outs.

Quellen: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 1: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/9MfAVLaqWVXnNB>

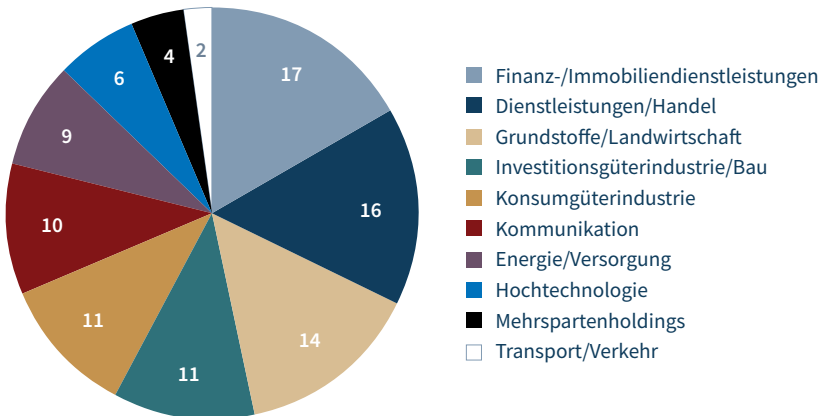
geplanten Börsengänge mussten damals krisenbedingt vielfach abgesagt oder verschoben werden. Doch ebenso wie die Gesamtwirtschaft in wichtigen Volkswirtschaften wie den USA, dem Vereinigten Königreich und Deutschland erholte sich der Markt für Unternehmensaufspaltungen schnell wieder: Mit 222 Abspaltungen (einschließlich noch nicht abgeschlossener Fälle) wurde bereits 2011 das starke Ergebnis von 2006 nahezu eingestellt. Seitdem bewegt sich das Niveau zwischen 150 und 200 Fällen pro Jahr.

Die über 4.000 in der Bloomberg-Datenbank erfassten Unternehmensaufspaltungen seit dem Jahr 2000 betreffen alle Wirtschaftszweige, wobei die Finanz- und Immobiliendienstleistungen mit knapp 700 oder knapp 17 Prozent die meisten Fälle auf sich vereinigen (Abbildung 2). Dienstleistungen und Handel folgen mit fast 16 Prozent der Aufspaltungen vor der Investitionsgüterindustrie einschließlich Bausektor sowie der Konsumgüterindustrie. Die Kommunikationsbranche (Telekommunikation, Internetdienste, Medien, Werbung) ist für ein Zehntel der Aufspaltungen verantwortlich, im Energie- und Versorgungssektor sind es 8,5 Prozent. Auf Technologieunternehmen entfallen nur 6 Prozent der erfassten Aufspaltungen.

Unternehmensaufspaltungen nach Wirtschaftsbereichen

Abbildung 2

Anteil der Wirtschaftsbereiche an den Aufspaltungen¹⁾ in Prozent



Referenzzeitraum: Januar 2000 bis 25. Juli 2018.

1) Spin-offs, Split-offs, Carve-outs.

Quellen: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 2: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/uTco1aQNWtvJ1Uj>

Möglicherweise sind in diesem auf wachstumsstarke Felder ausgerichteten Segment noch eher Übernahmen als Aufspaltungen zu beobachten. Viele Technologieunternehmen sind auf einen bestimmten Wachstumsmarkt fokussiert und bieten daher weniger Potenzial für Aufspaltungen als Mehrspartenunternehmen. Börsennotierte große Technologieunternehmen sind oft noch in der Expansionsphase und treten selbst eher als Übernehmer aussichtsreicher Geschäftsfelder auf, als dass sie Bereiche abspalten. Holdings mit Unternehmensteilen in nicht verbundenen Geschäftsfeldern sind dagegen zwar für Aufspaltungen prädestiniert, doch bilden sie nur einen kleinen Teil der börsennotierten Unternehmen, was vermutlich die überschaubare Anzahl – 174 Fälle oder gut 4 Prozent – erklärt.

Aktivistische Investoren

Der aufgezeigte Trend zu Unternehmensaufspaltungen ist nicht nur auf strategische Erwägungen in den Führungen der börsennotierten Muttergesellschaften zurückzuführen, sondern er kann ebenso von Aktionärsgruppen ausgehen. Diese sind dann mit der Kursentwicklung der Aktien des Unternehmens, an dem sie Anteile halten, nicht zufrieden und erwarten eine Steigerung des Shareholder Value durch die eigenständige Börsennotierung von Geschäftsbereichen, die sie innerhalb des Altunternehmens für unterbewertet halten. Die überdurchschnittliche Kursentwicklung von Spin-offs spezialisierter Unternehmen gibt dieser Erwartung eine empirische Unterfütterung (Gertner et al., 2002; Boreiko/Murgia, 2016).

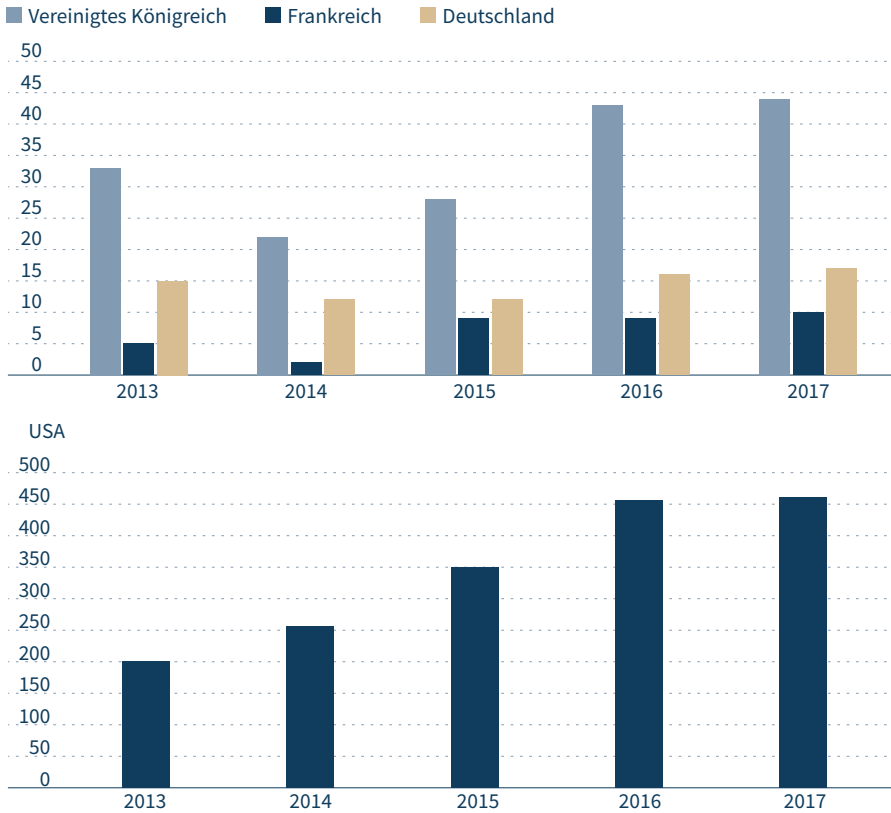
Im Jahr 2017 wurden nach Auswertungen der Agentur Activist Insight europaweit 161 Kampagnen registriert, mit denen sogenannte aktivistische Investoren Einfluss auf die Strategie der Unternehmensführung nehmen wollten (Köhler/Landgraf, 2018). Bei den hier verwendeten Daten zu Investorenkampagnen ist zu berücksichtigen, dass es dabei nicht allein um Unternehmensaufspaltungen geht: Auch Übernahmen und die Reorganisation des Unternehmens können Ziele der aktiv in die Unternehmensführung eingreifenden Investoren sein, sofern sie eine Steigerung des Shareholder Value anstreben.

Die Entwicklung von Kampagnen aktivistischer Investoren – zum Beispiel Hedgefonds – auf dem deutschen Aktienmarkt seit 2013 zeigt einen leichten Aufwärtstrend (Abbildung 3 oben). Mit mindestens 17 Fällen wurde 2017 ein Höchstwert erreicht (Skadden, 2017, 8). Im Vereinigten Königreich, das im vergangenen Jahr ebenfalls

Kampagnen aktivistischer Investoren

Abbildung 3

Von Kampagnen aktivistischer Investoren¹⁾ betroffene Unternehmen



Für das Vereinigte Königreich, Frankreich und Deutschland 2017: hochrechnungsbasierte Schätzung.
Quellen: Skadden, 2017; Activits Inside, 2015; 2016; 2017; 2018; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 3: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/0jqbwYs5gKezSq>

einen neuen Höchststand verzeichnete, wurden jedoch gleichzeitig 44 Investorenkampagnen erfasst. Dies zeigt, dass in Deutschland der Einfluss von Hedgefonds und anderen Investoren, die aktiv die Entscheidungen börsennotierter Unternehmen beeinflussen wollen, noch überschaubar ist. Zu beachten ist dabei auch, dass in Deutschland die Anzahl börsennotierter Unternehmen mit zuletzt 450 (Demary/Röhl, 2017; World Bank, 2018) erheblich geringer ist als im Vereinigten Königreich mit 1.858 Firmen. Die angelsächsischen Länder verfügen generell über eine stärker auf den Aktienmarkt ausgerichtete Finanzierungskultur des Unternehmenssektors.

Dies zeigt sich auch gemäß Activist Insight (2018) in den Vereinigten Staaten, wo im Jahr 2017 insgesamt 461 Fälle aktivistischer Kampagnen verzeichnet wurden (Abbildung 3 unten). Das entspricht 57 Prozent der weltweiten Kampagnen.

Eine Zunahme der Aktivitäten aktivistischer Investoren in anderen Weltregionen, vor allem in Europa und Asien, könnte darauf zurückzuführen sein, dass der amerikanische Markt für die Aufteilung unterbewerteter Multispartenunternehmen inzwischen als weitgehend abgearbeitet gilt (Skadden, 2017). Die Börsenbewertungen sind gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Durchschnitt in den Vereinigten Staaten höher als in Europa, sodass aktivistische Fonds sich stärker dem europäischen Markt zugewandt haben. Nicht immer geht ein aktivistischer Investor allerdings mit seinen Forderungen an die Öffentlichkeit. Oft wird zunächst in einem direkten Gespräch versucht, die Unternehmensführung in der gewünschten Weise zu beeinflussen (Landgraf, 2018), sodass die bekannten und in Abbildung 3 erfassten Fälle nur einen Teil der Gesamtzahl abbilden.

Vorteile und Nachteile von Unternehmensaufspaltungen

Industrielle Mischkonzerne stellten über lange Zeit ein Erfolgsmodell der Wirtschaftsentwicklung dar. Die Größe an sich erlaubt Economies of Scale und die Bündelung zentraler Funktionen wie Leitung, Vertrieb, Einkauf und Forschung bietet darüber hinaus Economies of Scope, während die Zusammenarbeit über Divisionsgrenzen hinweg zusätzliche Synergieeffekte ermöglicht. Dies gilt zumindest, sofern es sich um technologisch verwandte Bereiche im Unternehmen handelt und nicht um reine Konglomerate etwa in Form einer Holding. Neben Economies of Scale und möglichen Synergieeffekten bietet die Geschäftstätigkeit in verschiedenen Feldern eine Absicherung aufgrund der Risikostreuung. Dieser Effekt kommt auch Konglomeraten zugute, deren Geschäftsfelder keinerlei Berührungspunkte aufweisen (Hill et al., 2016, 20).

Die genannten Vorteile von Mehrspartenunternehmen gelten zumindest in der Theorie und werden oft als Begründung für Übernahmen angeführt (Radda, 2015). Vorteile für das übernehmende Unternehmen können auch in einer verbesserten Preissetzungsmacht bestehen. Diese Art von Synergie stellte sich in einer Studie sogar als größter positiver Einflussfaktor auf den Gewinn heraus (Chatterjee, 1986). Doch in der Praxis stellen sich die erwünschten Synergieeffekte oft nicht ein. Ein

Phänomen, das bei Unternehmensübernahmen und Fusionen ebenso wie bei etablierten Mehrspartenunternehmen häufig zu beobachten ist (Moeller et al., 2005; Malmendier et al., 2016). Agrawal und Jaffe (2000) stellen in einem Literatur-survey zu Untersuchungen der umfangreichen nordamerikanischen Merger-Aktivitäten in den 1980er und 1990er Jahren fest, dass bereits für diesen Zeitraum eine schlechte Kursperformance der übernehmenden Aktiengesellschaften festzustellen war. Profitiert haben hingegen die Aktionäre der übernommenen Unternehmen, was ein Hinweis auf oft überhöhte Kaufpreise sein könnte. Langwierige Abstimmungsprozesse mit der Konzernleitung und zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern können zu Reibungsverlusten führen, die die positiven Synergien durch die Zusammenlegung zentraler Funktionen übersteigen. Vorteile aus Kooperationen zwischen den Geschäftsbereichen werden oft überschätzt oder durch eine überzogene Konkurrenz um zentrale Ressourcen überkompensiert. Diese nicht selten zu beobachtenden Effekte werden auch als umgekehrte Synergien („reverse synergies“) bezeichnet (Hindle, 2008; Radda, 2015).

Zwei oder mehr auf relativ eng definierte Geschäftsfelder spezialisierte Unternehmen können zudem leichter eigenständige Strategien verfolgen als ein Konzernvorstand, der seine Aufmerksamkeit diversen Geschäftsbereichen und dem Gesamtkonzern widmen muss (Picardo, 2015). Theoretisch könnte dies auch durch eine größere Eigenständigkeit der Geschäftsbereiche erreicht werden, was jedoch in der Praxis nur selten zu gelingen scheint. Stattdessen ist offenbar eher die Fokussierung durch echte unternehmerische Eigenständigkeit geeignet, eine höhere Profitabilität und ein schnelleres Unternehmenswachstum zu generieren (Picardo, 2015).

Ein weiteres Argument zugunsten von Aufspaltungen ist, dass die Trennung der Unternehmensbereiche in unternehmerisch eigenständige Geschäftsfelder eine effiziente Allokation des Kapitals durch eine leichtere (Markt-)Reaktion auf den jeweiligen Kapitalbedarf ermöglicht (Picardo, 2015). Dieses Argument basiert auf der Annahme oder Erfahrung, dass Märkte eher eine effiziente Kapitalallokation herbeiführen als ein zentraler Planer – unabhängig davon, ob in einer Zentralplanwirtschaft oder in einem großen Mischkonzern mit vielen Einheiten, deren jeweilige Leiter mit mehr oder weniger guten Argumenten Investitionserfordernisse bei der zentralen Führung anmelden (Ahn/Denis, 2004, 490). Empirische Evidenz hierzu

liefern Rajan et al. (2000), die diesen Effekt anhand eines Modells erklären, das Verzerrungen in der Allokation von Ressourcen auf die Unternehmensbereiche auf interne Machtkämpfe zurückführt. Eine ungleiche Größe und Einflussstärke der verschiedenen Geschäftsfelder begünstigt demnach eine ineffiziente Kapitalallokation. Denn dies kann dazu führen, dass aktuell noch kleine, junge Bereiche mit hohem Wachstumspotenzial gegenüber etablierten und großen Bereichen mit eher geringem Potenzial in Investitionsentscheidungen benachteiligt werden. Dies kann ebenso zu Motivationsproblemen bei den Führungskräften der Wachstumsbereiche führen. Ein Punkt, der durch die Anreizhypothese stärker herausgearbeitet wird: Im Fall der Abspaltung kann das nun eigenständige Unternehmen leichter Vergütungsstrukturen mit entsprechenden Erfolgsanreizen – oft in Form von Aktienoptionen – für das Top-Management einführen (Aron, 1991, Boreiko/Murgia, 2016). Auch die intrinsische Motivation könnte durch die Möglichkeit zu eigenständigen Entscheidungen ohne die Einbindung in eine Konzernhierarchie wachsen. Eine theoretische Fundierung ineffizienter Kapitalallokation in Mischkonzernen liefern auch Scharfstein und Stein (2000): Rent Seeking in den konkurrierenden Geschäftsbereichen führt zu Fehlentscheidungen bei Investitionen und verhindert so eine effiziente Kapitalallokation. Damit befindet sich das Multispartenunternehmen in einem ähnlichen „Planwirtschaftsdilemma“ wie (früher) die sozialistischen staatskapitalistischen Volkswirtschaften.

Notwendigkeit schneller Reaktionen

Zu den Gründen fehlender Synergien großer Mehrspartenunternehmen können auch eine wachsende Volatilität des Geschäfts in den einzelnen Sparten und die dadurch bedingte Notwendigkeit schnellerer Reaktionen beitragen. Auch wenn die Volatilität in Einzelmärkten aufgrund der verbesserten Risikostreuung theoretisch gerade als ein Vorteil von Mehrspartenunternehmen gelten kann, kommt dieser Aspekt in der Praxis offenbar nicht ausreichend zum Tragen. Er wird vermutlich durch die hohe Komplexität und eine unzureichende Geschwindigkeit in Entscheidungen und ihren Umsetzungsprozessen überkompensiert (Radda, 2015). Die höhere Agilität fokussierter Einspartenunternehmen und die genaue Marktkennntnis ihrer Führung sind offenbar wichtiger, wie die Entwicklung von Mischkonzernen im Vergleich zu kleineren, spezialisierten Unternehmen wie etwa den wachstumsstarken Hidden Champions mit ihrer dezidierten Nischenstrategie gezeigt hat (Gertner et al., 2002; Simon, 2012). Das starke Wachstum der Mid Caps

– definiert als Unternehmen mit 250 bis unter 3.000 Beschäftigten – in Deutschland seit dem Jahr 2003 stützt ebenfalls diese Hypothese, denn bei ihnen handelt es sich größenbedingt zumeist um Einspartenunternehmen oder zumindest um Unternehmen, die auf wenige, eng verwandte Bereiche fokussiert sind (Röhl, 2018; Röhl/Niendorf, 2018). Die in diesem Kontext relevante Tendenz zu einer zunehmenden Geschwindigkeit im Treffen von Entscheidungen in Reaktion auf sich verändernde globale Herausforderungen und die Erfordernisse der Digitalisierung wird auch in der Managementtheorie zuletzt hervorgehoben (Wildemann, 2018).

Empirische Befunde zur Aktienkursentwicklung

An den Aktienmärkten werden Mischkonzerne üblicherweise mit einem Abschlag gehandelt, dem sogenannten Conglomerate Discount, da auf einen Markt oder eine Produktgruppe fokussierte Unternehmen leichter zu bewerten sind (Picardo, 2015). In einer Matching-Analyse vergleichen Boreiko und Murgia (2016) den Börsenwert der identifizierten Mutterunternehmen im Jahr vor der Abspaltung mit dem Wert vergleichbarer Unternehmen mit einer geringeren Diversifizierung ihrer Aktivitäten und ermitteln so einen erheblichen Bewertungsabschlag von im Durchschnitt 40 Prozent (im Median 22 Prozent). Ahn und Denis (2004) berechnen für US-amerikanische Unternehmen, die Abspaltungen vornehmen, im Jahr vor dem Spin-off einen ebenfalls hohen Bewertungsabschlag von durchschnittlich 31 Prozent. Hinweise auf kräftige Bewertungsabschläge für Mehrspartenkonzerne liefern beispielsweise die Börsenbewertungen von Daimler und Volkswagen: Die beiden Automobilhersteller werden ähnlich bewertet wie vergleichbar große und profitable reine PKW-Produzenten, ihre jeweiligen LKW-Sparten schlagen sich nicht in einem entsprechenden Mehrwert für die Aktionäre nieder. VW plant deshalb für die unter dem Namen Traton zusammengefassten Nutzfahrzeugaktivitäten von MAN, Scania und dem Mutterkonzern selbst einen Spin-off per IPO für das Frühjahr 2019, während Daimler bislang nur eine größere Eigenständigkeit der Nutzfahrzeugsparte anstrebt (HB, 2018, 7). Es scheinen also tatsächlich in starkem Maß unterbewertete Unternehmen zu sein, deren Management im Zuge der Abspaltung oder Aufspaltung stille Reserven heben und in der Summe von Mutterunternehmen und Spin-off eine höhere Bewertung an der Börse erzielen will. Dies kann im jeweiligen Fall mit oder ohne den Einfluss aktivistischer Investoren erfolgen.

Eine Hypothese zur Erklärung dieses Befunds ist, dass Asymmetrische Information aufgrund geringerer Transparenz zu diesem Bewertungsabschlag für Mischkonzerne führt (Boreiko/Murgia, 2016, 11). Analysten und Investoren sehen das Multispartenunternehmen trotz der Quartalsberichterstattung und Bilanzen als eine Art Black Box, in der sich unerfreuliche Tatbestände verstecken könnten. Diese Hypothese kann den Bewertungsabschlag von Mischkonzernen begründen und erklärt die Höherbewertung (in der Summe der Unternehmen) nach der Abspaltung. Sie liefert jedoch keine Begründung für die überdurchschnittliche Performance von Spin-offs. Eine weitere Hypothese besagt, dass der Bewertungsabschlag von Multispartenunternehmen auf eine unzureichende Kontrollfunktion des Kapitalmarkts zurückgeht, während fokussierte (und damit im Durchschnitt kleinere) Unternehmen leichter zu einem Übernahmeziel würden, wenn sie schlecht geführt werden (Chemmanur/Yan, 2004). Eigenständig am Kapitalmarkt bleiben demzufolge vor allem erfolgreiche, gut geführte Firmen, was ihre hohe Bewertung, aber auch ihr überdurchschnittliches Wachstum erklären kann. Es handelt sich bei ihnen um eine Positivauswahl. Diese sogenannte Corporate-Control-Hypothese steht nicht im Widerspruch zur Hypothese Asymmetrischer Information, da diese ebenfalls die Kontrollfunktion des Kapitalmarkts beeinträchtigt.

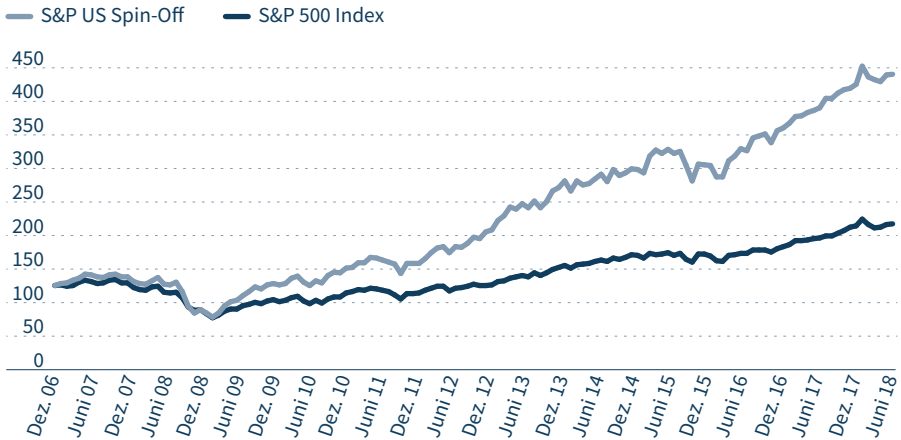
Die Beteiligung an einem Mehrspartenunternehmen sollte zum Ausgleich für die Aktionäre eigentlich mit einer geringeren Volatilität aufgrund der Risikostreuung durch die Aktivität in mehreren Märkten belohnt werden. Doch dieser Ausgleich scheint nur bedingt zu funktionieren, wie die ungünstige Kursentwicklung des Mischkonzerns GE in den letzten Jahren und die auch bei diesem Unternehmestyp zu beobachtenden Kursschwankungen zeigen. Das Dow-Jones-Gründungsmitglied General Electric schied zum 26. Juni 2018 aus dem führenden US-Aktienindex aus, da seine Marktkapitalisierung aufgrund der anhaltend schlechten Kursentwicklung für ein Verbleiben im Index inzwischen zu gering war.

Abbildung 4 zeigt den im Dezember 2006 neu geschaffenen S&P Spin-off-Index im Vergleich zur Entwicklung des US-Aktienindex mit der größten Marktbreite, dem S&P 500-Index. Der S&P Spin-off-Index startete mit einem Wert von 100, sodass zur Herstellung der direkten Vergleichbarkeit der S&P 500 für den Startzeitpunkt des Spin-off-Indexes ebenfalls auf 100 normiert wurde. Der S&P Spin-off-Index enthält von einem durch S&P erfassten an US-Börsen notierten Unternehmen abgespaltene

Entwicklung von Spin-offs am US-Aktienmarkt

Abbildung 4

Index Dezember 2006 = 100



Quellen: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 4: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/EWAuo4aYUknX8H3>

und eigenständige börsennotierte Unternehmen, deren Trennung vom Mutterunternehmen nicht mehr als fünf Jahre zurückliegt und die eine Marktkapitalisierung von mindestens 1 Milliarde US-Dollar aufweisen (Standard & Poor's, 2018). Seit Auflegung ist der Spin-off-Index um mehr als 300 Prozent gestiegen, während der S&P 500 nur um etwa 90 Prozent höher steht als im Dezember 2006.

Eine Garantie steigender Aktienkurse infolge einer fokussteigernden Aufspaltung oder Abspaltung besteht jedoch nicht. Das zeigt die im Sommer 2017 vollzogene Trennung des Metro-Konzerns in zwei eigenständige Unternehmen, Metro (neu) für den Lebensmittelhandel und Ceconomy für den Bereich Konsumelektronik. Die beiden Unternehmen wurden bereits zum Börsendebüt mit einem Abschlag gegenüber der vorherigen Bewertung von Metro gehandelt und haben seither weiter an Wert verloren. Allerdings ist es ein Jahr nach dem Börsengang noch zu früh, die langfristige Entwicklung der beiden eigenständigen Unternehmen zu beurteilen. Auch die Aufspaltung des IT-Unternehmens Hewlett Packard im Jahr 2015 in die beiden eigenständigen Unternehmen HP Inc. und Hewlett Packard Enterprise spricht mit Blick auf die Aktienkursentwicklung seither nur begrenzt für das Aufgehen dieser Strategie. Ziel war es, die unter hohem Wettbewerbsdruck

stehende Hardwarefertigung vom wachstumsstärkeren Dienstleistungsangebot zu trennen. Zwar stehen die Kurse beider Aktiengesellschaften heute höher als zur Erstlistung des Spin-offs Anfang November 2015, doch konnte sich Hewlett Packard Enterprise nur 2016 sehr gut entwickeln und verzeichnete seither deutliche Kursverluste, während sich das „traditionelle“ Hardwaregeschäft von HP Inc. seit Februar 2016 in einem kontinuierlichen Aufwärtstrend befindet und Mitte Juli 2018 um fast zwei Drittel höher notierte als zum Zeitpunkt der Aufspaltung. Damit kann allenfalls das Mutterunternehmen als Profiteur des Splits bezeichnet werden – bessere Wachstumsaussichten werden gemeinhin aber für den in die Unabhängigkeit entlassenen Geschäftsbereich erwartet.

Ergebnisse und Ausblick

Die Anzahl der Unternehmensaufspaltungen nimmt in Deutschland und Europa – dem US-amerikanischen Trend folgend – tendenziell zu. Mehrspartenunternehmen verspüren einen wachsenden Druck zur Abspaltung von Geschäftsfeldern, die als unterbewertet gelten. Hintergrund dieser Entwicklung ist zum einen der wachsende Einfluss aktivistischer Investoren, vor allem durch international agierende Hedgefonds, zum anderen aber der von den Unternehmensführungen selbst ausgehende Wunsch, den Shareholder Value durch Aufdeckung stiller Reserven zu steigern.

Empirische Untersuchungen für die Vereinigten Staaten und Europa zeigen, dass die Börsenbewertungen nach Aufspaltung des Unternehmens im Durchschnitt deutlich höher sind als zuvor und dass die Spin-offs zudem langfristig eine überdurchschnittliche Kursentwicklung aufweisen. Die überwiegend auf bestimmte Produkte oder Märkte fokussierten und nicht börsennotierten Hidden Champions entwickeln sich ebenfalls überdurchschnittlich.

Auch in der Theorie spricht vieles für die in ihren Aktivitäten fokussierten und agilen Unternehmenseinheiten. Eine bessere Kontrolle durch Kapitalmarktakteure ist in fokussierten Unternehmen leichter möglich als in Mischkonzernen, was zusammen mit besseren Anreizstrukturen für das Management abgespaltener Unternehmen und vereinfachten Abstimmungsprozessen die im Schnitt gute Performance der Spin-offs erklären könnte, die auch in der Entwicklung des S&P Spin-off-Index seit 2006 dokumentiert ist.

Die aktuellen Umbrüche durch die tiefgreifende Digitalisierung der Fertigung im Rahmen von Industrie 4.0 und die Notwendigkeit zu schnellen Reaktionen angesichts einer zunehmenden Konkurrenz durch asiatische Wettbewerber, aber auch ein zügiges Reagieren auf plötzliche Ereignisse wie unerwartete Handelshemmnisse stellen die Unternehmensführungen vor zunehmende Herausforderungen. In Multispartenunternehmen sind diese möglicherweise wegen der längeren Entscheidungswege und der größeren Entfernung von den Einzelmärkten größer. Die im Durchschnitt höhere Zyklizität des Geschäfts von Einspartenunternehmen wird von den Vorteilen der Fokussierung mit einer klaren, auf eine Produktgruppe ausgerichteten Strategie und einer höheren Reaktionsgeschwindigkeit mehr als ausgeglichen.

Der seit mehreren Jahren zu beobachtende Trend zu Unternehmensaufspaltungen muss sich jedoch nicht ungebrochen fortsetzen. Die Attraktivität von Abspaltungen per IPO ist auch immer vom Börsenumfeld und vom Zinsniveau abhängig. Ebenso wie Zusammenschlüsse von Unternehmen scheinen Spin-offs Zyklen aufzuweisen, wobei es aktuell eine kräftige Aufwärtsentwicklung gibt. Die gute Entwicklung der Aktienmärkte hat in diesem Zusammenhang zuletzt gegen den längerfristigen Trend (Demary/Röhl, 2017) wieder zu einer steigenden Anzahl von Erstnotierungen geführt und den Anreiz für Spin-offs und Carve-outs erhöht. Hier könnte es bei einer schwächeren Wirtschaftsentwicklung und einer weniger expansiven Geldpolitik mit steigenden Zinsen in den nächsten Jahren zu Kursrückschlägen kommen, die Börsengänge und Unternehmensaufspaltungen wieder weniger attraktiv erscheinen lassen.

Literatur

Activist Insight, 2015, Activist Investing. An annual review of trends in shareholder activism 2015 (in Assoziation mit Schulte, Roth & Zabel), <https://www.activistinsight.com/resources/reports/> [20.7.2018]

Activist Insight, 2016, Activist Investing. An annual review of trends in shareholder activism 2016 (in Assoziation mit Schulte, Roth & Zabel), <https://www.activistinsight.com/resources/reports/> [20.7.2018]

Activist Insight, 2017, Activist Investing. An annual review of trends in shareholder activism 2017 (in Assoziation mit Schulte, Roth & Zabel), <https://www.activistinsight.com/resources/reports/> [20.7.2018]

Activist Insight, 2018, The Activist Investing Annual Review 2018 (in Assoziation mit Schulte, Roth & Zabel), <https://www.activistinsight.com/resources/reports/> [20.7.2018]

Agrawal, Anup / Jaffe, Jeffrey F., 2000, The Post-Merger Performance Puzzle, in: *Advances in Mergers & Acquisitions*, 1. Jg., S. 7–41

Ahn, Seoungpil / Denis, David J., 2004, Internal capital markets and investment policy: evidence from corporate spinoffs, in: *Journal of Financial Economics*, 71. Jg., S. 489–516

Aron, Debra J., 1991, Using the Capital Market as a Monitor: Corporate Spinoffs in an Agency Framework, in: *The RAND Journal of Economics*, 22. Jg., Nr. 4, S. 505–518

Boreiko, Dimitri / Murgia, Maurizio, 2016, Corporate Governance and Restructuring Through Spin-Offs: European Evidence, in: Azarmi, Ted / Amann, Wolfgang (Hrsg.), *The Financial Crisis – Implications for Research and Teaching*, Heilbronn/Tübingen, S. 7–47

Chatterjee, Sayan, 1986, Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms, in: *Strategic Management Journal*, 7. Jg., Nr. 2, S. 119–139

Chemmanur, Thomas J. / Yan, An, 2004, A theory of corporate spin-offs, in: *Journal of Financial Economics*, 72. Jg., S. 259–290

Demary, Markus / Röhl, Klaus-Heiner, 2017, Unternehmensfinanzierung – Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?, in: *IW-Trends*, 44. Jg., Nr. 3, S. 81–97

Gertner, Robert / Powers, Eric / Scharfstein, David, 2002, Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs, in: *The Journal of Finance*, 57. Jg., Nr. 6, S. 2479–2506

HB – Handelsblatt, 2018, Agenda Aufspaltung, v. 20.7.2018, S. 6–8

Hill, Claire A. / Quinn, Brian J. M. / Davidoff Solomon, Steven, 2016, Mergers and acquisitions: a cyclical and legal phenomenon, in: Hill, Claire A. / Davidoff Solomon, Steven (Hrsg.), *Research Handbook in Mergers and Acquisitions*, Cheltenham, S. 13–28

Hindle, Tim, 2008, *Guide to Management Ideas and Gurus*, The Economist (Hrsg.), London

Köhler, Peter / Landgraf, Robert, 2018, Vorbild Hedgefonds, in: *Handelsblatt*, v. 4.7.2018, S. 34–35

Landgraf, Robert, 2018, Janusgesicht der Aktivisten, in: *Handelsblatt*, v. 4.7.2018, S. 27

Malmendier, Ulrike / Moretti, Enrico / Peters, Florian S., 2016, *Winning by Losing: Evidence on the Long-Run Effects of Mergers*, NBER Working Paper, Nr. 18024, Cambridge, MA

- Moeller, Sara B. / Schlingemann, Frederik P. / Stulz, René M., 2005, Wealth Destruction on a Massive Scale?, A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave, in: *The Journal of Finance*, 60. Jg., Nr. 2, S. 757–782
- Picardo, Elvis, 2015, Comparing Spin-offs, Split-Offs and Carve-Outs, Investopedia, <https://www.investopedia.com/articles/investing/090715/comparing-spinoffs-splitoffs-and-carveouts.asp> [27.6.2018]
- Radda, Abubakar A., 2015, Demerger or Break-up of Companies: A Management Strategy or Tragedy, in: *International Journal of Management & Organizational Studies*, 4. Jg., Nr. 4, S. 179–185
- Rajan, Raghuram / Servaes, Henri / Zingales, Luigi, 2000, The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, in: *The Journal of Finance*, 55. Jg., Nr. 1, S. 35–80
- Rodriguez, Salvador, 2017, Hewlett Packard Enterprise to complete software spin-off, Reuters technology news, <https://www.reuters.com/article/us-hewlett-packard-spinoff/hewlett-packard-enterprise-to-complete-software-spin-off-idUSKCN1BC40S> [18.7.2018]
- Röhl, Klaus-Heiner, 2014, Der regionale Beschäftigungsbeitrag kleiner und mittlerer Betriebe in Deutschland, in: *IW-Trends*, 38. Jg., Nr. 2, S. 115–131
- Röhl, Klaus-Heiner, 2016, Unternehmensgründungen – Mehr innovative Startups durch einen Kulturwandel für Entrepreneurship?, *IW policy paper*, Nr. 2, Köln
- Röhl, Klaus-Heiner, 2018, Mid Caps: der große Mittelstand. Die Wirtschaftspolitik berücksichtigt die Relevanz der Mid Caps nicht ausreichend, *IW policy paper*, Nr. 4, Köln
- Röhl, Klaus-Heiner / Niendorf, Matthias, 2018, Mid Caps in der Metall- und Elektro-Industrie. Der größere Mittelstand spielt eine entscheidende Rolle, *IW-Report*, Nr. 25, Köln
- Rubin, Lester W. / Midler, Joseph M., 1948, Split-Off and Split-Up Reorganizations, in: *Fordham Law Review*, 17. Jg., Nr. 2, S. 245–258
- Scharfstein, David S. / Stein, Jeremy C., 2000, The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent Seeking and Inefficient Investing, in: *The Journal of Finance*, 55. Jg., Nr. 6, S. 2537–2564
- Simon, Hermann, 2012, Hidden Champions – Aufbruch nach Globalia. Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Frankfurt am Main
- Skadden, 2017, Activist investing in Europe: A Special Report 2017, Activist Insight (Hrsg.), https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2017/10/activist_investing_in_europe_2017.pdf [23.7.2018]
- Standard & Poor's, 2018, S&P Dow Jones Indices, <https://us.spindices.com/indices/strategy/sp-us-spin-off-index> [23.7.2018]
- Wildemann, Horst, 2018, Unternehmen müssen schneller werden, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)*, v. 2.7.2018, S. 16
- World Bank, 2018, Listed domestic companies, total, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=DE> [16.7.2018]

Business Splits – Economic Aspects of a Global Trend

While there has long been a trend towards large companies becoming dominant through takeovers, in Germany and internationally an opposite trend has recently set in: the breaking up of companies as a result of sales, IPOs or spin-offs is clearly on the increase. It is no longer size alone that counts, but increasingly the focus on core business areas. This raises the question of whether the associated risks are currently being ignored, as the positioning of companies in several business segments can act as an insurance against crises in individual sectors. Currently, however, it is widely discussed whether economies of scale and the advantages of diversification have been overestimated and whether the sharp focus of more specialised units offers greater benefits. This is certainly the message coming from the capital markets, where spun-off entities often enjoy a higher valuation as independently listed stock corporations than they had previously done as divisions within a group. Empirical studies show significantly lower valuations for multi-division companies compared to focused companies of comparable size in the same market segments. Since 2006, the S&P US Spin-off Index has provided valuations of split-off listed companies in the USA. In that time this specialised stock index has risen considerably faster than the market-wide S&P 500. Splits are often driven by activist investors such as hedge funds, but there have also been recent examples where the initiative came from the management itself. However, the attractiveness of spinning off companies by means of a market flotation is always likely to depend on the market environment, so that the current trend towards splits may well subside again after a sharp drop in stock market valuations.