



Holding-Struktur – Vom Conglomerate Discount zum Management Value Added

von Stefan Heppelmann und Marco Hoffleith

Executive Summary

Das Ganze ist weniger als die Summe seiner Teile – so lässt sich die Situation vieler Holdingkonzerne umschreiben. Grund: der Kapitalmarkt bewertet Holdingkonzerne mit einem Conglomerate Discount von durchschnittlich 5–10%, in paneuropäischen Studien gar bis zu 20%. Angesichts der Hauptfunktion jeder Holding, nämlich der Hebung von Synergien durch Koordination, Kapitalbeschaffung und -allokation, erscheint dieser Abschlag zunächst verwunderlich. Doch effiziente Kapitalmärkte irren nicht. Was also ist die Ursache?

Betrachtet man heutige Konzernstrukturen genauer, so zeigt sich, dass global agierende Holdings häufig durch dezentrale Entscheidungsprozesse und starke operative Geschäftsfelder geprägt sind. Ein Großteil ist als schwache Managementholding aufgestellt. Im Gegensatz zu Finanzholdings halten diese nicht nur die Beteiligungen an den Tochtergesellschaften, sondern sollen sie auch strategisch führen. Doch gerade diesen Führungsanspruch nehmen sie häufig nicht konsequent wahr. Eine aktive Steuerung des Geschäftsfeldportfolios erfolgt entweder nur zögerlich oder beschränkt sich darauf, Problemfelder abzustößen. Zielsetzung und Vergabe der Kapitalressourcen basieren auf Budgets oder Bottom-up-Planungen und sind nicht selten politisch motiviert. Insbesondere die Ertragsperlen in den Portfolios werden nicht oder nicht genügend durch anspruchsvolle Ziele gefordert. Viele Holdingzentralen müssen sich daher die Frage gefallen lassen, ob sie tatsächlich einen Mehrwert schaffen oder lediglich eine zusätzliche Konsolidierungsstufe darstellen.

Damit die Holdingzentrale im Wettbewerb mit Finanzinvestoren aktiv einen Beitrag zur Wertsteigerung erbringt, muss sie insbesondere drei Führungsfunktionen wahrnehmen, nämlich

1. Top-down-Wertsteigerungsziele setzen,
2. Investitionsmittel fokussieren sowie
3. die Operationalisierung der Portfoliostrategie in den Geschäftsbereichen sicherstellen.

Umgekehrt sollten alle Supportfunktionen aus der Holding in eigene Shared-Service-Center eingebracht werden. Eine derart konsequente Wahrnehmung des Führungsanspruches wird vom Kapitalmarkt honoriert, sodass das Ganze schließlich mehr Wert schafft als die Summe seiner Teile.

Der Conglomerate Discount – Ausdruck unzufriedener Kapitalmärkte und Türöffner für Finanzinvestoren

Im Durchschnitt beträgt der Conglomerate Discount, also der Bewertungsabschlag durch den Kapitalmarkt aufgrund des organisatorischen Zusammenschlusses der Geschäftsfelder zu einer Holding, 5–10% für deutsche Konzerne, bei Studien mit europäischen Samples gar bis zu 20%. Anders ausgedrückt: Der Nettoeffekt, d. h. die Differenz zwischen dem Mehrwert der Holdingaufgaben (Erstellung des Reportings, Optimierung von Steuern, Beschaffung von Investitionsmitteln am Kapitalmarkt und Cash Management) und den damit verbundenen Kosten (Overheadkosten, Verlangsamung von Entscheidungsprozessen aufgrund Hierarchien-Funktionenvielfalt) ist negativ. Als logische Folge werden die Konzernteile auf Basis einer Standalone-Betrachtung gegenüber dem Konzern als Ganzem höher bewertet.

Holdings sind typischerweise mit deutlichen Abschlägen am Kapitalmarkt bewertet

Diese Tatsache sollte Anlass zur Beunruhigung für die Vorstände deutscher Holdings sein. Der Bewertungsabschlag beruht einzig auf der gewählten Organisationsstruktur und hat nichts mit Validität und Nachhaltigkeit der einzelnen Geschäftsmodelle der Konzernsparten zu tun. Es muss also erlaubt sein, die Existenzberechtigung derartiger Holdingstrukturen in Frage zu stellen, die doch offensichtlich nicht zur Wertsteigerung beitragen. Gedankenspiele über Zerschlagungsvarianten derartiger Holdings sind die Konsequenz – zumal Spin-offs, Buy-outs oder Demerger von Konzernsparten reelle Alternativen darstellen. Finanzinvestoren werden ebenfalls von Conglomerate Discounts angelockt und können im Hinblick auf eine mögliche Zerschlagung als Katalysatoren wirken. Will der Holdingvorstand derartigen Szenarien zuvorkommen, muss er Investoren und Kapitalmärkte von der Sinnhaftigkeit der Organisationsform als Holding überzeugen.

Der Vorstand muss die Sinnhaftigkeit der Holdingstruktur unter Beweis stellen

Der Zuschnitt der Konzernzentrale ist grundsätzlich abhängig vom Führungsanspruch der Holding

Die Rolle der Holdingstruktur war stets Spiegelbild der jeweils vorherrschenden Managementtheorien. In den 70er- und 90er-Jahren war sie beispielsweise Ausdruck der seinerzeit verbreiteten Überzeugung, der Diversifikationseffekt durch unterschiedliche Geschäftsfelder im Portfolio sei vorteilhaft. Heute ist die Holdingstruktur eher Ausdruck eines dynamischen Geschäftsfelderportfolios, dessen wandelnde Zusammensetzung durch die fortwährende Suche nach neuen Wachstumsfeldern in sich verändernden Märkten gekennzeichnet ist. Die Aufgaben der Konzernholding variieren dabei je nach Selbstverständnis und Führungsanspruch von reiner Finanzierung über die Vorgabe strategischer Leitlinien bis hin zur Einmischung in die operativen Geschäftsaktivitäten.

Selbstverständnis und Führungsanspruch deutscher Holdings haben sich im Zeitverlauf gewandelt

Eine Holding, aus der keine ökonomischen Vorteile entstehen, ist als Organisationsform ungeeignet

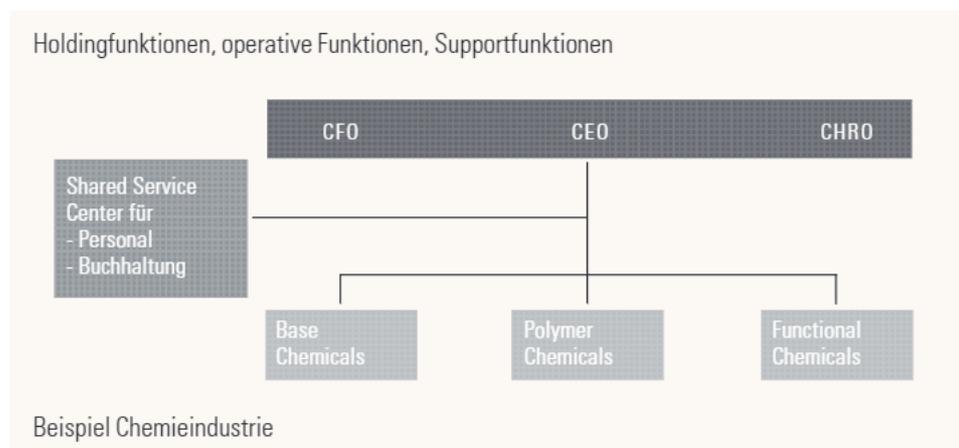
Um die Führungsstärke der Holding zu kategorisieren, muss nach den Funktionen unterschieden werden, die sie wahrnimmt. In ihrer Minimumfunktion muss die Holding Aufgaben wahrnehmen, die ihre rechtliche Existenz gewährleisten. Dazu zählen zum Beispiel die Konsolidierung von GuVs und Bilanzen, die Erstellung von Jahresabschlüssen, die Sicherstellung der Liquidität, die Zahlung von Steuern und Dividenden sowie die Einhaltung gesetzlicher und regulatorischer Bestimmungen. Doch darüber hinaus sollten Funktionen eingegliedert sein, aus denen ökonomische Vorteile entstehen – sonst wäre dies keine sinnvolle Strukturvariante.

Zwischen Traum und Wirklichkeit: Das Dilemma zwischen lokaler Autonomie und zentraler Kontrolle

Im Oktober 2006 veröffentlichte die *Economist Intelligence Unit*, ein Research Tank des *The Economist*, eine Studie mit dem Titel „Global dreams, local realities – The challenge of managing multinationals“. Diese Studie bestätigt das Dilemma zwischen lokaler Autonomie und zentraler Kontrolle, in dem sich global agierende Konzerne befinden. Der Spagat zwischen der Abgabe von Befugnissen an das lokale Management und dem Wunsch nach Kontrolle durch Zentralisierung fällt vielen Konzernvorständen schwer. Die Umfrage unter knapp 300 Führungskräften zeigt eine Tendenz zur Dezentralisierung von Funktionen wie Vertrieb, Marketing, PR und HR sowie zur Zentralisierung in den Bereichen Strategie, Finanzen und IT.

Um den Kapitalmarkt zu überzeugen, muss die Holding nachhaltig zur Wertschöpfung beitragen

Das Ergebnis der Studie bestätigt die Auffassung von Stern Stewart & Co., dass die Positionierung der Holding nach innen und außen letztlich durch den Umfang der übernommenen zentralen Funktionen bestimmt wird. Ziel jeder Holding muss es sein, einen klar erkennbaren Wertbeitrag zu liefern. Die reine Standardisierung von Prozessen und Bündelung von Aufgaben zum Zwecke von Effizienzgewinnen und Skalenvorteilen reicht nicht aus, um einen nachhaltigen Wertbeitrag als Holding zu leisten. Andererseits sorgt eine klare Trennung in Steuerungsfunktionen der Holding, operativ unternehmerische Aufgaben für Segmente sowie Supportfunktionen für ein klareres Selbstverständnis der einzelnen Einheiten über ihren Beitrag zum Mehrwert für die Aktionäre.



Die Erfahrung von Stern Stewart & Co. zeigt, dass typischerweise erst die Wahrnehmung folgender Führungsfunktionen eine Holdingstruktur ökonomisch rechtfertigt:

Ökonomisch sinnvoll ist eine Holding typischerweise erst, wenn sie zentrale Führungsfunktionen wahrnimmt

- I) Vorgabe von Wertsteigerungszielen für die Geschäftsfelder
- II) Fokussierung der Investitionsmittel
- III) „Operationalisierung“ der Portfoliostrategie

Ausgangspunkt eines aktiven Portfoliomanagements ist es, auf Basis von Kapitalmarkterwartungen und Wettbewerber-Performance ambitionierte Zielvorgaben für die einzelnen Geschäftsfelder festzulegen. Abhängig von den abgeleiteten Wertsteigerungszielen muss die Holdingzentrale sicherstellen, dass die Investitionsmittel in die potenzialträchtigsten Geschäftsfelder gelenkt werden. Nachdem Wertsteigerungsziele und strategische Stoßrichtung feststehen, muss die Holding die Operationalisierung dieser Vorgaben in den einzelnen Geschäftsfeldern einleiten: Im Rahmen einer Wertsteigerungsagenda gibt sie die Rahmenparameter vor und überwacht konsequent die Fortschritte. Die Ableitung und Initiierung der Maßnahmen erfolgt auf Ebene der einzelnen Geschäftsfelder.

I) Vorgabe von Wertsteigerungszielen für die Geschäftsfelder

Drei klare Strukturfragen stehen am Anfang der wertorientierten Zielableitung durch die Holding:

Die Vorgabe wertorientierter Ziele sollte sich an Kapitalmarkterwartungen messen lassen

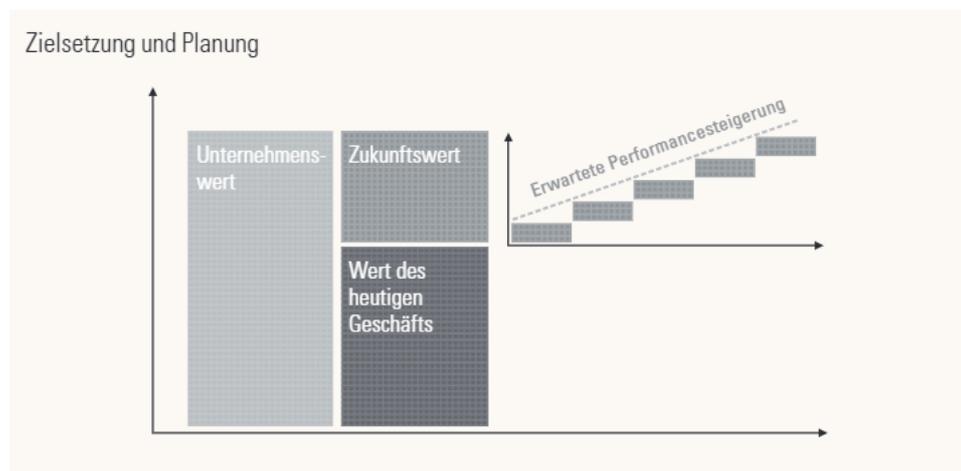
1. Welche Performance erwartet der Kapitalmarkt in Zukunft von den Geschäftsfeldern?
2. Welche Performance erwartet der Kapitalmarkt in Zukunft von den Wettbewerbern?
3. Wie gut ist die heutige Performance der Geschäftsfelder im Vergleich zum Wettbewerb?

Die Beantwortung dieser Fragen umschreibt dabei im Prinzip den Ablaufprozess der Zielableitung. In der Praxis hat das Holdingmanagement jedoch nur selten eine Antwort. Auf die simple Frage, woher die Ziele im Unternehmen eigentlich kommen, fallen die Antworten nicht selten ernüchternd aus. Die Ziele für die einzelnen Geschäftsfelder basieren häufig auf dem Budget oder der Planung und sind bottom-up getrieben. So werden die eigenen Prognosen zur Messlatte der Zielerreichung: Je konservativer die Budgetplanung, desto größer ist die Chance, diese Ziellatte zu überspringen. Der Hockey-Stick-Effekt in vielen Budgets untermauert eindrucksvoll diese Denklöge. Die Folge ist, dass der Blick über das eigene Unternehmen hinaus bei der Zielsetzung schnell in Vergessenheit gerät. Doch erst eine Outside-in-Perspektive ermöglicht es, die Ambitioniertheit der eigenen (Mittelfrist-) Planung im Vergleich zu Wettbewerb und Investorenerwartung zu bewerten.

Im Alltag sind solche Kapitalmarkt-orientierten Systeme jedoch selten vorzufinden

Mit dem „Future Growth Value“-Konzept lassen sich die Zukunftserwartungen der Investoren beziffern

Hierzu gilt es zunächst, die Erwartungen des Kapitalmarkts im Hinblick auf die zukünftige Performance zu analysieren. Mit dem „Future Growth Value“-Konzept von Stern Stewart & Co. lassen sich die im Aktienkurs implizit enthaltenen Zukunftserwartungen der Investoren quantifizieren, indem der Unternehmenswert zweigeteilt wird in (a) den Wert des heutigen Geschäfts (dieser entspricht der kapitalisierten aktuellen Performance als ewige Rente) und (b) den Zukunftswert (entspricht dem Barwert der künftig erwarteten Performancesteigerungen).



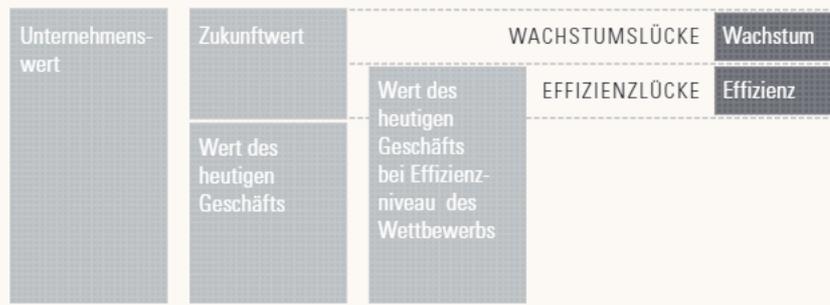
Die Definition des Zukunftswertes ist die Basis für die Planung von Wertsteigerungsaktivitäten

Der Zukunftswert beschreibt die Performanceverbesserung, die nötig ist, um die Erwartungen der Investoren zu erfüllen. Überträgt man diese Zweiteilung auf die Unternehmenswerte der Wettbewerber, so erhält man Aufschluss darüber, welche Zukunftserwartungen der Kapitalmarkt an diese hegt. Aus den Kapitalmarkterwartungen an das eigene Unternehmen sowie an die Wettbewerber wird eine Ziellücke definiert, indem die erwarteten Performanceverbesserungen gegen die eigene (Mittelfrist-)Planung gespiegelt werden.

Ist die Ziellücke definiert, gilt es, Wege zu identifizieren, wie sie geschlossen werden kann. Grundsätzlich sind hierfür zwei Stoßrichtungen denkbar:

- 1. Verbesserung der Effizienz (sowohl Kapital- als auch Prozesseffizienz):**
Diese umfasst alle Maßnahmen, die bei gegebenem Kapitaleinsatz das Ergebnis verbessern und damit die Rendite erhöhen.
- 2. Profitables Wachstum:**
Solange die Kosten des zusätzlich investierten Kapitals geringer sind als das mit der Investition erwirtschaftete Ergebnis, schafft Wachstum zusätzlich Wert.

Zwei Wege zur Schließung der Ziellücke



Welche dieser beiden Möglichkeiten im konkreten Fall geeignet ist, ergibt sich aus der Antwort auf die dritte eingangs gestellte Frage („Wie ist die aktuelle Performance der Geschäftsfelder im Vergleich zum Wettbewerb?“). Ein Benchmarking gibt darüber Aufschluss. Die „Formel“ zur Schließung der Ziellücke erscheint sodann recht simpel: Die Wertlücke wird so lange durch Verbesserung der Effizienz verkleinert, bis das Effizienzniveau der Wettbewerber erreicht, d. h. die Effizienzlücke geschlossen ist. Der verbleibende Teil der Wertlücke – die Wachstumslücke – muss durch profitables Wachstum, also durch eine Ausweitung der bestehenden Aktivitäten oder durch den Eintritt in neue Geschäftsfelder, geschlossen werden.

Ein Unterschied im Effizienzniveau im Vergleich zum Wettbewerb ist der erste Ansatzhebel zur Schließung der Wertlücke ...
... während profitables Wachstum langfristig der erfolgsversprechende ist.

Fazit:

Die Ableitung von Zielen durch eine Outside-in-Perspektive hinterfragt das Anspruchsniveau der eigenen Planung im Vergleich zu Kapitalmarkterwartungen und Wettbewerb. Die Holding kann in einem transparenten Prozess Ziele vorgeben und somit Planung und Budget entpolitisieren. Mit diesem Zielsetzungsprozess sichert sie die Akzeptanz der Zielvorgaben, indem sie auf den Kapitalmarkt und die Wettbewerberperformance verweist. Der Prozess bietet aber noch einen weiteren Vorteil: Er verknüpft die Zielsetzung mit der Kapitalallokation. Die Höhe der Zukunftserwartungen an die einzelnen Geschäftsfelder bzw. an ihre Wettbewerber ermöglicht Rückschlüsse über die jeweilige Marktattraktivität.

Indem sie die Außenperspektive einbezieht, kann die Holding Planung und Budget entpolitisieren

II) Fokussierung der Investitionsmittel

Die Allokation von Ressourcen sollte durch die Zukunftserwartungen getrieben werden ...

Stehen die Zielvorgaben fest, muss die Holding sicherstellen, dass alle Geschäftsfelder mit den notwendigen Kapitalmitteln ausgestattet werden. Die Allokationslogik scheint dabei recht einleuchtend: Die begrenzten Kapitalressourcen werden auf die potenzialträchtigsten Wachstumsfelder im Portfolio verteilt.

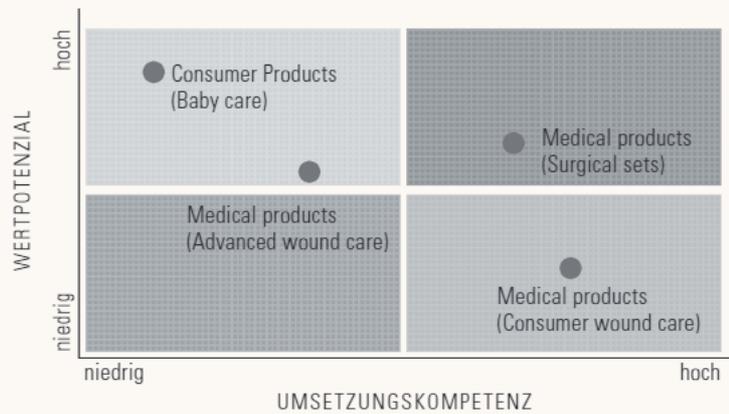
... während heute oft noch Faktoren wie Abteilungsgröße oder Verhandlungsgeschick bestimmend sind

Die gängige Praxis in vielen Konzernen sieht jedoch anders aus: Oft erfolgt die Allokation der Kapitalmittel nicht potenzialorientiert und steht nicht selten sogar im Widerspruch zu Strategie und Zielvorgaben. Deterministische Verteilungsschlüssel gewährleisten, dass große Geschäftsfelder tendenziell bevorteilt werden. So bilden die zugeteilten Volumina für Ersatz- und Substanzerhaltungsinvestitionen nicht selten einen Großteil der jährlichen Investitionsbudgets. Der politische Einfluss, den die größten Bereiche in Konzernen genießen, verstärkt diesen Effekt noch. Für die kleineren, zukunftssträchtigen Wachstumsfelder bleiben somit nur unzureichend Kapitalmittel – mit der Folge, dass Wachstumspotenziale nicht in Gänze ausgeschöpft werden können. Des Weiteren ist der Allokationsprozess in der Praxis häufig durch Nachfrage der einzelnen Sparten (bottom-up) getrieben. Die Folge ist eine Budgetorientierung bei der Zuteilung oder Vergabe nach dem Gießkannenprinzip.

Wie ein Finanzinvestor muss die Holding anhand eindeutiger Kriterien Kapitalmittel in die Wachstumsfelder lenken

Die Aufgabe der Holding besteht nun darin, in einem ersten Schritt sicherzustellen, dass im Rahmen eines Cashpoolings die erwirtschafteten Cashflows der einzelnen Geschäftsbereiche eingesammelt werden. Mit Hilfe eindeutiger Konzernrichtlinien muss sie einen zu hohen Selbstkonsum der überschüssigen Kapitalmittel durch die Geschäftsbereiche unterbinden und diese stattdessen anhand klarer Kriterien, ähnlich einem finanziellen Investor, den zukunftssträchtigen Geschäftsfeldern zuweisen. Hierzu ist es unerlässlich, ein klares Verständnis darüber zu entwickeln, welche Geschäftsfelder im Portfolio zukünftig die Wertsteigerung treiben werden. Zwei Dimensionen dienen dabei als Entscheidungskriterien: die Wertattraktivität des Geschäftsfeldes und die eigene Kompetenz, relativ zum Wettbewerb, Wert in diesen Märkten zu realisieren.

Kapitalallokationsmatrix



Beispiel konsumnahe Health Care

Die Dimension der Wertattraktivität beantwortet die Frage, inwieweit aufgrund des angebotenen Kundennutzens sowie der Markt- und Wettbewerbssituation überhaupt Wertschaffung in einem Geschäftsfeld möglich ist. Im Rahmen der Zielableitung wurden bereits die Wachstumslücken für die einzelnen Sparten identifiziert. Sie geben Aufschluss, in welchen Geschäftsfeldern der Kapitalmarkt Wachstum erwartet.

Das Potenzial eines Geschäftsfelds ergibt sich aus dem Zusammenwirken von Wertattraktivität und Realisierungskompetenz

Die Dimension der Realisierungskompetenz beantwortet die Frage, wie gut ein Unternehmen aufgrund seiner Stärken und Schwächen im Vergleich zu den Wettbewerbern in der Lage ist, das Wertpotenzial in den erwarteten Wachstumsbereichen auch tatsächlich zu heben.

Werden in einem Kerngeschäftsfeld hohe Wertbeiträge prognostiziert und ist die Realisierungskompetenz im Vergleich zu den Wettbewerbern hoch, bieten sich Wachstumsinvestitionen als Wertschaffungspfad an. Sind hingegen die prognostizierten Wertpotenziale niedrig, muss dies noch nicht zwangsläufig zur Trennung von dem entsprechenden Geschäftsfeld führen – bei einer gleichzeitig vorhandenen hohen Realisierungskompetenz könnten diese niedrigen Wertpotenziale durch Effizienzsteigerungen ausgeschöpft werden. Ebenso wenig muss im umgekehrten Fall eines hohen Wertpotenzials bei geringer Realisierungskompetenz die Antwort Kompetenzaufbau heißen; denn andere Marktteilnehmer könnten bereit sein, für die hohe Wertattraktivität substanzielle Prämien zu zahlen. Lediglich wenn beide Dimensionen niedrig ausgeprägt sind, bleiben kaum Alternativen zum Abbau bzw. Verkauf.

Ist die strategische Stoßrichtung für das Gesamtportfolio festgelegt, gilt es, den jeweiligen Geschäftsfeldern diejenigen Investitionsmittel zur Verfügung zu stellen, die diese brauchen, um ihre Wertsteigerungsziele zu realisieren. Die Kapitalallokation ist daher im Rahmen der strategischen Ausrichtung das Instrument, mit dem die Ressourcenverteilung bestimmt wird.

Fazit:

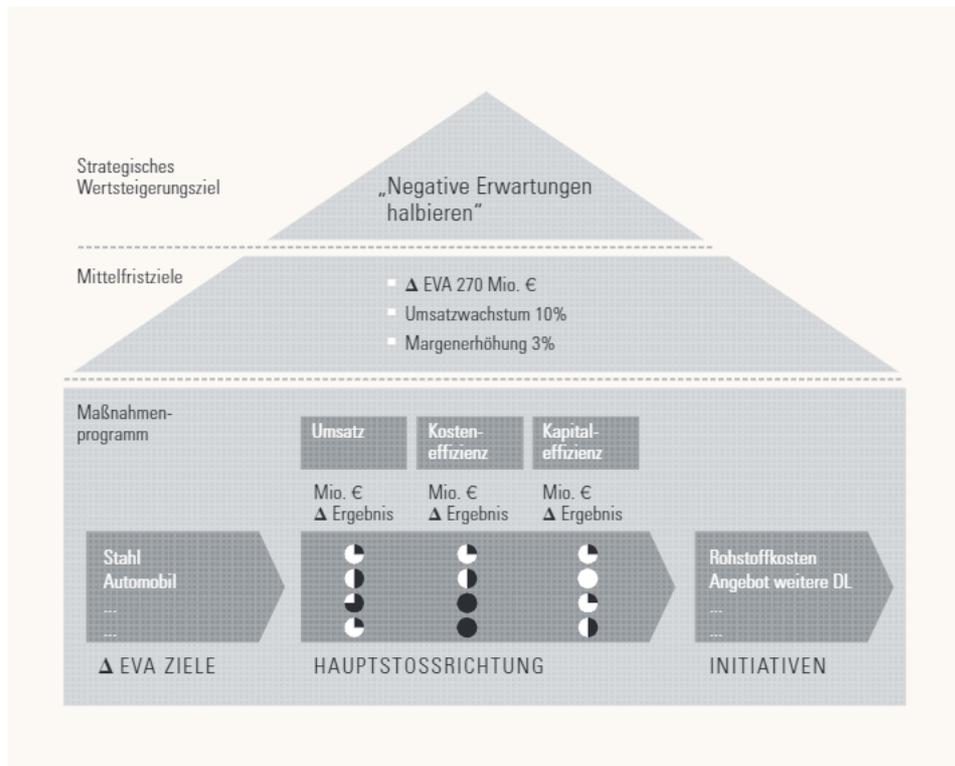
Die Menge der zugeteilten Ressourcen und die Höhe der Zielvorgaben sollten sich proportional verhalten

Der potenzialorientierte Allokationsprozess ermöglicht es der Holding anhand transparenter Kriterien wie ein strategischer Investor gegenüber den Geschäftsfeldern aufzutreten und konsequent Kapitalmittel in potenzialträchtige Wachstumsfelder zu lenken. Investitionsvolumen und Zielvorgabe sollten dabei im Einklang stehen: Je mehr Kapitalmittel ein Geschäftsfeld erhält, desto höher sollten seine Zielvorgaben ausfallen.

III) „Operationalisierung“ der Portfoliostrategie

Eine schlüssige Wertsteigerungsagenda ist die Basis für die Umsetzung der Ziele

Neben der Vorgabe von Wertsteigerungszielen und der zieladäquaten Allokation der Kapitalmittel gibt es eine dritte Mussfunktion für die Holding, nämlich die, die Operationalisierung der strategischen Vorgaben und Ziele sicherzustellen. Dazu muss die Holding eine geeignete Infrastruktur aufsetzen. Stern Stewart & Co. empfiehlt seinen Kunden zu diesem Zweck eine Wertsteigerungsagenda auszuarbeiten und diese nach innen und außen zu kommunizieren. Neben der Definition eines Konzernziels ist es essenziell für eine Kommunikation am Kapitalmarkt, ein schlüssiges Konzept im Hinblick auf das Wie und Wann der Zielerreichung vorzuweisen. Und gerade darin liegt der Beitrag der Holding zur Wertschaffung: in der glaubwürdigen Kommunikation der Wertsteigerungsziele nach außen sowie in der Sicherstellung der Operationalisierung der Ziele nach innen. Eine Wertsteigerungsagenda bietet die nötige Infrastruktur zur Operationalisierung und Priorisierung der zur Zielerreichung relevanten Maßnahmen.

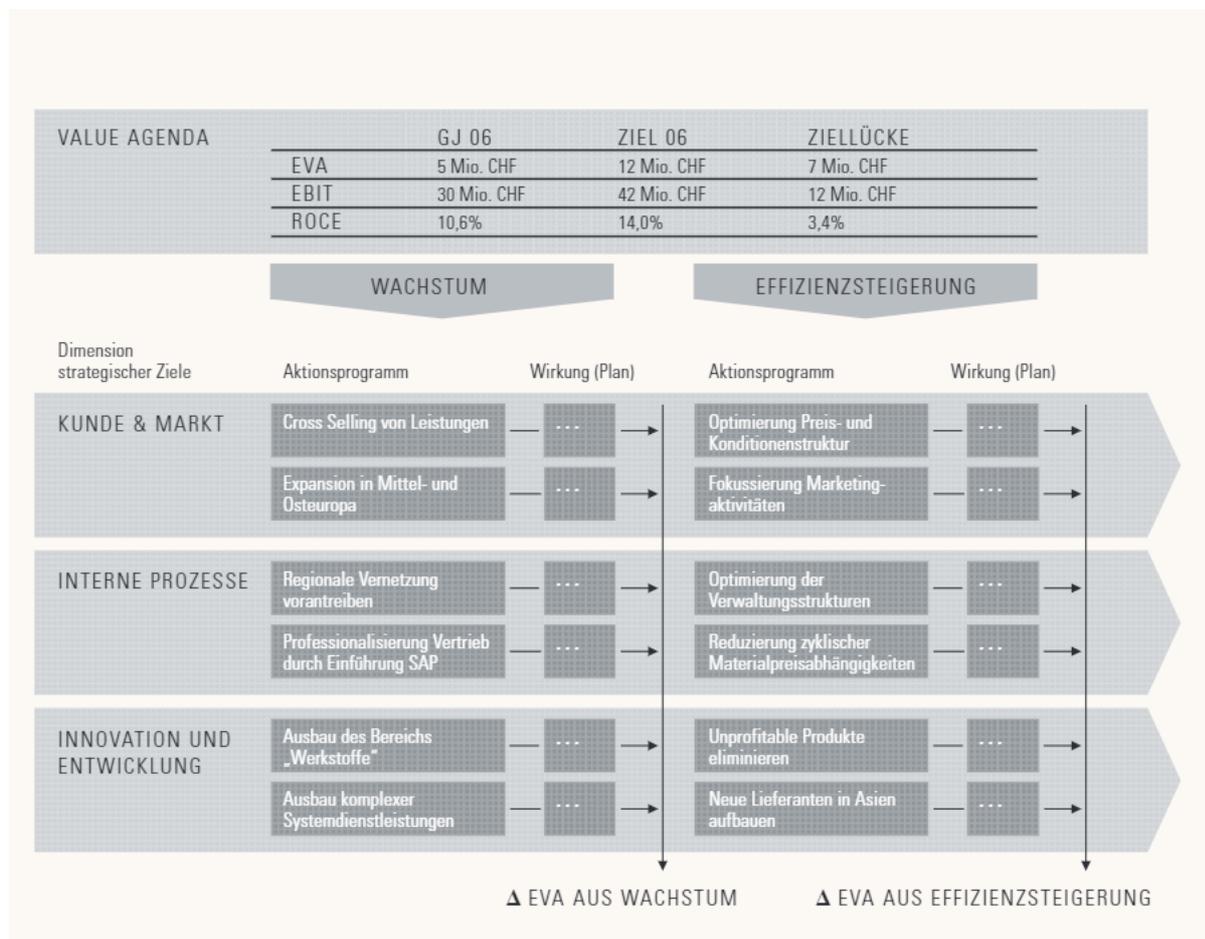


Ziel der Wertsteigerungsagenda ist es, konkrete Ziele auf operativer Ebene zu definieren und die relevanten Werttreiber zu identifizieren. Den Abschluss bildet die Formulierung von konkreten Aktionsprogrammen, um die Werttreiber positiv zu beeinflussen.

Das Benchmarking im Rahmen der Zielableitung bildet hierfür den Ausgangspunkt. Die aggregierten Benchmarking-Größen wie EBIT oder ROCE werden weiter in ihre Bestandteile zerlegt, um die Ursachen des unterschiedlichen Performance-Niveaus gegenüber dem Wettbewerb transparenter zu machen. Auf Basis der Ergebnisse dieser Analyse lässt sich in einem zweiten Schritt eine Hauptstoßrichtung identifizieren, die zur Zielerreichung verfolgt werden sollte. Zu unterscheiden ist hierbei zwischen einem Fokus auf

- Umsatz/Ergebniswachstum
- Kosteneffizienz
- Kapitaleffizienz

Das detaillierte Wettbewerbs-benchmarking von Performance-Größen deckt Ansatzhebel für Aktivitäten auf



Konkrete Aktionsprogramme helfen, die Werttreiber positiv zu beeinflussen

Abhängig von der identifizierten Stoßrichtung müssen in einem dritten Schritt die für die Umsetzung dieser Stoßrichtung relevanten Werttreiber identifiziert werden, also diejenigen Faktoren, die einen maßgeblichen Einfluss auf das zu erreichende Ziel haben. In einem letzten Schritt gilt es, die Werttreiber mit konkreten Maßnahmenprogrammen zu verknüpfen. Bei diesem Schritt liegt die Verantwortung jedoch eher bei den Geschäftsfeldern selbst. Aufgabe der Holding ist es vielmehr, Umsetzung und Fortschritt in Form eines Monitorings zu überwachen und die erzielten Teilerfolge am Kapitalmarkt zu kommunizieren.

Die Holding agiert als zentrale Überwachungs- und Kommunikationsinstanz und treibt so die Wertsteigerung voran

Der Mehrwert der Holding liegt also darin, diesen Prozess anzustoßen sowie die Umsetzung zu orchestrieren und zu überwachen. Durch die Kommunikation eines konzernweiten Wertsteigerungsziels schürt sie die Erwartungen der Investoren und baut gleichzeitig Druck gegenüber den Geschäftsfeldern auf, diese erwartete Performance zu erbringen.

Schlussbetrachtung

Nimmt die Holding die drei zentralen Führungsfunktionen konsequent wahr, leistet sie einen aktiven Beitrag zur Wertsteigerung des Konzerns und schafft sich damit auch aus ökonomischer Perspektive ihre eigene Existenzberechtigung. Durch Top-down-Zielvorgaben auf Basis von Kapitalmarkterwartungen und Wettbewerber-Performance sichert sie eine auf Wertsteigerung ausgerichtete Unternehmensphilosophie. Eine den Zielvorgaben entsprechende Allokationspolitik sichert die Zukunftsfähigkeit des Konzerns im Sinne eines dynamischen Portfolios an potenzialträchtigen Geschäftsfeldern. Mit der Operationalisierung im Rahmen einer Wertsteigerungsagenda sind eine systematische Ursachenanalyse der Benchmarking-Ergebnisse auf operativer Ebene, die Identifikation der relevanten Werttreiber sowie die Verknüpfung mit konkreten Maßnahmenprogrammen gewährleistet. Wird schließlich das Wertsteigerungsziel auf Konzernebene kommuniziert und der Weg transparent gemacht, wie dieses Ziel erreicht werden soll, sollte die Unsicherheit der Investoren im Hinblick auf den Mehrwert einer Holdingstruktur erheblich sinken und somit den Conglomerate Discount zum Schmelzen bringen.

Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. unterstützt Unternehmen darin, kontinuierlich Wert zu schaffen. Vor rund 25 Jahren in New York gegründet, ist Stern Stewart & Co. heute die führende internationale Unternehmensberatung für Wertmanagement. Unser Ziel ist es, die Unternehmensführung bei der Umsetzung ihrer Wertsteigerungsagenda in zwei Schlüsselbereichen zu unterstützen: Portfoliostrategie und Bewertung sowie Unternehmenssteuerung und -organisation.

Wir messen unseren Beratungserfolg in einer Verbesserung des fundamentalen Unternehmenswertes. Dieser wird in der von uns entwickelten Wertkennzahl EVA® ausgedrückt, die sich zum internationalen Standard entwickelt hat. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Stefan Heppelmann ist Partner, Marco Hoffleith ist Senior Associate bei Stern Stewart & Co. in München.



Stefan Heppelmann, CFA
sheppelmann@sternstewart.de



Marco Hoffleith
mhoffleith@sternstewart.de

Stern Stewart & Co makes every effort to ensure, but does not guarantee that the information provided in this study is accurate and up to date. This study should not be regarded as a recommendation for investment decisions.

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4

D-80333 München

T +49.89.242071.0

F +49.89.242071.11

E info@sternstewart.de

I www.sternstewart.de

Schottenring 16

A-1010 Wien

T +43.1.53712.4111

F +43.1.53712.4000

E info@sternstewart.at

I www.sternstewart.at

Seefeldstrasse 69

CH-8008 Zürich

T +41.43.488.36.39

F +41.43.488.35.00

E info@sternstewart.ch

I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.