



Unternehmenswertsteigerung durch Spin-offs

Bei börsennotierten Konglomeraten wird in der Regel ein Bewertungsabschlag beobachtet. Spin-offs sind ein effektives Mittel, um strukturelle Bewertungsabschläge zu eliminieren und Wertsteigerungen für Aktionäre zu erzielen.

Summary

Investoren zeigen bei börsennotierten Unternehmen eine deutliche Präferenz für fokussierte Unternehmen. Bei Konglomeraten und verschachtelten Beteiligungsstrukturen wird hingegen typischerweise ein Bewertungsabschlag von 10% - 30% beobachtet, der stark von firmenspezifischen Faktoren abhängig ist.

Spin-offs sind ein effektives Mittel für das Management börsennotierter Gesellschaften, Konglomeratsabschläge zu beseitigen und Wertsteigerungen für Aktionäre zu erzielen. Für Investoren ist es lohnenswert anstehende Spin-off Transaktionen frühzeitig zu analysieren, um durch die Reduktion des Bewertungsabschlages und erhöhte unternehmerische Flexibilität nach dem Spin-off attraktive Renditen zu erwirtschaften.

Der Spin-off von Universal Music Group Aktien aus dem französischen Medienkonglomerat Vivendi ist ein gutes Beispiel für den Bewertungsabschlag bei börsennotierten Konglomeraten. Ein Investor, der am 20. September 2021 eine Vivendi-Aktie zum Schlusskurs von €31,35 im Portfolio hatte, konnte sich einen Tag später über zwei Aktien in seinem Depot freuen: eine neue Aktie der Universal Music Group zum Kurs von €25,10 und eine verbleibende Vivendi Aktie von €10,50. Der Investor konnte somit eine Wertsteigerung innerhalb eines Tages von fast 13% realisieren. Ähnlich erfolgreich für die Aktionäre verlief auch der Spin-off von Siemens Energy aus Siemens heraus. Während am Freitag, dem 25. September 2020, der letzte Preis der Siemens Aktie bei €111,68 lag, schloss die Siemens Aktie am 28. September 2020 bei €109,96. Zusätzlich hatte der Aktionär für jeweils zwei Siemens Aktien eine Aktie von Siemens Energy im Depot zum Kurs von €21,21, wodurch

	Vivendi	UMG	Gesamt	Siemens	Siemens Energy	Gesamt
<i>Schlusskurse (in EUR)</i>						
letzter Tag vor Spin-off	31,53	n/a		111,68	n/a	n/a
erster Tag nach Spin-off	10,5	25,10	35,60	109,96	21,21	120,57
<i>Spin-off Verhältnis</i>	1:1			2:1		
Wertsteigerung Tag 1			12,9%			8,0%

sich für die Aktionäre innerhalb eines Börsentags eine Wertsteigerung von 8% ergab.

Quelle: Bloomberg



Beiden Transaktionen ist gemeinsam, dass durch den Spin-off die Beteiligungsstruktur wesentlich vereinfacht wurde. Mit dem Spin-off der Universal Music Group erfolgte die separate Börsennotierung des global führenden Unternehmens für Musikrechte (Recorded Music, Music Publishing) aus dem komplexen Medienkonglomerat Vivendi heraus. Durch den Spin-off von Siemens Energy wurde die Struktur der Siemens AG – mit Schwerpunkten auf den Wachstumsfeldern „Digital Factory“ und Medizintechnik – weiter vereinfacht und das ESG-Profil gestärkt, da die Aktivitäten konventioneller Energieerzeugung ausgegliedert wurden. Interessant an diesen Beispielen ist, dass die Spin-off Transaktion weit im Voraus angekündigt war, jedoch ein guter Teil der Aufholung des Bewertungsabschlags am ersten Tag der separaten Börsennotierung erfolgte.

Akademische Studien belegen ebenfalls einen deutlich positiven Effekt auf die Aktienkursentwicklung im Zusammenhang mit Spin-off Transaktionen. Die positive Rendite am Tag der Ankündigung einer Spin-off Transaktion lag in den breit angelegten akademischen Studien bei durchschnittlich 3% - 4%, während am ersten Tag der Separierung („Ex-Spin-off Tag“) die positive Aktienkursentwicklung bei durchschnittlich 3% lag¹. Ist nun das kurzfristige Engagement kurz vor dem Separierungstag eine hervorragende Gelegenheit, in einer kurzen Zeit mit minimalem Marktrisiko eine attraktive Rendite zu generieren?

Unabhängig von der Spin-off Situation ist zuerst die Frage zu stellen, ob man in das jeweilige Unternehmen investiert sein möchte. Bei der Separierung der Metro AG und der CECONOMY AG am 13. Juli 2017 mussten die Aktionäre am ersten Tag, an dem die Aktien separat an der Börse gehandelt wurden, einen Kursverlust von rund 5% hinnehmen. Die Metro AG als auch die CECONOMY AG waren beides Unternehmen, die von den strukturellen Herausforderungen des stationären Handels betroffen waren, so dass Investoren eine vorsichtige Einschätzung der langfristigen Ertragsperspektiven hatten. Nach Separierung der beiden Unternehmen hatte sich an dieser prinzipiellen Einschätzung wenig geändert, so dass der technische Flowback² von Aktien, der im Rahmen einer Spin-off Transaktion entsteht, nicht von kaufbereiten Aktionären aufgefangen werden konnte. Im deutlichen Gegensatz dazu hatten die Universal Music Group sowie die fokussierte Siemens AG global führende Marktpositionen in strukturellen Wachstumsmärkten zu bieten.

¹ Vijh, A. 1994. The spin-off and merger ex-date effects. *Journal of Finance* 49 (June): 581–609.

Abarbanell, J. S., Bushee, B. J., & Smith Raedy, J. (2003). Institutional investor preferences and price pressure: The case of corporate spin-offs. *The Journal of Business*, 76(2), 233-261.

Veld, C. and Veld-Merkoulova, Y.V. (2008). Value creation through spin-offs: a review of the empirical evidence.

² Insbesondere technischer Abverkauf von Aktien durch Ausschluss aus einem Aktienindex im Rahmen einer Spin-off Transaktion. Passive Indexinvestoren müssen regalbasiert verkaufen, sobald eine Aktie nicht mehr Mitglied eines Aktienindex ist.



Was ist eine sinnvolle Herangehensweise, um zu entscheiden, ob man an einer möglichen Reduktion des Konglomeratsabschlags im Rahmen eines Spin-offs partizipieren möchte?

1. **Eine attraktive Equity Story** sollte Voraussetzung für Anleger sein, bevor sie eine Investition in Betracht ziehen. Sie sollten von dem Geschäftsmodell des Unternehmens überzeugt sein und die Bewertung unter Betrachtung der langfristigen Wachstumsperspektiven als attraktiv einstufen. Im Rahmen eines Spin-offs kommt es zu Aktienverkäufen passiver Investoren aufgrund einer Änderung der Indexzugehörigkeit, die von aktiven Investoren aufgefangen werden müssen. Bei weniger attraktiven Equity Stories bleibt diese zusätzliche Nachfrage aktiver Investoren aus, so dass es zu Kursverlusten kommen kann.
2. **Bezüglich des idealen Zeitpunkts der Investitionen** gibt es verschiedene Optionen.
 - a. **Investition vor Ankündigung:** wenn man das Konglomerat bereits vor Ankündigung einer Separierung attraktiv findet, kann unmittelbar eine Investition erfolgen. Da aber Unsicherheit besteht, ob ein Spin-off stattfinden wird, sollte in Betracht gezogen werden, dass es möglicherweise zeitnah nicht zu einem Spin-off kommen wird. Somit sollte die Investition unter der Prämisse stattfinden, dass der Konglomeratsabschlag mittelfristig bestehen bleibt, außer der Investor vermutet, dass das Management aufgrund einer Änderung der Rahmenbedingungen veranlasst sein könnte, einen Spin-off anzukündigen.
 - b. **Bei Ankündigung einer Spin-off Transaktion** gibt es normalerweise eine positive Kursreaktion, allerdings verpufft in den folgenden Wochen der Ankündigungseffekt häufig, so dass erst kurz vor der anstehenden Separierung der Investorenfokus wieder auf den Spin-off gerichtet wird.
 - c. **Eine Investition unmittelbar vor Separierung** reduziert das Marktrisiko der Investition auf ein Minimum und erlaubt, sehr fokussiert von der Bewertungsaufholung des zu diesem Zeitpunkt verbleibenden Konglomeratsabschlags zu profitieren. Entscheidend für einen positiven Kurseffekt am ersten Tag der Separierung ist, dass trotz Ankündigung der Transaktion ein Bewertungsabschlag verblieben ist und die Transaktion positiv vom Markt aufgenommen wird.
 - d. **Eine Investition nach Separierung** kann in Betracht gezogen werden, um vom weiteren Wertsteigerungspotenzial zu profitieren. Häufig trifft dies auf den separierten Teil zu, dessen Equity Story als schwieriger eingeschätzt wird. Diese Unternehmen nutzen oftmals die erhöhte Flexibilität und unternehmerische Entscheidungsfreiheit nach einem Spin-off, um zügig operative Potenziale zu heben, Wachstumschancen zu nutzen und falls erforderlich eine Restrukturierung durchzuführen. Zwei Beispiele hierfür



sind der Spin-off von Osram aus Siemens im Juli 2013 und Lanxess aus Bayer im Januar 2005. In den ersten sechs Monaten nach Separierung konnte Osram eine Kursentwicklung von +81% und Lanxess eine Kursentwicklung von +60% aufweisen.

Es wird interessant sein zu beobachten, wie sich weitere Spin-off Situationen entwickeln. Der nächste große anstehende Spin-off in Deutschland ist die Ausgliederung der Nutzfahrzeugsparte Daimler Truck AG aus der Daimler AG. Bereits am Tag der Ankündigung Anfang Februar 2021 war ein Kurssprung von rund 9% zu beobachten, da Nutzfahrzeugunternehmen an der Börse mit einer Prämie zu Automobilherstellern bewertet werden. Dennoch ist die Daimler AG aktuell ähnlich wie andere PKW-Hersteller bewertet, so dass es weiteres Aufwärtspotenzial zur Bewertung von Nutzfahrzeugunternehmen gibt. Es wird entscheidend für positive Kurseffekte sein, dass sich Daimler Trucks nach dem Spin-off ein ähnlich gutes Profil am Kapitalmarkt erarbeiten kann wie beispielsweise Volvo (Nutzfahrzeuge).

Das Healthcare Konglomerat Fresenius hat ebenfalls angekündigt, strategische Optionen zu prüfen, um möglicherweise eine Unternehmenswertsteigerung durch Reduktion des Konglomeratsabschlags zu erreichen.³ Die Analyse wird aktuell durchgeführt und ein vorläufiges Ergebnis wird im Februar 2022 erwartet. Ob es zu einer Aufspaltung kommt, bleibt offen, da Synergien auf der Fremdfinanzierungsseite erhalten bleiben sollen und die Else Kröner-Stiftung – mit 26.9% Großaktionär von Fresenius – angekündigt hat, kurzfristig keine Einwände gegen die bestehende Struktur zu haben. Sollte sich Fresenius dennoch für eine Vereinfachung der Unternehmensstruktur entscheiden, bleibt aus Sicht der Aktionäre zu hoffen, dass eine klare Separierung eines Unternehmensteils in Form eines Spin-offs gewählt wird anstatt des Börsengangs einer Tochtergesellschaft. Der Börsengang einer Tochtergesellschaft erhöht zwar die Transparenz auf den jeweiligen Unternehmensteil, erreicht aber keine strukturelle Vereinfachung und führt zu einem Mittelzufluss der Muttergesellschaft, wodurch sich für die Aktionäre das Risiko ergibt, dass im Rahmen von Unternehmensakquisitionen überhöhte Preise gezahlt werden.

Spin-off Situationen stellen eine interessante Gelegenheit dar, attraktive Renditen zu realisieren. Die Schlüssel zum Erfolg sind eine zutreffende Einschätzung, ob die Equity Story der jeweiligen Unternehmensteile positiv von aktiven Investoren aufgenommen wird, eine Beachtung des weitgehend regelbasierten Verhaltens passiver Investoren sowie eine wohlüberlegte Entscheidung, zu welchem Zeitpunkt man investiert sein möchte.

³ Stephan Sturm, CEO Fresenius SE & Co KGaA on Bloomberg TV-Interview 22. September 2021: „We need to be open to review the group’s structure against the backdrop of an underperformance of our share price and a very low valuation [...] [We have a] group structure that [...] gave us very healthy diversification, but in the eyes of many investors has turned into something that is excessively complex [...] What we are doing is to go through alternative scenarios how we can still preserve operating synergies, also synergies below the EBIT line in terms of saved interest and tax expenses, but at the same time reduce complexity. [...] The analysis may determine that the current structure is the right one.“



Rechtlicher Hinweis

Bei dieser Veröffentlichung handelt es sich um eine Marketingmitteilung und sie stellt keine Empfehlung zur Investition in bestimmte Anlageklassen, Wertpapiere oder Strategien dar. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Herausgebers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen unter anderem keine individuelle Anlageberatung und sollten nicht als Grundlage für eine Investitionsentscheidung verwendet werden.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

© 2021 Spinoza Capital SICAV und Spinoza Capital GmbH. Alle Rechte vorbehalten.