



Eine Mitarbeiterin von Continental überprüft ein Bremssystem

Spalten und kassieren

Aktien ausgegliederter Konzernteile werden unterschätzt. Nach der Trennung entwickeln sie sich oft besser als der Markt – und auch die Aktienkurse der Mütter profitieren

TEXT Frank Doll

Weg mit dem Ballast – so lautet dieser Tage das Motto von Continental-Chef Nikolai Setzer. Er kündigte am Montag der vorvergangenen Woche an, die Zulieferersparte Automotive möglicherweise vom lukrativen Reifengeschäft zu trennen. Die Automobiltechnik macht Probleme: Autohersteller lagern die digitale Fahrzeuginfrastruktur nicht mehr so häufig aus. Ein erfolgreicher Turnaround sei für Conti daher zweifelhaft, warnen Analysten von Bernstein, einer Researchtochter der französischen Großbank Société Générale – obwohl es im Reifengeschäft rundläuft.

Einen Komplettverkauf des Geschäftsfelds schloss der Conti-Chef aus. Setzer blieben damit noch zwei Trennungsvarianten. Über ein sogenanntes Equity Carve-out könnte Conti zunächst

eine Minderheit der Anteile der abzuspaltenden Tochter Automotive über ein Initial Public Offering (IPO) an die Börse bringen. Conti behielte dabei die Kontrolle, und der Erlös aus dem Börsengang ginge in die eigene Kasse. Das IPO des Minderheitsanteils wäre ein erster Schritt mit Blick auf weitere Anteilsverkäufe bis hin zur vollständigen Trennung. So hat es Siemens in der Vergangenheit gemacht, etwa mit seiner Sparte für aktive Bauelemente (Infineon, 2000). Oder Bayer mit seiner Kunststoffsparte (Covestro, 2015). Es ist ein Abschied auf Raten.

Die Alternative zu einem IPO wäre ein Spin-off. Dabei bekommen die bestehenden Aktionäre automatisch Aktien der abgespaltenen Gesellschaft, die dann als eigenständige Einheit an der Börse notiert ist. Die Investoren der schon an der Börse notierten Mutter erhalten damit eine Sachdividende. Bei einem klassischen Spin-off fließen weder der Mutter- noch der Tochtergesellschaft Mittel zu. In der Regel wird über kurz oder lang die vollständige Trennung angestrebt.

Meist wird die Abspaltung sofort zu 100 Prozent der Anteile durchgeführt. Ausnahmen gibt es: Die Mercedes-Benz Group hält heute noch 30 Prozent an der 2021 ausgegliederten Lkw-Sparte Daimler Truck Holding. Siemens ist noch mit 17 Prozent an seiner ehemaligen Energietechniksparte beteiligt, die 2020 als Siemens Energy an die Börse kam.

VORTEIL FÜR SPIN-OFFS

Die Ausgliederung einer Tochtergesellschaft ist eigentlich eine gute Idee. Schließlich ist der Wert der einzelnen Geschäftsteile eines Unternehmens oft höher als der aktuelle Börsenwert. Die Motive des Managements für die Abspaltung eines Geschäftsbereichs oder einer Konzerntochter in der einen oder anderen Form können natürlich variieren. Aus Anlegersicht interessiert aber vor allem, welche Art der Ausgliederung langfristig mehr Erfolg verspricht.

Die Antwort vorweg: Spin-offs laufen in der Regel besser als IPOs. Das gilt vor allem für die Aktien der abgespaltenen Gesellschaft, oft aber auch für jene der Mutter. Denn für ein erfolgreiches IPO braucht es in der Regel ein freundliches Börsenumfeld. Dann sind Investoren eher bereit, höhere Preise und Bewertungen zu akzeptieren. Damit steigt aber auch die Fallhöhe,

FOTO: PICTURE-ALLIANCE/DPA

Lahme Enten

Warum es oft lange dauert, bis Aktien von Spin-offs gehandelt werden können

TEXT Saskia Littmann

Spaltet sich ein Unternehmen auf, müssen Aktionäre geduldig sein. Oft dauert es mehrere Wochen, bis die Anteilsscheine des neuen Unternehmens in ihrem Depot liegen. Vor allem bei ausländischen Aktien, die in Deutschland bisher nicht gelistet waren, kann das zum Problem werden. So etwa beim Mischkonzern 3M und dessen abgespaltenen Gesundheitssparte Solvntum. Erst Wochen nach dem Handelsstart von Solvntum Ende März 2024 tauchte die Aktie in den Depots deutscher Anleger auf. Handelbar war das Papier da noch nicht. Als der Kurs fiel, waren Anteilseigner zum Stillhalten verdammt. Die Verzögerungen haben mehrere Ursachen.

NICHT IN DES BROKERS HAND

Grundsätzlich funktioniert das Einbuchen der neuen Aktien nach einem Spin-off automatisch. Wer Aktien des Originals hält, bekommt nach der Aufspaltung auch die neuen Papiere, sobald die zuständige Verwahrstelle die Aktien zugeteilt hat. Genau hier liegt das Problem: Solange der Zwischenhändler die Aktien nicht an die Broker verteilt hat, werden sie nicht in die Kundendepots gebucht – denn die wenigsten Broker gehen für ihre Kunden in Vorleistung.

Zudem braucht eine Aktie einen LEI-Code, damit sie weltweit handelbar ist, eine Art Identifikationsnummer. Hat ein Unternehmen den Legal Entity Identifier erst spät beantragt, können Aktionäre zunächst nicht handeln. Wer den Stillstand vermeiden will, muss die Aktie schon vor der Aufspaltung verkaufen. ■

wenn die Börsen nach unten drehen. Auch gegenüber dem Gesamtmarkt schneiden Spin-offs regelmäßig gut ab. Das zeigen langfristige Untersuchungen. Analysten des US-Finanzdienstleisters S&P Global haben 516 Spin-offs europäischer und US-amerikanischer Konzerne zwischen 1989 und 2016 analysiert. Ergebnis: Nach zwei Jahren schafften die Aktien ausgegliederter Konzernsparten im Schnitt gut 10 Prozentpunkte mehr Rendite als der Vergleichsindex, nach drei Jahren lag die Mehrrendite bei gut 22 Prozentpunkten.

Die WirtschaftsWoche hat die wichtigsten Spin-offs deutscher Konzerne aus den vergangenen 25 Jahren untersucht (siehe Tabelle Seite 70). In der Mehrzahl waren es aus Anlegersicht Erfolgsgestorys. Selbst die Aktie der späteren Pleitebank Hypo Real Estate notierte im Jahr drei nach ihrer Ausgliederung aus der Hypo-Vereinsbank gut 400 Prozent über ihrem ersten Börsenkurs. Gleiches gilt für die Aktie des inzwischen verstaatlichten Stromerzeugers Uniper, einer Abspaltung von E.ON.

HIN UND HER MACHT TASCHEN VOLL

Gute Ergebnisse brachten auch Spin-offs, die zu einer sofortigen Trennung führten, etwa Lanxess/Bayer (2005) und Takkt/Gehe (1999). Von Beginn an mies liefen eigentlich nur die Titel von Metro nach der Aufspaltung der Metro Group in die Sparten Elektronik (Ceconomy) und Lebensmittel (Metro).

Den Vogel abgeschossen haben Aktionäre von Zeal Networks. Der Hamburger Onlineanbieter von Lotterierprodukten buchte ihnen im Juli 2012 Aktien von Lotto24 in die Depots. Die Erstnotiz lag damals bei 42,75 Euro. Zeal Networks hat Lotto24 inzwischen wieder zurückgekauft. Am 14. Mai 2019 erhielten Lotto24-Aktionäre für eine Aktie 0,6234 Zeal-Aktien. Damit war die Aktie von Lotto24 mit 203,25 Euro bewertet. Den verbliebenen Minderheitsaktionären bietet Zeal jetzt im Rahmen eines Squeeze-out eine Barabfindung von 479,25 Euro je Aktie. Das Angebot liegt beim Elffachen der Erstnotiz. Ein Lottogewinn.

Bei Continental geht es in erster Linie darum, sich von einer Sparte zu trennen, die innerhalb des Konzerns eine tiefere Marge aufweist und ein schwächeres Umsatzwachstum verzeichnen dürfte. Die Problemsparte Automotive steht einer ►

Tochter schlägt Mutter

25 Jahre Spin-offs in Deutschland

Ausgliederung/ ausgliedernder Konzern	Bezugsverhältnis (Restanteil der Mutter in Prozent)	ISIN	Erstnotiz	Erster Börsenkurs (in Euro)	Hoch seit Erstnotiz (in Euro), erreicht am	Kursgewinn beim Höchstkurs (in Prozent)	Tief seit Erstnotiz (in Euro), erreicht am	Kursverlust beim Tiefstkurs (in Prozent)	Kursentwicklung seit Erstnotiz (in Prozent)
Takkt	1 für 1 (0)	DE0007446007	14.6.1999	6,60	23,35 14.3.2018	+254	3,38 30.12.2002	-49	+58
Gehe (Celesio)		DE000CLS1001		19,46	55,47 26.4.2007	+185	9,18 4.10.2011	-43	+21 ¹
Aareal Bank ²	1 für 1	DE0005408116	17.6.2002	16,16	43,00 24.4.2018	+166	2,18 26.12.2009	-87	+105 ³
Depfa Bank plc ²		IE0072559994	20.3.2002	6,52	15,98 23.7.2007	+145	3,00 28.2.2003	-54	+132 ⁴
Hypo Real Estate	1 für 4 (0)	DE0008027707	6.10.2003	11,25	58,32 6.4.2006	+418	0,60 9.3.2009	-95	-88 ⁵
HypoVereinsbank (UniCredit)		DE00080222005		13,46	45,58 am 14.11.2007	+239	5,34 31.3.2003	-60	+93/+184 ⁶
Lanxess	1 für 10 (0)	DE0005470405	31.01.2005	15,75	74,78 23.12.2018	+375	10,28 20.11.2008	-35	+38
Bayer		DE000BAY0017		23,61	144,21 13.4.2015	+511	23,52 31.12.2005	0	+12
Lotto24	1 für 1 (0)	DE000LTT2470	3.7.2012	42,75	490,00 1.6.2021	+1046	31,35 24.9.2014	-27	+375/ +1042 ⁷
Zeal Networks		DE000ZEAL241		38,99	59,47 29.4.2014	+53	16,00 23.8.2019	-59	-4
Osram	1 für 1 (0)	DE000LED4000	8.7.2013	22,00	79,58 9.1.2018	+262	20,50 19.3.2020	-7	+86/ +138 ⁸
Siemens		DE0007236101		69,88	188,88 13.5.2024	+170	53,20 19.3.2020	-24	+128
Uniper	1 für 10 (0)	DE000UNSE026	12.9.2016	200,30	849,00 27.12.2021	+324	38,60 5.8.2024	-81	-80
E.On		DE000ENAG999		7,39	13,47 16.5.2024	+82	5,99 21.11.2016	-19	+65
Metro	1 für 1 (0)	DE000BFB0019	13.7.2017	20,00	20,07 13.7.2017	+0	3,98 5.8.2024	-80	-78
Ceconomy		DE0007257503		9,32	13,40 15.1.2018	+44	1,10 29.9.2022	-88	-70
Siemens Energy	1 für 2 (17)	DE000ENER6Y0	28.9.2020	22,01	34,48 12.1.2021	+57	6,40 26.10.2023	-71	+11
Siemens		DE0007236101		105,00	188,88 13.5.2024	+80	93,67 5.7.2022	-11	+52
Nagarro	1 für 1 (0)	DE000A3H2200	16.12.2020	69,00	212,00 3.1.2022	+207	63,10 31.10.2023	-9	+10
Allgeier		DE000A2GS633		24,20	59,80 23.12.2021	+147	14,60 5.8.2024	-40	-31
4Basebio	1 für 6 (0)	GB00BMCLYF79	1802.2021	4,60	21,20 14.6.2024	+361	2,10 15.3.2021	-54	+252
2Invest		DE000A3H3L44		13,91	14,81 18.2.2021	+6	5,35 7.12.2023	-62	-26
Vitesco	1 für 5 (0)	DE000VTSC017	16.9.2021	59,80	96,20 6.11.2023	+61	25,65 7.3.2022	-57	-12
Continental		DE0005439004		100,20	111,96 16.11.2021	+12	44,31 30.9.2022	-56	-41
Daimler Truck Holding	1 für 2 (30)	DE000DTR0CK8	10.12.2021	28,00	47,64 19.3.2024	+70	20,28 7.3.2022	-28	+19
Mercedes-Benz		DE0007100000		73,20	77,90 17.2.2022	+6	50,19 14.7.2022	-31	-21

¹ Celesio wurde am 6. Februar 2014 von McKesson zu 23,50 Euro pro Aktie übernommen; ² entstanden aus der Aufspaltung der ehemaligen DePfa Deutsche Pfandbriefbank; ³ Aareal Bank wurde am 7. Juni 2023 von Finanzinvestoren (u. a. Advent, Centerbridge) zu 33,20 Euro pro Aktie übernommen; ⁴ Depfa Bank plc wurde am 5. Oktober 2007 durch die Hypo Real Estate zu 15,12 Euro pro Aktie übernommen (6,80 Euro Cash plus 0,189 HRE-Aktien); ⁵ Hypo Real Estate wurde am 14. Oktober 2009 zwangsverstaatlicht, der Bund zahlte 1,30 Euro pro Aktie; ⁶ HypoVereinsbank ging am 17. November 2005 mehrheitlich an die italienische UniCredit per Aktientausch (5 für 1, Bewertung: 25,95 Euro pro Aktie); am 16. September 2008 wurden die letzten HVB-Aktionäre per Squeeze-out zu 38,26 Euro herausgedrängt; ⁷ Zeal Networks hat Lotto24 inzwischen wieder zurückgekauft, am 14. Mai 2019 erhielten Lotto24-Aktionäre für eine Aktie 0,6234 Zeal-Aktien. Das bewertete die Aktie von Lotto24 mit 203,25 Euro, den verbliebenen Minderheitsaktionären bietet Zeal im Rahmen eines Squeeze-out eine Barabfindung von 479,25 Euro je Aktie; ⁸ Osram ging am 9. Juli 2020 mehrheitlich (69 Prozent) zu 41 Euro pro Aktie an die österreichische AMS, am 23. Juni 2021 stockte AMS auf (7,2 Prozent) zu 52,30 Euro pro Aktie; Quelle: Bloomberg; eigene Recherche; Stand: 8. August 2024

höheren Bewertung des Gesamtkonzerns im Weg. Als Story für einen traditionellen Börsengang taugt diese Argumentation natürlich nicht. Da mag die Stimmung an der Börse noch so gut sein.

Manchmal muss man die Kinder aber nur in die Unabhängigkeit entlassen. Conti-Aktionäre wissen das. Ihnen wurde vor knapp vier Jahren für fünf Conti-Aktien eine Aktie von Vitesco ins Depot eingebucht. Die Aktie der ehemaligen Conti-Antriebspartie hat es an der Börse nach der Übernahmeankündigung durch Schaeffler im Oktober 2023 auf über 96 Euro gebracht. Gegenüber der Erstnotiz war das ein Kursplus von gut 60 Prozent. Abschreiben sollten Anleger daher auch die Automotive-Sparte von Conti nicht.

Die Fokussierung auf das jeweilige Kerngeschäft führe oft zu operativen Verbesserungen und zu einer Neubewertung, sagt Peter Heim. Durch die Separierung können Investoren den unterliegenden Wert der Muttergesellschaft und des Spin-offs leichter beurteilen, argumentiert der Gründer der Luxemburger Investmentfir-

„Die Fokussierung auf das jeweilige Kerngeschäft führt oft zu einer Neubewertung“

Peter Heim
Gründer der Investmentfirma Keynote

ma Keynote. Heim und seine Partner suchen für ihren Spezialfonds Keynote Spin-Off (ISIN LU1920073647) weltweit nach aussichtsreichen Abspaltungssituationen. Seit Auflage im Juli 2023 schaffte der heute 22 Millionen Euro schwere Fonds ein Plus von gut 25 Prozent. Zum Vergleich: Der Dax legte in diesem Zeitraum einschließlich Dividenden lediglich um zwölf

Prozent zu. Gute 70 Prozent des Fondsvolumens stecken in Spin-offs, der Rest entfällt etwa zu gleichen Teilen auf die Aktien ehemaliger Muttergesellschaften und Konzerne, bei denen sich ein Spin-off abzeichnet oder schon fixiert wurde.

Zu den größten Positionen in Heims Fonds gehören die Aktien der Schweizer Konzerne Holcim und Sandoz. Der weltgrößte Zement- und Baustoffkonzern will sein US-Geschäft abspalten und im ersten Halbjahr 2025 als unabhängiges Unternehmen in den USA an die Börse bringen. Die Aktien des Generikaherstellers wurden im Oktober 2023 an die Novartis-Aktionäre als Sachdividende verteilt. Die größte Position einer Muttergesellschaft im Fonds ist Constellation Software. Der kanadische Softwareanbieter hatte 2021 und 2023 mit Topicus und Lumine erstmals Geschäftsbereiche abgespalten. Beide Aktien sind seitdem gestiegen, um jeweils 90 Prozent.

Haben Conti-Aktionäre Glück, läuft es bei einem möglichen Spin-off von Automotive auch so gut. ■

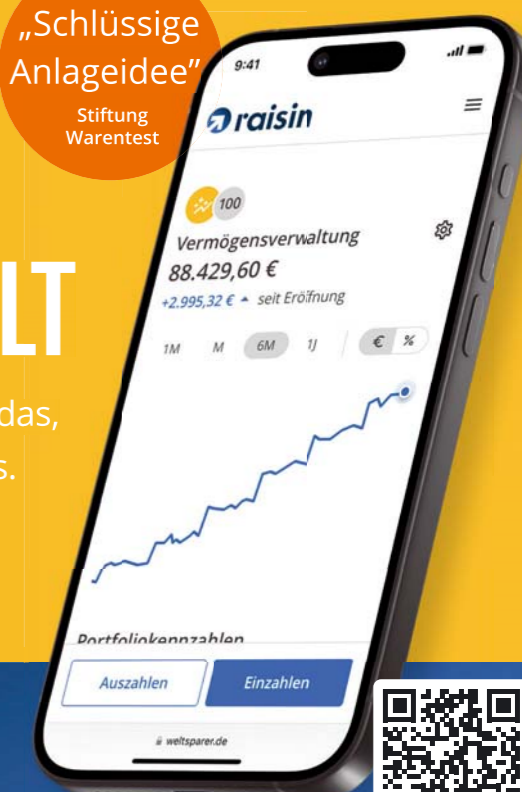
weltsparen
by raisin

„Schlüssige
Anlageidee“

Stiftung
Warentest

DIE LANGWEILIGSTE* GELDANLAGE DER WELT

*Statt auf Spekulation und Aktientipps setzen wir auf das, was funktioniert: gutes Handwerk, umgesetzt mit ETFs.



BIS ZU 1.000 € BONUS

bei Anlage bis zum 26. August 2024.



www.weltsparen.de/dvv

Weitere Informationen zu den Teilnahmebedingungen finden Sie auf unserer Homepage. Ein Angebot der Raisin Bank AG. Anlagen in Wertpapieren können schwanken.