

Und schon hakt es nicht mehr

▶ **SPIN-OFFS** Wenn Konzerntöchter ausgegliedert und an die Börse gebracht werden, dann ist das in vielen Fällen eine Notgeburt. Wie aktuell beispielsweise bei Osram.

Doch Spin-offs sind oftmals besser als ihr Ruf

Seit dem 8. Juli ist **Osram** börsennotiert. Für ein Unternehmen, bei dem die Mutter, **Siemens**, gleich zweimal vergeblich den Börsengang versucht hatte, schlägt sich das Papier seither erstaunlich gut. Ausgehend von einem Kurs zum Börsenstart von 24,00 Euro ist die Notiz im Hoch schon bis auf 29,60 Euro gestiegen. Die Ausgliederung hat sich für die Aktionäre bisher somit gelohnt.

Ob die Bilanz mit den Anteilscheinen des Herstellers von elektrischen und elektronischen Leuchtmitteln auch langfristig so positiv sein wird, bleibt abzuwarten. Die Erfahrung mit Spin-offs spricht aber für eine gute relative Wertentwicklung. Zwar ist die Ausgliederung und Verselbstständigung eines Unternehmensteils aus einem Konzern oft aus der Not geboren, aber trotz dieses Makels schneiden ehemalige Töchter an der Börse dann oft besser ab als die Aktien der Mutterkonzerne.

Konkrete Berechnungen zu diesem Thema hat Berndt Fernow angestellt. Der Analyst der Landesbank Baden-Württemberg hat sich die wichtigsten Spin-offs der Eurozone und der Schweiz angeschaut. Demnach hinken Spin-offs der Mutteraktie bei der Performance im ersten Monat noch hinterher. Aber schon nach drei Monaten wird daraus ein Vorsprung, der über Jahre sukzessiv weiterwächst (siehe Tabelle nächste Seite oben). Skeptiker könnten nun auf die Idee kommen, die Ergebnisse wegen der geringen Zahl der Beispiele anzuzweifeln. Aber das Resultat deckt sich

tendenziell mit dem, was auch die empirische Kapitalmarktforschung ermittelt hat.

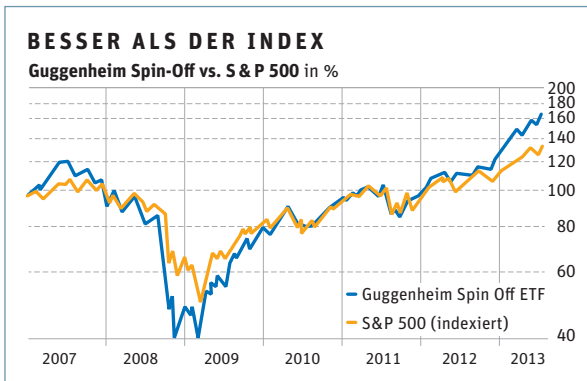
Gut mithalten können die Spin-offs in der Regel auch mit dem Gesamtmarkt. Das beweist der **Guggenheim Spin-Off ETF**, der US-Spin-offs beinhaltet, deren Abspaltung von der Mutter mindestens sechs und höchstens 30 Monate zurückliegt. Seit der Auflage Anfang 2007 weist das Produkt eine etwas bessere Wertentwicklung auf als der S & P 500. Richtig schlecht lief es nur in der wegen der Kreditkrise enorm schwierigen Börsenphase zur Jahreswende 2008/09. Fernow erklärt das so: „In rauen Börsenphasen ist zu beachten, dass Spin-offs risikoreicher und volatil sind. Zusammen mit einer eventuell schlechteren Bonität kann das in schwierigen Zeiten zu einer temporär schlechteren Wertentwicklung führen.“

Die Langzeitergebnisse zeigen aber, dass Spin-offs keine lahmen Enten sind. Und dafür gibt es auch plausible Gründe. So werden Randbereiche in einem großen Konzern oft stiefmütterlich behandelt, und es fehlt an einer klaren Strategie sowie an Kapital. Nach der Entlassung in die Freiheit kann ein fähiges und motiviertes Management dann die Pläne dynamischer umsetzen. Hinzu kommen bewertungstechnische Faktoren. „Sehr wichtig sind auch marktpsychologische Argumente. Töchter, die niemand haben will, kommen oft unterbewertet an die Börse. Das ist der Grundstein für eine gute Performance“, erklärt Fernow.

Dazu passt auch, dass es sich mit der Performance bei gewollten Börsengängen von Töchtern, um die sich die Anleger zunächst reißen, auf Dauer oft umgekehrt verhält. Ein Paradebeispiel dafür: der mit Euphorie gestartete, aber in Trübsal mündende Börsengang der Siemens-Tochter Infineon im Jahr 2000.

Der LBBW-Stratege merkt an: „Am ersten Handelstag kommt noch hinzu, dass die neue Gesellschaft zunächst in keinem Index enthalten ist und daher nicht in die Portfolios Benchmark-orientierter Institutioneller passt. Dies führt zu einem strukturellen Verkaufsdruck, der für die Zukunftsperspektive eine niedrige Kursausgangsbasis legt.“

Eine Rolle für die gute Performance der Spin-offs könnte auch spielen, dass es für Außenstehende einfacher ist, ein weniger komplexes Unternehmen zu bewerten, als die Tochter eines verschachtelten Konglomerats. Daraus kann im Lauf der Zeit durchaus eine Höherbewertung werden. Unter Verweis auf Studien führt Christian Funke einen weiteren potenziellen Kursstreiber an: „Oft wird argumentiert, dass Spin-offs aufgrund einer erhöhten Übernahmewahrscheinlichkeit besser laufen.“ Der Managing Director des unabhängigen Investmentmanagers Source for Alpha weiß aber auch, wie schwierig es wegen fehlender Informationen ist, sofort bei Abspaltung zwischen „guten“ und „schlechten“ Spin-offs zu unterscheiden. Dieses Risiko lässt sich aus seiner Sicht deutlich



Der **Guggenheim Spin-Off ETF** läuft seit seiner Auflegung 2007 besser als der S & P 500. Nur als zum Jahreswechsel 2008/09 die Kreditkrise richtig hochkochte, konnte er den Vorsprung nicht halten.

SPIN-OFFS: KURSENTWICKLUNG RELATIV ZUR MUTTER			
Spin-off (Mutter)	1 Monat in %	1 Jahr in %	5 Jahre in %
Altana (Varta)	-5,0	7,8	84,5
Celanese (Aventis)	-2,3	-14,4	139,0
Lanxess (Bayer)	7,0	22,3	-14,9
Hypo Real Estate (HVB)	-3,3	102,2	-78,4
Givaudan (Roche)	-3,4	20,4	60,4
Syngenta (Novartis)	-7,8	6,1	52,7
Cargotec (Kone)	-16,4	-5,4	-69,6
Arkema (Total)	-2,4	30,4	152,3
Edenred (Kering)	-15,6	9,7	-
FNAC (Kering)	-13,0	-	-
Osram (Siemens)	11,2	-	-
Median	-3,48 %	9,7 %	56,5 %

Berechnungsbasis: Schlusskurs des ersten Handelstags

Quelle: LBBW Research

reduzieren, indem zunächst ein oder zwei Quartalsergebnisse abgewartet werden.

Intern wird diese Strategie offenbar sehr erfolgreich umgesetzt. Der hauseigene Fonds **S4A US Long UI**, dem alle amerikanischen Spin-offs der jüngsten Vergangenheit beigemischt werden, hat es laut Analysehaus Lipper in den vergangenen zwölf Monaten auf Platz 3 von 260 untersuchten Nordamerika-Aktienfonds geschafft. Die Gesellschaft bietet Kunden auch an, Geld direkt in die S4A Spin-off US Strategy zu stecken. Jedoch ist das in Form einer individuellen Vermögensverwaltung erst ab einer Mindestanlage summe von 100 000 Euro möglich.

Wer ansonsten den Rat befolgt, nicht sofort in einen Spin-off zu investieren, sondern erst einmal eine gewisse Zeit abzuwarten, setzt derzeit noch nicht auf den Börsenneuling **Osram**. Das passt auch zu dem von der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) errechneten Kursziel. Es liegt mit 27 Euro unter dem aktuellen Kurs.

Deutliches Kurspotenzial hat nach den Berechnungen der Stuttgarter dagegen **Lanxess**. Der ehemaligen Bayer-Tochter werden Notierungen von 56 Euro zugezählt. Allerdings muss bei dem Spezialchemiekonzern bei der Bekanntgabe der

Halbjahresergebnisse am 6. August mit eher schwachen Zahlen gerechnet werden. Zudem ist aufgrund schwacher Nachfrage und rückläufiger Preise im Gesamtjahr 2013 ein deutlicher Ergebnismrückgang zu befürchten. Mittelfristig soll das Unternehmen laut LBBW-Analyst Ulle Wörner aber von seiner guten Marktstellung besonders im Segment Performance Polymers und dem Ausbau der Produktionskapazitäten für Hochleistungskautschuke profitieren. Im Gleichklang mit der bisherigen Vorgabe des Lanxess-Vorstands geht er deshalb für 2014 und 2015 von einer spürbaren Gewinnverbesserung aus.

Mit **Celanese** kommt ein weiterer langfristig interessanter Wert aus dem Spezialchemiesektor. Die frühere Aventis-Tochter, die im texanischen Dallas firmiert, tritt beim Aktienkurs seit April 2011 per saldo zwar auf der Stelle. Aber wenn die Analys-

ten recht behalten, dann ist der Titel sehr moderat bewertet. Auf Basis der für 2013 und 2014 erwarteten Gewinne je Aktie von 3,40 und 3,68 Euro ergeben sich moderate Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 10,8 und 9,5. Gut genug, um bei Erreichen dieses Ziels endlich einen Ausbruch nach oben zu ermöglichen.

Einen Blick wert ist der in Houston und damit ebenfalls in Texas beheimatete Raffineriebetreiber **Phillips 66**. Das Unternehmen, das auch Tankstellen unterhält und vom Schiefergasboom in den USA profitieren sollte, wurde im April 2012 vom Ölkonzern Conoco Phillips abgetrennt. Der Kurs hat zuletzt zwar ein wenig geschwächt, seit der Abspaltung hat sich der Wert aber sehr gut entwickelt. Und ein einseitiges KGV spricht dafür, dass der Titel an der Börse auch bald wieder Fahrt aufnehmen könnte. JÜRGEN BÜTTNER

VIER SPIN-OFFS IM ÜBERBLICK

Aktie	WKN	Börsenwert in Mrd. €	Ergebnis je Aktie in €			KGV 2014e	Kurs in €	Empfehlung
			2012	2013e	2014e			
Osram	LED 400	2,85	k. A.	0,11	2,11	12,5	27,26	ABWARTEN
Lanxess	547 040	3,97	6,18	1,48	4,50	9,9	47,67	KAUFEN
Celanese	AOD P2A	5,67	2,86	3,40	3,86	9,1	35,44	KAUFEN
Phillips 66	A1J WQU	27,54	6,37	5,54	5,33	8,3	44,62	KAUFEN

Stand: 30.07.2013; e = erwartet; KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis; k. A. = keine Angabe

Quelle: LBBW, Bloomberg