

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

eBay Inc.

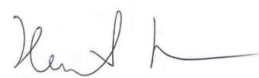
Der Internetpionier eBay spaltet in den kommenden Monaten sein Onlinebezahlssystem PayPal im Rahmen eines Spin-offs ab. Die Aktien an der Tochtergesellschaft werden kostenlos an die Aktionäre der Muttergesellschaft übertragen. Da die rechtlichen Voraussetzungen an eine Abspaltung erfüllt sind, wird der Spin-off steuerneutral und nicht als Sachausschüttung behandelt, d.h. die ursprünglichen Anschaffungskosten teilen sich in einem Spaltungsverhältnis auf die alten und neuen Aktien auf. Zunächst einmal bedeutet dieser Schritt keinen unmittelbaren Vermögenszuwachs für die eBay-Aktionäre, weil der Preis ihrer Aktien - ceteris paribus - um den Börsenkurs der Tochtergesellschaft sinkt. Dennoch erwarten wir mittelfristig eine attraktive Verzinsung aus dieser Transaktion.

Ein Spin-off setzt regelmäßig Wertpotenziale frei, die in einem Konzernverbund nicht erzielbar sind, weil zum Beispiel wichtige Kooperationen nur als selbständiges Unternehmen eingegangen werden können. Daneben schafft die Ausgliederung eine Wertklärung von Teilbereichen, sofern unterschiedliche Wachstums- und Ertragsersparungen oder Investitionsbedarfe die Wahrnehmung der Investoren negativ beeinflussen und auf dem Börsenkurs der Muttergesellschaft lasten. Mitunter ist gerade die ausgegliederte Gesellschaft nach dem Spin-off attraktiv bewertet, was im Interesse eines Managements ist, das

Aktienoptionen erhält, deren Ausübungskurse sich an einem niedrigen, ersten Börsenpreis orientieren. Aber auch die Muttergesellschaft kann ein lohnendes Investment sein. Insoweit machte der Finanzinvestor Carl Icahn eBay als Ziel für seine Attacke aus. Er drängte auf den Spin-off und schloss mit eBay ein Stillhalteabkommen, das ihm einen kontroll- und aufsichtsrechtlichen Einfluss sichert. Die erste Umbesetzung im Verwaltungsrat hat der berühmte Milliardär, der für sein hartes Durchgreifen bekannt ist, bereits erwirkt.

Den Aktionären werden nach der Aufspaltung zwei komplett unterschiedliche Unternehmen gehören. Zum einen die Wachstumsmaschine PayPal, die bis zum Ende dieses Jahres ein Transaktionsvolumen von 300 Mrd. USD erreichen könnte, die schon heute einen freien Cashflow von knapp zwei Mrd. USD erzielt - und die mit der Verbreitung mobiler Bezahlssysteme ihr eigentliches Potenzial erst noch entfalten dürfte. Zum anderen der schuldenfreie und hochprofitable Handelswert eBay, dessen 157 Mio. Kunden für einen freien Cashflow von jährlich gut zwei Mrd. USD sorgen, dessen Geschäft stabil ist, auch wenn es nicht mehr mit den hohen Raten von einst wächst - und dessen Plattform für Konkurrenten wie Amazon, Alibaba und Google ein attraktives Übernahmeziel abgeben könnte. Beide Marken passen nicht mehr unter das Dach eines Konzerns, beide können ihr Potenzial inzwischen besser getrennt ausschöpfen. Zu einer deutlich höheren Bewertung als wir sie heute mit 70 Mrd. USD vorfinden.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky