

INTERVIEW

«Spin-offs erzielen über die Zeit eine Mehrrendite»

Peter Heim, Verwaltungsratspräsident von Keynote, fokussiert bei Investitionen auf Gesellschaften, die sich aufspalten oder Unternehmensteile abspalten, sogenannte Spin-offs. Im Interview erklärt der Aktienspezialist, welche Situationen besonders erfolgversprechend sind.

[Ruedi Keller](#) 29.07.2024, 00.33 Uhr

«Das Attraktive an Spin-offs ist die Kombination aus dem anfänglichen Verkaufsdruck in den Aktien und dem Umstand, dass es sich oft um Marktführer handelt, die bereits fünfzig oder mehr Jahre existieren.» Das sagt Peter Heim, Verwaltungsratspräsident der Luxemburger Investmentgesellschaft Keynote. Als Beispiele dafür erwähnt er die ABB-Abspaltung Accelleron oder die aus dem GE-Konglomerat ausgegliederte GE Aerospace.

Heim führt den Keynote Spin-Off Fund, der mit einer globalen Sicht ausschliesslich in solche Situationen investiert. Im Interview sagt er, was Anlagen in Spin-off-Situationen grundsätzlich interessant macht, und erklärt, in welchen Fällen eine Überrendite zu erwarten ist.

Heim präsentiert seine Einschätzung zur geplanten Aufspaltung des Schweizer Zementkonzerns Holcim und sagt, warum er in die Novartis-Abspaltung Sandoz investiert ist, aber die aus dem GE-Konglomerat ausgegliederte GE Vernova soeben verkauft hat. Zudem gibt er einen ersten Ausblick auf die erwartete Rückkehr des Telecomunternehmens Sunrise an die Schweizer Börse.



«Wenn eine Gesellschaft drei oder mehr Geschäftsbereiche unter einem Dach führt, ist das ein Indiz dafür, dass ein Spin-off Mehrrendite schafft»: Peter Heim, Verwaltungsratspräsident von Keynote.

zvg

Herr Heim, Sie setzen auf Spin-offs, also auf Gesellschaften, die Unternehmensteile abspalten. Was zeichnet dieses Segment aus?

An den Märkten herrscht derzeit ein Trend zur Fokussierung durch die Auf- und die Abspaltung von Unternehmensteilen. Die Zahl laufender Situationen sowie diejenige neu angekündigter Spin-offs sind seit drei Jahren auf Rekordniveau. Bis Ende 2025 sind global weitere rund vierzig Abspaltungen angekündigt.

Sind Spin-offs die Kehrseite von Übernahmen und Fusionen, die derzeit Flaute haben?

Die Jahre 2000, 2007 und jüngst 2021/22 haben gezeigt: Lange Haussen führen zu einem Anstieg von Übernahmen und Fusionen. In solchen Phasen der Euphorie kaufen Unternehmen zusammen, was sie kriegen können. Wenn dann Luft aus der Börsenblase entweicht, kehrt Besinnung ein, und der Trend dreht in Richtung Fokussierung. Das Kerngeschäft rückt ins Zentrum, und Spin-offs werden vermehrt zum Thema.

Was macht Spin-offs als Anlageobjekt interessant?

Studien über die letzten fünfzig Jahre zeichnen ein fast einheitliches Bild: Spin-offs erzielen über die ersten zwölf bis 36 Monate im Schnitt eine Mehrrendite. Dies unabhängig davon, welches Narrativ die Börsen gerade bestimmt. Denn Spin-offs haben immer einen unternehmensspezifischen Charakter – bei einer Abspaltung passiert real etwas.

Kurzfristig leiden die Aktien der Börsenneulinge jedoch meist. Wieso?

In den ersten drei bis sechs Monaten stellt man häufig Verkaufsdruck fest. Das ist beispielsweise dann der Fall, wenn das Spin-off relativ zur Muttergesellschaft sehr klein ist. Die bestehenden Aktionäre bekommen die neue Aktie ins Depot eingebucht – unabhängig davon, ob sie separat in dieses Geschäft investiert sein wollen oder nicht. Indexfonds müssen dann oft verkaufen, und zwar unabhängig vom Preis, lediglich weil die Branchen- oder die Indexzugehörigkeit des Spin-off von derjenigen der Muttergesellschaft abweichen kann.

Was macht Spin-offs für Sie als aktiven Fondsmanager interessant?

Das Attraktive an Spin-offs ist die Kombination aus dem anfänglichen Verkaufsdruck in den Aktien und dem Umstand, dass es sich oft um Marktführer handelt, die bereits fünfzig oder mehr Jahre existieren. Beispiele dafür sind die ABB-Abspaltung Accelleron oder die aus dem GE-Konglomerat ausgegliederte GE Aerospace. Als eigenständige Unternehmen waren die abgespaltenen Geschäfte noch nie an der Börse. Auch sind zu den Gesellschaften noch kaum Informationen im Markt, und die Abdeckung durch Analysten ist gering. Doch zum ersten Mal geniessen die abgespaltenen Teile die uneingeschränkte Aufmerksamkeit des Managements.

Welche Vorteile bringt das?

Als Teil eines Konglomerats war der Geschäftsbereich vielleicht wachstums- oder margenschwächer als der Rest, und Investitionen flossen woanders hin. Doch nun kann das Management bei Projekten eigene Prioritäten setzen und die Kapitalallokation zugunsten zuvor vernachlässigter Bereiche optimieren – beispielsweise kann es sie durch Zukäufe stärken, wofür innerhalb des Konglomerats kein Geld zur Verfügung stand. Das setzt eine neue Unternehmensdynamik frei.

Mit welcher Perspektive?

Mittelfristig kommt ein aussagekräftiges Zahlenset zusammen, und wenn der Umsatz und die Marge steigen, stellen die Börsenteilnehmer sie vergleichbaren Unternehmen gegenüber. Oft zeigt sich dann die neue operative Dynamik, und die Unterbewertung wird offensichtlich. Über drei bis fünf Jahre führt das zur erwähnten Mehrrendite, die oft einen zweistelligen Prozentpunktbereich erklimmt.

Nicht immer verläuft es nach diesem Drehbuch. Was macht den Unterschied zwischen einem gutem und einem schlechten Spin-off?

Die Untersuchungen zeigen, dass Spin-offs in ihrer Gesamtheit eine Mehrrendite erzielen. Doch die Performanceunterschiede von einem guten zu einem schlechten Spin-off sind signifikant: Rund die Hälfte der neu abgespaltenen Unternehmen erzielt gar keine Mehrrendite. Entsprechend muss man jede Situation individuell beurteilen.

Was sind die Fallstricke?

Es gibt zwei grosse Warnzeichen: erstens, wenn ein Spin-off mit einer hohen Verschuldung in die Eigenständigkeit entlassen wird. Darunter hat beispielsweise die Novartis-Abspaltung Alcon lange gelitten.

Was ist das zweite Warnzeichen?

Reputationsrisiken, und zwar dann, wenn dem Spin-off problematische Unternehmensteile mitgegeben werden. Das betraf beispielsweise Chemours, die von DuPont abgespalten wurde und danach wegen Gewässerverschmutzung mit Ewigkeitschemikalien in einen juristischen Strudel geriet. Man muss immer analysieren, mit welchem Motiv die Muttergesellschaft Geschäftsbereiche auslagert: Entledigt sie sich einer Altlast, seien das Schulden oder Umweltprobleme, ist Vorsicht geboten. Steht die Fokussierung auf das Kerngeschäft im Zentrum, eröffnet das meist Investitionschancen.

Wann steigen Sie ein?

Eine Faustregel ist: Wenn bei Abspaltungen rund die Hälfte der Aktien die Hand gewechselt hat, besteht eine gute Chance, dass eine neue, stabile Struktur gefunden ist und nach dem anfänglichen Verkaufsdruck das Aufwertungspotenzial zu greifen beginnt. Manchmal ist es aber auch sinnvoll, bereits vor der Abspaltung in die Muttergesellschaft zu investieren. Das machen wir derzeit beispielsweise bei [Holcim, die im kommenden Frühjahr ihr Nordamerikageschäft separat in den USA and die Börse bringen will.](#)

Warum?

Dies aufgrund der tiefen Bewertung der Muttergesellschaft, deren Aktien die Abspaltung des Nordamerikageschäfts nun bereits zu einem gewissen Grad vorwegnehmen und steigen. Zudem ist absehbar, dass das Spin-off sich für den S&P 500 qualifizieren wird. Daher erwarten wir in diesem Falle keinen Verkaufsdruck. In diesen US-Leitindex investieren viele Anleger, und selbst wenn Schweizer Anleger das Spin-off verkaufen sollten, ist eine breite neue amerikanische Käuferschaft vorhanden. Das US-Geschäft von Holcim ist in den letzten Jahren jeweils mehr als 20% gewachsen, der Betriebsgewinn gar noch kräftiger.

Dazu haben auch Akquisitionen beigetragen.

Gerade diesen Punkt dürfte der Markt derzeit noch unterschätzen. Die Zukäufe, die Präsident Jan Jenisch in den USA gemacht hat, sind erfolgversprechend, und ich erwarte, dass auch das Spin-off die Marktkonsolidierung in Nordamerika weiter vorantreiben wird. Historisch waren die besten Aktien oft solche von Unternehmen, die zu den Marktführern gehören und die Konsolidierung in einem noch fragmentierten Segment vorantreiben. Diese Ausgangslage wird Holcim in den USA vorfinden.

Eine ähnliche Strategie fahren Sie bei [General Electric](#). Was war hier der Grund, bereits vor den Abspaltungen in die Muttergesellschaft zu investieren?

Das Konglomeratsthema. Wenn eine Gesellschaft drei oder mehr Geschäftsbereiche unter einem Dach führt, ist das historisch ein Indiz dafür, dass ein Spin-off Mehrrendite schafft. Sind unterschiedliche Geschäfte unter einem Dach vereint, ergibt das keine Synergien, sondern führt zu Ineffizienzen. Wenn dann ein Bereich in die Freiheit entlassen wird, entwickelt er sich in der Regel besser.

Wie sieht das bei GE aus?

In diesem Fall hatte die Börse Anfang 2023 begonnen, die geplante Aufspaltung vorwegzunehmen – und der gemeinsame Börsenwert der Einheiten hat sich inzwischen vervierfacht. Mit dieser Perspektive haben wir pre-spin in GE investiert und im anfänglichen Ausverkauf nach der Abspaltung die Position in GE Vernova aufgestockt. Insgesamt bot GE drei

Geschäftsbereiche: das Kronjuwel GE Aerospace, ein gutes Geschäft mit GE HealthCare und einen unterdurchschnittlichen Bereich mit GE Vernova. Letzteres könnte sich durch die Abspaltung und den eingeleiteten Turnaround zu einem immerhin durchschnittlichen Geschäft entwickeln.

Der Kurs von [GE Vernova](#) hat seit dem Spin-off im Frühling zwischenzeitlich fast 50% zugelegt. Welches Potenzial sehen Sie noch?

Auf unserem jüngsten Fondsausweis von Ende Juni ist GE Vernova noch als siebtgrösste Position aufgeführt. Im Juli haben wir die Aktien jedoch komplett verkauft. Angetrieben vom Narrativ, dass der Strombedarf für KI-Anwendungen und für Datacenter massiv zunehmen werde, hatte eine starke Bewertungsexpansion sie erfasst. Mit Blick nach vorn und angesichts des weiterhin eher schwachen Geschäftsmodells ist trotz weiterem Verbesserungspotenzial das Chancen-Risiko-Profil bei diesem Spin-off für uns nicht mehr attraktiv.

Die zehn grössten Positionen im Keynote Spin-Off Fund

per Ende Juni

| | Unternehmen | Sektor | Land | Segment |
|----|------------------------|-------------------|--------------|--------------------|
| 1 | Constellation Software | IT | Kanada | Muttergesellschaft |
| 2 | Holcim | Grundstoffe | Schweiz | Pre-Spin |
| 3 | Bellring Brands | Basiskonsum | USA | Spin-off |
| 4 | Sandoz | Gesundheit | Schweiz | Spin-off |
| 5 | Knife River | Grundstoffe | USA | Spin-off |
| 6 | SharkNinja | Zyklischer Konsum | Kaimaninseln | Spin-off |
| 7 | GE Vernova | Industrie | USA | Spin-off |
| 8 | Svitzer | Industrie | Dänemark | Spin-off |
| 9 | Esab | Industrie | USA | Spin-off |
| 10 | Carrier | Industrie | USA | Spin-off |

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Keynote

Weiterhin unter Ihren Top Ten ist das US-Baustoffunternehmen Knife River. Welches Potenzial bietet es?

Knife River könnte das US-Vorbild für Holcim werden. Nach der Ausgliederung aus MDU Resources fokussiert sie auf Zuschlagstoffe, Zement- und Transportbeton sowie Flüssigasphalt. Hier zieht das Thema Infrastruktur – vom Strassenbau bis hin zu Subventionen für die Erstellung neuer Chipfabriken. Das Spannende am Geschäft mit Zuschlagstoffen – in diesem Bereich ist

auch Holcim aktiv – ist: Sie machen nur einen Bruchteil der Gesamtbaukosten aus, werden aber immer gebraucht. Das verleiht den Anbietern Preismacht. Seit fünfzig Jahren steigen die Preise für Zuschlagstoffe in den USA im Schnitt 4,7%, was klar über der Inflation liegt. Das führt nach dem Spin-off zu höherem Wachstum, als die Muttergesellschaft es erreicht hatte, und die Margen weiten sich aus. Obendrauf besteht Potenzial für eine Konsolidierung des Marktes.

Bellring Brands ist Ihre drittgrösste Position Was macht dieses Spin-off attraktiv?

Das Kerngeschäft der Mutter Post Holdings sind Frühstücksflocken. Es ist ein beständiges, aber langsam wachsendes Geschäft. Die vor zwei Jahren ausgegliederte Bellring Brands war der am schnellsten wachsende Bereich, was innerhalb des Konglomerats aber nicht zur Geltung kam. Ihr Fokus liegt bei Powerbar-Riegeln und Protein-Shakes. Diese Nische wächst im Schnitt zweistellig, und zwar nicht wie bei anderen Nahrungsmittelherstellern in den letzten Jahren getrieben durch Preiserhöhungen, sondern aus einer Kombination von steigenden Preisen und wachsenden Volumen.

In der Schweiz setzen Sie auf das Novartis-Spin-off [Sandoz](#). Aus welchem Grund?

Bei Sandoz haben wir gleich nach der Abspaltung zugegriffen. Wir fanden die Bewertung von Beginn an attraktiv. Strategisch macht die Ausgliederung der Generika und der Biosimilars Sinn. Damit wird eine tiefere Marge erwirtschaftet, und auch das Wachstum ist kleiner als im Pharmakerngeschäft. Entsprechend litt Sandoz – obwohl sie einer der weltgrössten Hersteller von Generika und Biosimilars ist – innerhalb von Novartis unter einer Vernachlässigung bei der Mittelallokation.

Wird sich das nun verbessern?

Die Bilanzqualität von Sandoz war schon am ersten Tag des Spin-off besser als die der Konkurrenzunternehmen. Nach Jahren mit schrumpfendem Umsatz prognostiziert zudem nicht nur Sandoz, sondern auch die Konkurrenz wieder Wachstum bei Generika. Die gute Positionierung von Sandoz bei Biosimilars verspricht gar überdurchschnittliche Wachstumsraten. Man findet selten ein so grosses Schweizer Unternehmen mit einer Bewertung zu einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis, aber gleichzeitig mit der Aussicht auf ein Wachstum des Betriebsgewinns im zweistelligen Prozentbereich.

In Deutschland machte jüngst Ihr US-Portfoliounternehmen Carrier mit der Übernahme von Viessmann Schlagzeilen. Wie schätzen Sie den Deal ein?

Carrier wurde 2020 aus dem US-Industriekonglomerat United Technologies ausgegliedert. Obwohl sie in der Klima- und der Heiztechnik eine führende Stellung im US-Markt hat, konnte sie ihr Potenzial innerhalb des Konzerns aber nicht entfalten.

Das ändert sich mit der Übernahme nun?

Durch das Spin-off hat das Management strategische Flexibilität erhalten. Mit der Übernahme der deutschen Viessmann steigt Carrier in den wachstumsstarken europäischen Markt für Wärmepumpen ein und stärkt damit ihren erfolgreichsten Geschäftsbereich. In der Folge will Carrier zudem andere Bereiche abstossen. Dieser weitere Fokussierungsschritt, der dank der transformativen Akquisition gleichzeitig ein Wachstumssprung ist, sollte den weiterhin bestehenden Bewertungsabschlag zur Konkurrenz schliessen.

Erst diesen März in die Eigenständigkeit entlassen wurde die dänische Svitzer. Warum haben Sie in dieses Spin-off investiert?

Svitzer ist eine Abspaltung des Logistikunternehmens A. P. Møller-Mærsk und betreibt Schlepper, die Schiffe in die Häfen begleiten. Dieses Geschäft ist viel weniger zyklisch als das Schifffahrtsgeschäft. Und auch in diesem Fall kam ein bewährter Marktführer mit einem globalen Marktanteil von 12% neu an die Börse. Das Management hat bereits angekündigt, den Markt weiter zu konsolidieren.

Was macht die Aktien kaufenswert?

Aus Investorensicht ist interessant: A. P. Møller-Mærsk hat das Geschäft aus strategischen Überlegungen ausgegliedert – wie zuvor bereits andere Bereiche. Doch der Investmentarm von Mærsk, der die Aktien des Spin-off ebenfalls erhielt, hat sie nicht verkauft, sondern für umgerechnet mehrere Millionen Franken gar zugekauft. Insider-Käufe sind ein starkes Zeichen, und die Aktie ist günstig, denn sie wird – bereinigt um die künftig wegfallenden Wachstumsinvestitionen – nur zum neunfachen freien Cashflow bewertet.

Blicken wir zum Schluss voraus: Der Telecomanbieter Sunrise soll demnächst via Spin-off zurück an die Schweizer Börse kommen. Wie schätzen Sie diese Situation ein?

John Malone besitzt diverse Beteiligungen an US-Medienunternehmen und bündelt in Liberty Global seine Beteiligungen ausserhalb der USA. Dazu zählt der Schweizer Telecomanbieter Sunrise. Seine Konglomeratsbildung war, was die Kursentwicklung betrifft, allerdings nicht erfolgreich. Das für den Herbst angekündigte Spin-off von Sunrise ist ein Schritt, den Bewertungsabschlag, unter dem Liberty Global leidet, zu verringern.

Welchen Wert hat Sunrise, die inzwischen mit Malones UPC fusioniert ist?

Das Unternehmen hat veröffentlicht, dass die kombinierte Einheit 360 bis 400 Mio. Fr. freien Cashflow generiere, woraus 240 Mio. Fr. als Dividende ausgeschüttet werden sollen. In Anlehnung an Swisscom könnte Sunrise mit einem Ebitda-Multiple von 6,5 bis 7 bewertet werden. Dies bei einem Bewertungsabschlag von 10 bis 15% gegenüber dem Platzhirsch. Abzüglich der Nettoschulden verbliebe so für Sunrise ein Börsenwert von 2,7 bis 3,2 Mrd. Fr. Im Verhältnis zur angekündigten Ausschüttung ergibt das eine Dividendenrendite von sehr hohen 7,5 bis 9%. Das wirkt attraktiv, auch verglichen mit Swisscom, die rund 4% bieten.

Welches Aufwertungspotenzial impliziert das für die Aktien von Liberty Global?

Von den rund 19 \$, zu denen die Aktien derzeit notieren, würde auf Sunrise ein Wert von 8 bis 10 \$ entfallen. Dazu hält Liberty weitere Beteiligungen, darunter die fast so grosse Liberty Benelux sowie ein Joint Venture mit der britischen Virgin Media und Cash. Wenn man alles zusammen zum fairen Wert bilanziert, kommt man bei Liberty Global auf ein Potenzial von 33 bis 40 \$ je Titel – fast doppelt so hoch, wie sie derzeit an der Börse notieren.

Das spricht dafür, nicht auf die einzelnen Abspaltungen zu warten, sondern bereits im Vorfeld in die Valoren von Liberty Global zu investieren. Werden Sie kaufen?

Grundsätzlich sind wir nicht gerne in Telecomunternehmen investiert, weil der Preisdruck hoch, das Wachstum aber tief ist. Doch in diesem Fall sehen wir den massiven Abschlag der Börsennotierung zum potenziellen Wert, der durch Spin-offs gehoben werden könnte. Sunrise dürfte der erste Schritt sein, um den inneren Wert der Aktien von Liberty Global sichtbar werden

zu lassen, und das Unternehmen hat bereits angekündigt, dass weitere Abspaltungen folgen sollen. Wir sind derzeit nicht investiert, werden die Situation aber beobachten.

Zur Person



Peter Heim ist seit Oktober 2023 Verwaltungsratspräsident der Luxemburger Investmentgesellschaft Keynote. Er verantwortet den Keynote Spin-Off Fund, der global ausschliesslich in Situationen investiert, in denen Gesellschaften sich aufspalten oder Unternehmensteile abspalten. Nach Ausbildungsstationen bei DJE Kapital in München und Global Mining Research in Sydney war er ab 2005 in Zürich tätig, zunächst als Analyst und Fondsmanager bei WMPartners, wo er bereits ein besonderes Augenmerk auf Spin-offs hatte. Von 2018 bis 2023 war der heute 43-Jährige Geschäftsführer bei Keynote Funds, wo er im Rahmen der Fondsplattform Greiff PartnerLounge den weltweit ersten Publikumsfonds lancierte, der ausschliesslich in Spin-off-Situationen investiert.