

ANALYSE

Welchen Mehrwert Spin-offs bieten

Novartis will dieses Jahr in einer Milliardentransaktion ihre Generikasparte Sandoz via Spin-off separat an die Schweizer Börse bringen. The Market erklärt die Dynamik solcher Abspaltungen und zeigt, wann sie Chancen eröffnen.

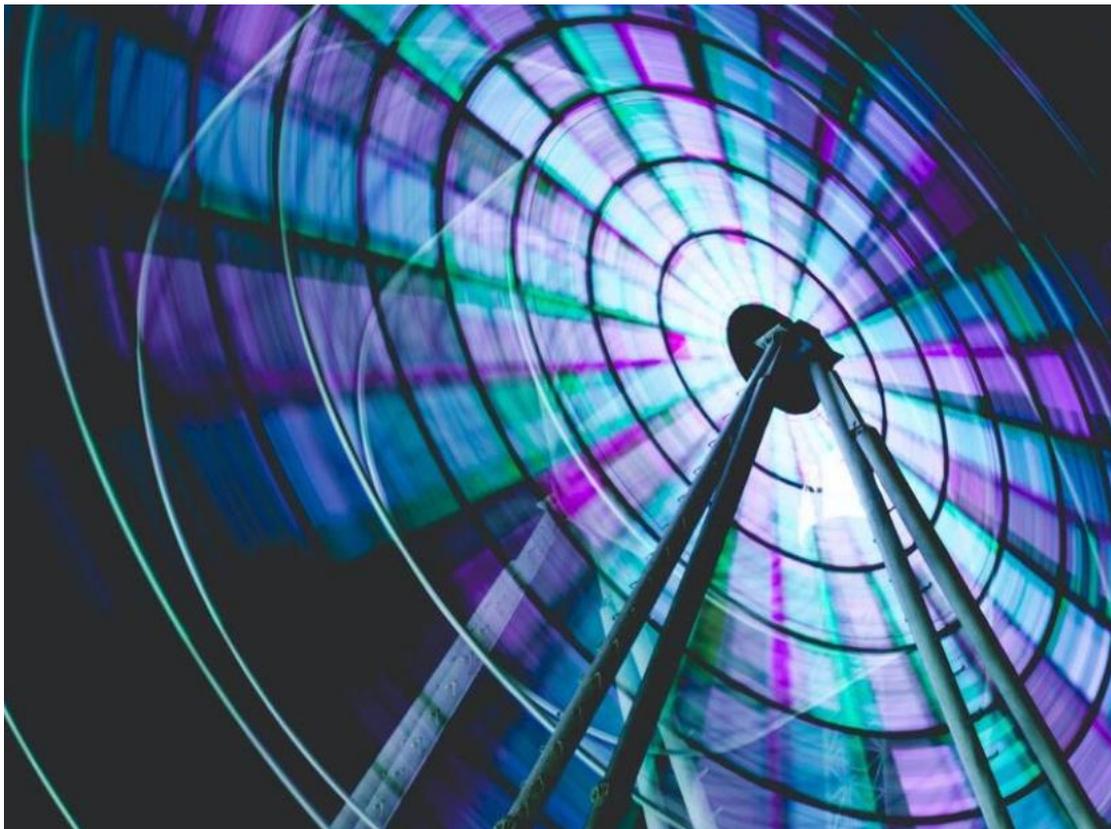
[Ruedi Keller](#) 11.08.2023, 03.54 Uhr

Hören

Merken

Drucken

Teilen



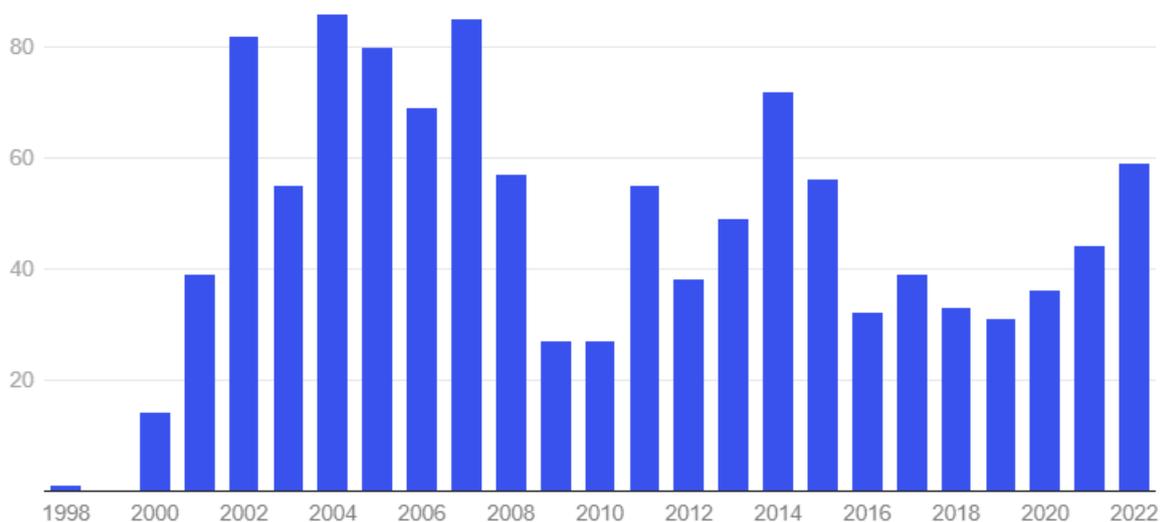
Der Markt für Börsengänge lief heiss – bis 2021. In jenem Jahr waren allein in den USA noch über 1000 Unternehmen neu an die Börse geströmt, in Europa waren es mehr als 600. Doch dann kippte mit den steigenden Zinsen die Stimmung an den Märkten. Das Volumen der Neuemissionen brach ein.

Ganz anders präsentiert sich das Bild jedoch bei den Spin-offs, also bei der Abspaltung eines Unternehmensteils, der dann als separate Gesellschaft an der Börse kotiert wird.

Laut Zahlen von Bloomberg haben im vergangenen Jahr die Ankündigungen von Spin-offs den höchsten Stand seit 2015 erreicht. Auch im laufenden Jahr ist eine weitere Steigerung in Sicht.

Spin-offs: mit Verzögerung auf IPO und M&A-Wellen

Anzahl global neu angekündigte Spin-offs



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Dasselbe Bild zeigt sich auch in der Schweiz. Der Markt für Börsengänge (IPO, Initial Public Offering) ist auch hier ausgetrocknet. Seit mehr als einem Jahr kam einzig eine Abspaltung von ABB neu an die Börse: [Accelleron](#). Diesen Herbst soll nun eine Grosstransaktion dieser Art folgen. Novartis will ihre [Generikasparte Sandoz](#) separat an die Börse bringen, ein Unternehmen, das sich aufgrund der erwarteten Marktkapitalisierung von mehr als 15 Mrd. Fr. gleich unter die hiesigen Blue Chips einreihen und Eingang in den SMI finden wird.

Eigene Marktdynamik

«Der Zyklus für Spin-off unterscheidet sich von anderen Arten von Kapitalmarkttransaktionen», sagt Peter Heim Vorsitzender der Geschäftsleitung von Keynote Funds, einem Schweizer Anbieter, der Ende Juli einen Fonds lanciert hat, der auf das Thema Spin-off ausgerichtet ist.

In der Hausse bis zum Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000, als IPO, Übernahmen und Fusionen dominiert haben, waren kaum Spin-offs zu sehen. Danach jedoch erlebten sie bis 2007 ein Revival.

Dasselbe Muster zeigte sich auch nach dem nächsten Höhepunkt von Übernahmen und Fusionen, der 2008 in der Finanzkrise endete: Mit einiger Verzögerung stieg auch dann die Spin-off-Aktivität erneut. 2015 hatte sie einen Höhepunkt erreicht – und zieht seit der Pandemie nun wieder neu an.

«In Boomzeiten entstehen durch Übernahmen und Fusionen oft grosse und komplexe Gebilde, die dann ihren strategischen Fokus verlieren», erklärt Heim die typische Zeitverzögerung von Spin-offs gegenüber anderen Transaktionsformen.

Ein Beispiel dafür ist der amerikanische Mischkonzern [General Electric](#): «Während der Amtszeit von Jeff Immelt hat GE durch eine missliche Kapitalallokation und eine schlechte operative Führung komplett den Fokus verloren, der erst mit dem Amtsantritt des ehemaligen Danaher-CEO Larry Culp wieder zurückkam», sagt Heim. Anfang dieses Jahres wurde die [Health Care Sparte](#) abgespalten. Anfang 2024 werden das Energiegeschäft sowie der Bereich Erneuerbare Energien ausgegliedert. Spin-offs haben einen antizyklischen Charakter. Sie sind eine Transaktionsform, die sich auch in schwachen und von Unsicherheit geprägten Märkten umsetzen lässt. Dies in Kontrast zu Börsengängen, Übernahmen und Fusionen.

Strategische Ziele

Strategisch lassen sich mit Spin-offs verschiedene Ziele erreichen. Novartis will sich auf das Pharmageschäft konzentrieren, Fokussierung ist hier der Treiber. Deshalb verkaufte es bereits früher das Geschäft mit Consumer Health sowie die Bereiche Impfstoffe und Diagnostik. 2019 gliederte das Unternehmen die Augenheilsparte Alcon aus und kotierte deren Aktien separat an der Schweizer Börse. Als Letztes steht der Spin-off von Sandoz an.

Aus einer Bewertungsoptik löst sich der Konzern von margenschwächeren Geschäften, um als reines Pharmaunternehmen künftig heller zu glänzen.

Bei ABB wiederum war das strategische Ziel, mit der Abspaltung des Turboladergeschäfts von Accelleron dem restlichen Konzern einen stärkeren «grünen» Anstrich zu geben.

Ein Motiv für eine Abspaltung kann auch sein, einen Bereich, dem die Börse innerhalb eines Konglomerats zu wenig Aufmerksamkeit schenkt, mit einer eigenständigen Kotierung zu mehr Aufmerksamkeit und besseren Entwicklungsmöglichkeiten zu verhelfen – und damit zu einer höheren Bewertung. Im Idealfall passiert das sogar beiden Teilen, dem in die Eigenständigkeit entlassenen Geschäftsbereich sowie der danach fokussierten Mutter.

Einen solchen Fall sieht Heim im Mischkonzern Danaher, in dem er bereits vor der Umsetzung der Aufspaltung investiert war. Der für Ende Jahr vorgesehene Spin-off der industriellen und kommerziellen Produkte unter dem künftigen Namen Veralto, das Lösungen zur Sicherstellung der Wasserqualität anbietet, werde den Fokus von Danaher stärker auf Pharma, Diagnostik und Biotechnologie legen: «Das dürfte bei beiden Unternehmen zu einer unmittelbaren Höherbewertung führen. Das Wassergeschäft wird an der Börse höher eingestuft, wie Konkurrent Xylem belegt.»

Spin-offs schneiden besser ab

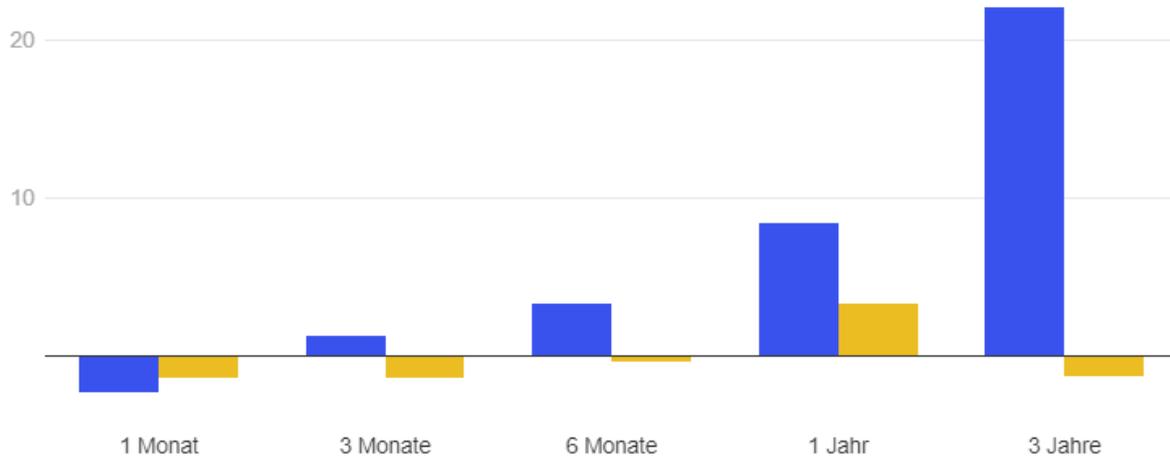
Oft ist es allerdings primär die abgespaltene Gesellschaft, die sich in der unternehmerischen Freiheit besser entwickelt als innerhalb eines Konglomerats: «Untersuchungen zeigen, dass die Aktien von Spin-offs im Schnitt nach sechs Monaten besser performen als der Gesamtsektor – ein Merkmal, das sich über die Jahre sogar weiter akzentuiert, und zwar unabhängig von der jeweiligen allgemeinen Marktlage», sagt der Fondsmanager.

Das belegen auch diverse Studien. Eine von S&P Global für den Zeitraum von 1989 bis 2015 durchgeführte Untersuchung zeigt, dass Aktien von Spin-offs sich sechs Monate nach der Abspaltung um 3,3 Prozentpunkte besser entwickelt haben als ihr Sektor. Nach einem Jahr betrug die Überrendite 8,4 und in drei Jahren sogar auf 22,1 Prozentpunkte. Keine signifikante Abweichung zum Gesamtmarkt zeigte sich indes in der Kursentwicklung der Muttergesellschaften.

Markante Überrendite von Spin-offs

Rendite gegenüber dem Sektor in Prozentpunkte

■ Spin-off ■ Muttergesellschaft



Grafik: themarket.ch • Quelle: S&P Global Market Intelligence, Keynote Funds

Auffallend dabei ist allerdings, dass sich Aktien von Spin-offs kurz nach der Erstkotierung zuerst schlechter entwickeln als der Sektor.

«Die meisten Spin-offs leiden darunter, dass ihre Aktien in den ersten Monaten nach der Abspaltung unter Druck kommen», sagt Heim. Dies, weil Investoren, denen die Aktien unaufgefordert ins Depot gelegt werden, gleich wieder abstossen. Entweder interessieren sie sich weniger für diesen Bereich, sind zu wenig mit ihm vertraut oder dürfen wegen ihrer Anlagerichtlinien nicht eigenständig in den abgespaltenen Bereich investieren. Je nach Grössenunterschied zur Muttergesellschaft müssen auch Indexfonds aussteigen, wenn der Spin-off in eine andere Anlagekategorie fällt als die Muttergesellschaft.

Deutlich zeigte sich das beispielsweise bei der Abspaltung von Accelleron. Der Kurs büsste im ersten Monat mehr als 15% ein, ehe eine Erholung einsetzte. Dies mitunter deshalb, weil es dazumal im Gegensatz zu ABB für Accelleron keine Kotierung in den USA via American Depositary Shares gab.

Accelleron: Kurseinbruch im ersten Monat nach Abspaltung

per 3. Oktober 2022 indiziert



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Zusätzlich zu technischen Aspekten ist bei einer Unternehmensabspaltung auch die Interessenlage ganz anders als bei einem klassischen Börsengang: «Bei einem IPO, in dem ein Unternehmen verkauft wird, will der Verkäufer den Preis maximieren,» sagt Heim. Eine ganz andere Dynamik greife bei der Abspaltung, bei der den bestehenden Aktionären eines Unternehmens als Sachdividende eine zweite, separate Aktie ins Depot gebucht wird: «Ein CEO eines Spin-off will zu Beginn der Kotierung keine hohe Bewertung», sagt der Fondsmanager. Einerseits ermögliche ihm das, in der Folge einen besseren Leistungsausweis vorzulegen. Andererseits läuft ein Teil seiner Incentivierung über Aktien. «Ein tiefer Ausgangswert beim Kurs maximiert die künftige Vergütung der Führung.»

Keine Anpreisung durch Banken

Zwar werden auch Spin-offs von einem Bankenkonsortium begleitet. Weil es sich aber nicht um einen klassischen Börsengang handelt, kommt es vor der Kotierung zu keinem Preisfindungsprozess. Ebenso wenig finden Roadshows statt, in denen Banker und Analysten das neue Unternehmen den Investoren anpreisen. «Es gibt ja nichts zu verkaufen», sagt ein Banker dazu.

Bei Spin-offs findet die Preisfindung ab dem ersten Handelstag an der Börse statt. Einem Kaltstart gleich müssen sich Käufer und Verkäufer handelseinig werden – ohne vorangehende Anhaltspunkte in Form eines Referenzkurses oder einer konkreten Preisspanne für die Neuemission.

Für Sandoz kursieren zwar diverse Einschätzungen von Analysten. Ihre Prognosen zur Marktkapitalisierung bewegen sich jedoch in einer riesigen Spanne, die von 14 Mrd. bis 22 Mrd. Fr. reicht. Allenfalls wird sie sich noch etwas einengen, wenn in den nächsten Wochen der Kotierungsprospekt veröffentlicht wird. Am 15. September werden die Aktionäre von Novartis an einer ausserordentlichen Generalversammlung über die Abspaltung befinden.

Noch ist die Sicht der Analysten auf Sandoz eher pessimistisch, wie generell gegenüber der Generikabranche. «Die Branche steht unter Preisdruck, und Mitbewerber wie Teva waren in Korruptionsskandale und die Opioidkrise verwickelt», sagt Heim – «Sandoz allerdings nicht.» Und weiter: «Die Abspaltung von Sandoz ist genau deshalb interessant, weil die Marktstimmung gegenüber Generikaherstellern derzeit sehr negativ ist. Wir betrachten die Situation nicht mit dem Blick der Branchenanalysten, sondern aus einer Spin-off-Optik.»

Was für Sandoz spricht

Aus dieser Warte sticht hervor, dass im Gegensatz zu Accelleron für Sandoz auch American Depositary Shares vorgesehen sind. Das erleichtert es US-Investoren, die bereits ADR von Novartis halten, in Sandoz investiert zu bleiben. Zudem spricht die Grösse des Generikaherstellers dafür, dass Indexfonds, die sich am SMI orientieren, ebenfalls nicht in Verkaufsdruck geraten.

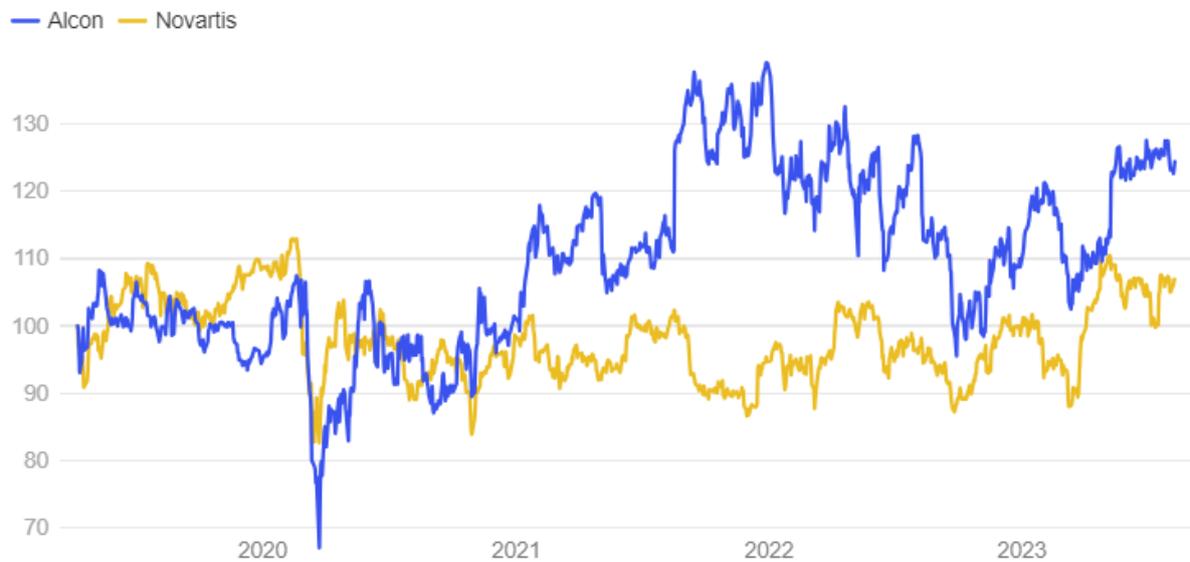
Anders als noch bei Alcon soll Sandoz bei der Abspaltung auch nicht mit Schulden überladen werden. Alcon wurden damals Schulden von 3,5 Mrd. \$ mit auf den Weg in die Unabhängigkeit gegeben und zudem knapp 9 Mrd. \$ Goodwill sowie 11 Mrd. \$ immaterielle Werte in die Bilanz gepackt.

Das hat die Aktien von Alcon lange zurückgebunden, bis sie sich dann besser zu entwickeln begannen als der Mutterkonzern. Für eine eigenständige Sandoz stellt Novartis nun einen Verschuldungsgrad von lediglich 2- bis 2,5-mal den Ebitda in Aussicht. «Das ist gut tragbar», sagt Heim.

Das schliesst zwar nicht aus, dass auch die Aktien von Sandoz nach der Separierung unter Druck kommen, wie das bei Spin-offs zu Beginn üblich ist. Heim ist jedoch zuversichtlich, dass viele Schwierigkeiten, die Sandoz innerhalb des Novartis-Konzerns zurückbanden, mittelfristig gelöst werden können. Der designierte CEO von Sandoz, Richard Saynor, leitet die Sparte bereits seit 2019 und sollte wissen, welche Probleme das Geschäft trüben und wie sie angegangen werden müssten, meint Heim.

Alcon: schwerer Start nach eigenständiger Kotierung

per 9. April 2019 indiziert



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Chancen in Haleon und Vitesco

Zuversichtlich eingestellt ist Heim auch gegenüber weiteren europäischen Spin-offs, die bereits kotiert sind:

Haleon Rg

Weitere Marktdaten [hier](#)

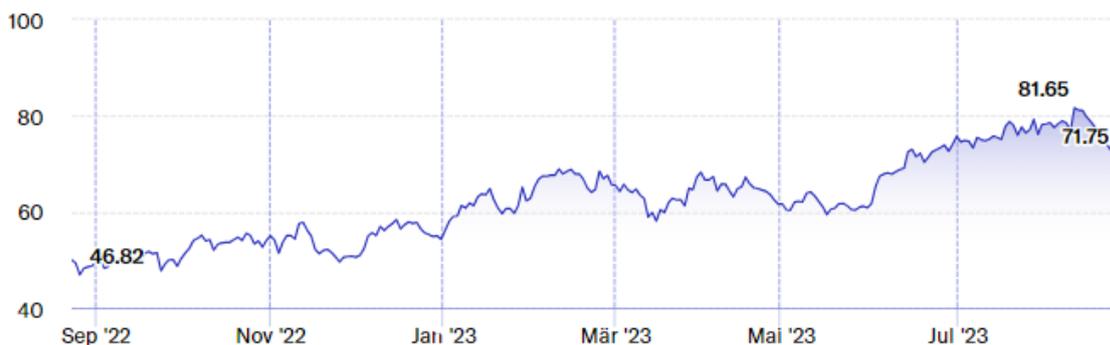


Intra 1W 1M 3M YTD **1J** 3J 5J Max

Haleon, in die jüngst die rezeptfreien Medikamente von GlaxoSmithKline ausgelagert wurden, könnte sich im derzeitigen Umfeld überdurchschnittlich gut entwickeln, meint der Fondsmanager: «Während der Umsatz bei vielen Konsumgüterherstellern zuletzt von Preiserhöhungen gestützt wurde, die Volumen sich aber meist rückläufig entwickelt haben, verspricht das wenig zyklische Medikamentengeschäft von Haleon sowohl die Möglichkeit zur Preissteigerung als auch gleichzeitig zur Ausweitung des Absatzes.» Zudem würden die Margen über die nächsten drei Jahre anziehen. «Das wird zu einer Neubewertung der Aktien führen.»

Vitesco Tech Gr N

Weitere Marktdaten [hier](#)



Intra 1W 1M 3M YTD 1J 3J 5J Max

Potenzial sieht Heim ebenso in Vitesco, der Abspaltung der Antriebssparte der deutschen Continental: Bei der Herauslösung haftete Vitesco der Makel an, einen Grossteil der Einnahmen mit Komponenten für Verbrennungsmotoren zu erzielen. Das Geschäft mit Elektromobilität ist zudem defizitär. «Das Wachstum in diesem Bereich ist jedoch stark, sodass nächstes Jahr eine Trendwende erreicht werden und die Sparte den traditionellen Bereich bereits in drei Jahren überholen könnte», prognostiziert der Fondsmanager. Die Bewertung spiegle diese Perspektive des erst seit Ende 2021 eigenständig kotierten Unternehmens noch nicht, was weiteres Kurspotenzial verspreche.

Spin-offs versprechen Mehrrendite

Fazit: Wer einkalkuliert, dass sich die Aktien von Spin-offs in den ersten Monaten oft schlechter entwickeln als der Markt, kann in der Folge oft mit einer überdurchschnittlichen Performance rechnen. In den meisten Fällen gilt das aber ausschliesslich für den abgespaltenen Teil, nicht jedoch für die Mutter, auf deren Aktienkurs Abspaltungen im Schnitt keinen messbaren Einfluss haben.

Gross sind allerdings die Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Spin-offs. Abspaltungen sind dann heikel, wenn ihnen zu viele Schulden mitgegeben werden, oder die Muttergesellschaft eine problembehaftete Sparte loswerden will. Das geschah beispielsweise bei DuPont. Spin-off Chemours musste sich danach Klagen wegen Verunreinigung von Trinkwasserquellen stellen.

Im Schnitt jedoch verspricht die Integration von Spin-offs ins Portfolio mittelfristig eine Mehrrendite gegenüber dem Markt.

