

ANALYSE

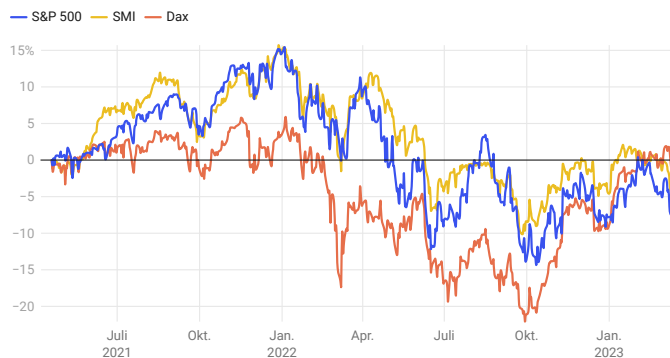
Spin-off – was bringt die Abspaltung von Unternehmensteilen den Aktionären?

Von General Electric und 3M über Novartis und ABB bis hin zu Alibaba und Vale: Die Ausgliederung von Konzernbereichen ist im Trend. The Market zeigt, wie sich die Transaktionen auf den Aktienkurs auswirken, und stellt drei Beispiele vor.

Christoph Gisiger ✉
18.04.2023, 02.29 Uhr

Das Geschehen an den Märkten kann zuweilen frustrierend sein. In den USA kommt der Leitindex S&P 500 seit zwei Jahren praktisch nicht vom Fleck. An den Börsen in der Schweiz und Deutschland sieht es kaum besser aus. Inflation, höhere Zinsen und zuletzt wachsende Sorgen um eine Rezession belasten die Aktienkurse.

Kursentwicklung in den letzten zwei Jahren



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

Unter diesen schwierigen Rahmenbedingungen kann es sich lohnen, auf Spezialsituationen wie ein Spin-off zu setzen. Das Abtrennen einer Sparte oder

die Aufspaltung einer ganzen Unternehmensgruppe findet zwar nicht vollständig isoliert von der Grosswetterlage statt. Grundsätzlich zielen solche Transaktionen jedoch darauf ab, unabhängig von der generellen Stimmung an der Börse Wert für Aktionärinnen und Aktionäre zu schaffen.

Besonders in den USA haben solche Transaktionen eine lange Tradition. Die staatliche Zerschlagung von John Rockefellers Ölimperium Standard Oil 1911 und die Aufspaltung des Telecommonopols von AT&T in den Achtzigerjahren zählen zu den prominentesten Beispielen. Mit General Electric, 3M, Johnson & Johnson, Danaher und Kellogg bauen gegenwärtig gleich mehrere Ikonen aus Corporate America die Konzernstruktur um.

Auch die europäische Unternehmenslandschaft ist in Bewegung. An der Schweizer Börse treibt beispielsweise der Pharmariese Novartis die Neuausrichtung mit der Abspaltung des Generikageschäfts Sandoz voran, nachdem er vor vier Jahren bereits die Augenheildivision Alcon abgetrennt hatte. Die Industriegruppe ABB hat vergangenen Herbst die Turboladersparte Accelleron in die Unabhängigkeit entlassen und will als Nächstes das E-Mobility-Geschäft abspalten.

Am deutschen Aktienmarkt spüren ThyssenKrupp und Siemens den Weg vor. In China sorgen die Internetkolosse Alibaba und JD.com mit Plänen für eine Aufspaltung für Schlagzeilen. Selbst Rohstoffgiganten wie der brasilianische Eisenerzförderer Vale und Teck Resources aus Kanada gehen mit dem Trend.

Was für ein Spin-off spricht

Aus einer Investmentperspektive kann ein Spin-off mehrere Vorteile mit sich bringen. Die Interessen des Mutterkonzerns und seiner einzelnen Geschäftsbereiche sind nicht immer deckungsgleich, was die Innovationskraft und das Wachstum hemmt.

Grosse, zentral geführte Konzerne mit unterschiedlichen Geschäftsaktivitäten werden zudem oft von einem überdimensionierten Verwaltungsapparat und einer bürokratischen Kultur gebremst, weshalb sie mit einem Abschlag

bewertet werden. In diesem Zusammenhang wird auch von einem Konglomeratsmalus gesprochen.

Wird ein Unternehmensbereich an die Börse abgespalten, kann sich sein Management ausschliesslich auf die Forcierung des Wachstums sowie die Steigerung der Profitabilität konzentrieren. Die Sparte ist für sich allein agiler, kann schneller auf Veränderungen im Markt und neue Kundenbedürfnisse reagieren. Ebenso wichtig: Kapital und Ressourcen können dort eingesetzt werden, wo sie am meisten Rendite versprechen. Im Idealfall wird das am Markt mit einer Aufwertung honoriert.

Für die Aktionäre des Mutterkonzerns kommen die neuen Titel der unabhängigen Tochter einer Dividende gleich. Oft ist es für Investoren ausserdem attraktiver, sich in einem spezialisierten Unternehmen mit direkt vergleichbaren Konkurrenten zu engagieren statt in einem komplizierten «Gemischtwarenladen».

Abspaltungen nehmen zu

Kein Wunder also, häufen sich Spin-off-Ankündigungen momentan. «Das hat vor allem auch damit zu tun, dass der Appetit auf reguläre Publikumsöffnungen im schwierigen Börsenumfeld kollabiert ist», sagt Jim Osman von The Edge, einem auf Spezialsituationen fokussierten Anlageberater.

«Jedes Unternehmen, das mit einem IPO einen Teil seiner Aktien verkaufen will, sieht sich mit erheblichen Schwierigkeiten konfrontiert, weil Investoren derzeit keine Prämie zahlen wollen, wie das im Gegensatz dazu in einem Bullenmarkt der Fall ist», ergänzt er.

Publikumsöffnungen in den USA

Anzahl Börsengänge pro Jahr

2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020 2022

Wert für 2023 bezieht sich auf den bisherigen Jahresverlauf.

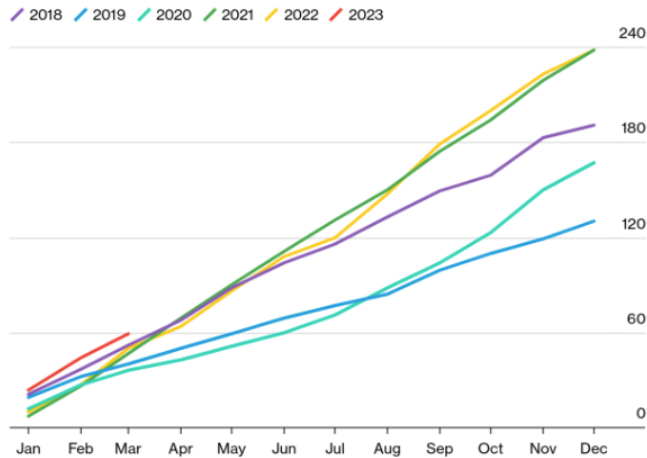
Grafik: themarket.ch • Quelle: Stock Analysis

Anders als ein IPO kann ein Spin-off auch unter unfreundlichen Bedingungen am Gesamtmarkt vollzogen werden. Mit der Abschwächung des Wirtschaftswachstums nimmt zudem bei vielen Konzernen der Druck auf die Marge zu. «Investoren konzentrieren sich daher verstärkt auf die Effizienz und die Rentabilität eines Unternehmens», meint Osman im Gespräch.

Als Antwort darauf bietet sich ein Spin-off an. Gemäss dem Datendienst Bloomberg wurden im bisherigen Jahresverlauf bis Ende März weltweit bereits annähernd sechzig Abspaltungen angekündigt. Das sind sogar leicht mehr als zum gleichen Zeitpunkt in den vergangenen beiden Jahren, in denen die Zahl der Transaktionen bis Ende Dezember auf jeweils rund 240 stieg.

A Quick Start for Global Spinoff Transactions

Deal counts for spinoffs over the course of each year



Weltweit angekündigte Spin-off-Transaktionen pro Jahr.

Quelle: Bloomberg

Ein bedeutender Teil der Transaktionen wird sich auch dieses Jahr am amerikanischen Aktienmarkt abspielen. Historisch werden in der Regel rund zwei Drittel aller weltweiten Abtrennungen von Geschäftsbereichen in den USA abgewickelt.

Ausser den oben erwähnten US-Grosskonzernen gliedert unter anderem die Medtech-Gruppe Medtronic ihr Geschäft mit Patientenüberwachung und Atemwegsinterventionen aus. Der Autozulieferer BorgWarner spaltet die Sparte mit fossilen Antrieben ab. NCR, ein Hersteller von Bankautomaten, trennt sich vom Softwarebereich, der Lösungen für den kommerziellen Zahlungsverkehr anbietet.

Anstehende Spin-off-Transaktionen in den USA

	Börsenwert (Mrd. \$)	Ankündigung	Sektor	Abspaltung
Johnson & Johnson	517	12. November 2021	Gesundheit	Consumer
Danaher	185	14. September 2022	Gesundheit	Wasserges
Medtronic	107	25. Oktober 2022	Gesundheit	Geschäfte Patientenü und Atemwegs
General Electric	104	9. November 2021	Industrie	Energieges
3M	58	26. Juli 2022	Industrie	Gesundhei
Kellogg	23	21. Juni 2022	Basiskonsum	Snack-Spa Geschäft n pflanzliche Fleischers:
Baxter International	22	6. Januar 2023	Gesundheit	Dialyse-Ge
BorgWarner	11	6. Dezember 2022	Zyklischer Konsum	Fossile An

Historische Performance

Dass Spin-off-Transaktionen oftmals Wert für Aktionäre schaffen, lässt sich anhand empirischer Daten belegen. Ein Grund dafür hat mit der Natur der Transaktion zu tun: Wenn ein Unternehmen eine Sparte an der Börse abspaltet, erhalten die Aktionäre die neuen Titel ins Depot gestellt – gleichgültig, ob sie an der neuen Gesellschaft interessiert sind oder nicht. Nicht selten werden die Valoren von vielen Investoren relativ bald nach der Transaktion denn auch verkauft.

De facto ist die Abspaltung eines Unternehmensbereichs damit eine ausgesprochen ineffiziente Variante, Aktien an den Markt zu bringen. Doch genau das eröffnet Chancen. Anders als bei einem IPO handelt es sich nicht um einen orchestrierten Verkauf mit dem Ziel, den höchstmöglichen Preis beim Publikum zu erreichen. «Ein Spin-off bietet oft attraktive Anlagemöglichkeiten für Value-Investoren», wird etwa der legendäre Hedge-Funds-Manager Seth Klarman zitiert.

Der Spin-off-Experte Osman hat dazu mit seinem Team die Performance von rund 570 Abspaltungen in den USA und Europa seit Anfang 2000 systematisch ausgewertet. Demnach verzeichnen die Aktien des abgetrennten Bereichs ein Jahr später durchschnittlich einen Kursgewinn von 17%, während es beim Mutterkonzern 5% sind. Über einen Zeitraum von zwei Jahren resultiert ein Gewinn von 25 respektive 9%.

Performance nach dem Spin-off

Durchschnittliche Kursentwicklung

Zeitraum	1 Monat	2 Monate	6 Monate	1 Jahr	2 J:
Mutterkonzern	-3%	-2%	-1%	5%	
Abgespaltener Konzernbereich	0%	3%	6%	17%	
MSCI World Index	0%	1%	2%	4%	

Basierend auf der Performance von über 550 amerikanischen und europäischen Unternehmen mit mehr als 500 Mio. Börsenwert sowie ihren annähernd 570 Spin-offs während der letzten 22 Jahre.

Tabelle: themarket.ch • Quelle: The Edge

Dazu ein konkretes Rechenbeispiel. Wer 1000 \$ in Spin-off-Situationen investierte und die Aktien des abgespaltenen Unternehmens über ein oder zwei Jahre nicht veräusserte, konnte einen Gewinn von 170 bzw. 250 \$ verbuchen. Im Vergleich dazu hätte bei einer Investition in den MSCI World Index ein Wertzuwachs von bloss 40 bzw. 90 \$ resultiert.

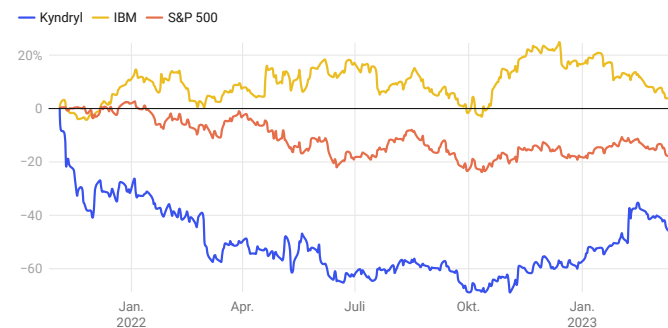
Erfolg variiert stark

Längst nicht jedes Spin-off ist jedoch ein gutes Geschäft. Problematisch wird es besonders dann, wenn der ausgegliederte Bereich vom Mutterkonzern mit Schulden überladen oder von einem schlechten Management geführt wird.

Garrett Motion, die vormalige Turbocharger-Sparte von Honeywell zum Beispiel, musste im Herbst 2021 drei Jahre nach der Abspaltung den Bankrott erklären. Eine hohe Verschuldung belastete ebenso Kyndryl, das im November 2021 ausgegliederte Infrastrukturgeschäft von IBM.

Kyndryl

Kursentwicklung seit dem ersten Handelstag am 4. November 2021

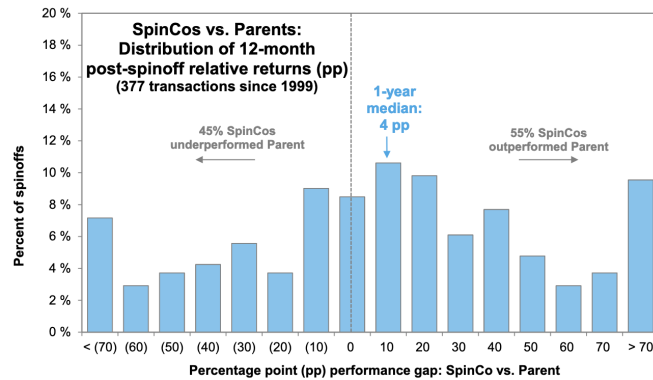


Grafik: themarket.ch • Quelle: S&P Global Market Intelligence

Entsprechend stark kann die Performance von Spin-off-Transaktionen im historischen Vergleich variieren. Das Research von Goldman Sachs hat dazu seit 1999 die Wertentwicklung von 380 Abspaltungen in den USA untersucht.

Die Studie zeigt, dass die abgespaltene Gesellschaft innerhalb eines Jahres an der Börse typischerweise 4 Prozentpunkte besser abschneidet als der Mutterkonzern. Allerdings gelingt nur 55% der Fälle eine bessere Rendite. 10% der ausgegliederten Bereiche übertreffen den Mutterkonzern dabei um mehr als 70 Prozentpunkte, 7% hinken dagegen über 70 Prozentpunkte hinterher.

Exhibit 5: SpinCos typically outperform Parents 1 year after transaction
spinoffs completed since 1999



Unterschied in der Aktienperformance zwischen dem abgespaltenen Bereich und dem Mutterkonzern, in Prozentpunkten (pp).

Quelle: Goldman Sachs

Nach einem Zeitraum von zwei Jahren sind die Chancen auf eine Outperformance mit 56% der Fälle unwesentlich höher. Die Streubreite hingegen wird noch grösser. Typischerweise schneiden fast 20% der Spin-off-Unternehmen an der Börse mindestens 70 Prozentpunkte besser ab als der Mutterkonzern. Am anderen Ende der Verteilung fallen 13% mehr als 70 Prozentpunkte zurück.

So viel zur Statistik. Mit dem laufenden Umbau von Konglomeraten wie General Electric, ABB und Novartis hat sich The Market bereits im Detail befasst. Im Folgenden betrachten wir drei Spin-off-Transaktionen am amerikanischen Aktienmarkt, die im weiteren Jahresverlauf mit Spannung erwartet werden.

Danaher: Wette auf das Wassergeschäft

Danaher hat in der Vergangenheit diverse Portfoliotransaktionen durchgeführt, die sich für Investoren auszahlten. Das 1969 von den Brüdern Steven und Mitchell Rales gegründete Konglomerat mit einer Kapitalisierung von knapp

185 Mrd. \$ ist durch Akquisitionen zu einem internationalen Branchenleader aufgestiegen. Massgeblich dafür verantwortlich war Konzernchef Larry Culp, der heute General Electric führt.

Danaher Rg (/aktien/no-region/no-list/923916-65-333)

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/923916-65-333)



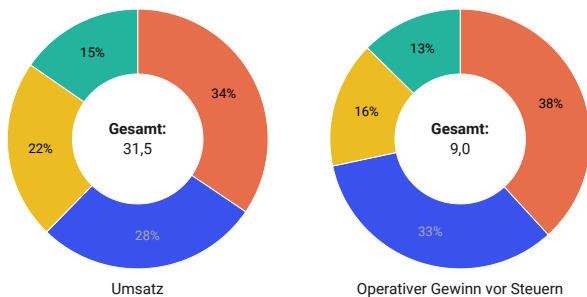
In den vergangenen Jahren haben die Rales-Brüder verschiedene Spin-off-Transaktionen vollzogen. Dazu zählen die Industrietechnikgruppe Fortive (2016), Vontier, ein Anbieter von Transport- und Mobilitätslösungen (2020), sowie 2022 das Medtech-Unternehmen Enovis.

Im Herbst hat Danaher angekündigt, die Division Environmental & Applied Solutions über die Börse auszugliedern. Kurz EAS genannt, beschäftigt sie weltweit rund 16'000 Mitarbeitende und bietet Instrumente, Tests sowie Software zur Sicherstellung der Wasserqualität für Versorger und andere Unternehmen an. 2022 kam sie für 15% des Umsatzes und 13% des operativen Gewinns der Gruppe auf.

Danaher: Umsatz und Betriebsgewinn nach Sparten

In Mrd. \$

Diagnostics Biotechnology Life Sciences Environmental & Applied Solutions



Der künftig eigenständige Bereich wird den Namen Veralto tragen und an der Nyse in New York kotiert sein. Auf Stufe Ebit verdient er stattliche Gewinnmargen von rund 23%. Sein Wachstum ist krisenbeständig, wobei 55% des Umsatzes auf wiederkehrende Einnahmen entfallen. Konzernweit ist das Expansionstempo indes höher.

Die Ausgliederung der Division erscheint strategisch sinnvoll, zumal sich kaum Synergien mit den anderen Unternehmensbereichen ergeben und sich Danaher fortan ausschliesslich auf den Gesundheitssektor konzentrieren kann. Mit Blick auf ESG-Kriterien, die im Einklang mit Umweltschutz, Ethik und vorbildlicher Unternehmensführung stehen, ist das Thema Wasser zudem für institutionelle Investoren attraktiv.

In Sachen Bewertung handeln vergleichbare Unternehmen wie Evoqua Water Technologies und Xylem zum 18- bis 20-Fachen des für 2024 geschätzten Ebitda. Das Research von UBS traut Veralto ein Multiple von 16 bis 18 zu, woraus sich unter Abzug der Nettoschulden ein potenzieller Börsenwert von rund 20 bis 23 Mrd. \$ errechnet. Danaher selbst handelt zum 18-Fachen des für 2024 geschätzten Ebitda.

J&J: Aufwertung des Consumer-Health-Geschäfts

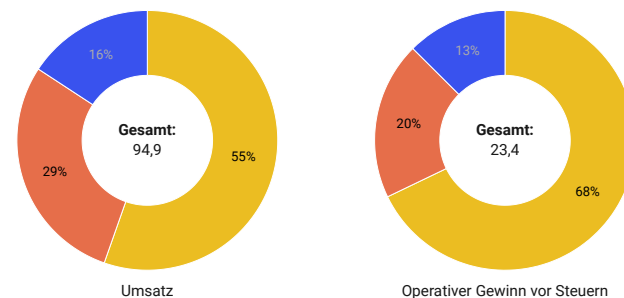
Beim Traditionskonzern Johnson & Johnson steht eine der grössten Veränderungen in seiner mehr als 135-jährigen Geschichte an. Er will bis November die Consumer-Health-Sparte abspalten, die Produkte wie das Schmerzmittel Tylenol, das Mundwasser Listerine und Pflaster der Marke Band-Aid verkauft.

Als eigenständiges Unternehmen wird der Bereich unter dem Namen Kenvue firmieren und unter dem Kürzel KVUE an der Börse handeln. Er hat letztes Jahr knapp 15 Mrd. \$ Umsatz erzielt, was 16% der konzernweiten Einnahmen entspricht. Operativ trug er mit etwas weniger 3 Mrd. \$ rund 13% zum Gewinn bei.

J&J: Umsatz und Betriebsgewinn nach Sparten

In Mrd. \$

Pharmaceutical Medical Devices Consumer Health



Werte beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2022.
 Grafik: themarket.ch • Quelle: S&P Global Market Intelligence

Mit der Abtrennung der Division will sich J&J verstärkt auf das schneller wachsende Biopharma- und Medtech-Geschäft fokussieren. Für die strategische Logik spricht, dass sich diese beiden Bereiche hinsichtlich der Kunden und der Endmärkte zusehends von den Aktivitäten der Consumer-Health-Sparte weg entwickeln.

Andere Branchenleader aus dem Gesundheitssektor sind einen ähnlichen Weg gegangen. Pfizer und GlaxoSmithKline haben ihr Geschäft für nicht rezeptpflichtige Medikamente 2019 im Joint Venture GSK Consumer Healthcare zusammengelegt, das unter anderem das Schmerzmittel Advil verkauft. Merck hat den Consumer-Bereich bereits 2014 für 14,2 Mrd. \$ an Bayer veräußert.

Alleinstehend wird sich die J&J-Sparte mit klassischen Konsumgüterkonzernen wie Procter & Gamble und Colgate-Palmolive vergleichen lassen. Dank ihrem verlässlichen Cashflow werden sie an der Börse zum 24- bis 25-Fachen des für die nächsten zwölf Monate erwarteten Gewinns bewertet. J&J attestiert der Markt hingegen ein Multiple von bloss weniger als 16.

Die Aussichten stehen damit gut, dass das Spin-off Wert freisetzen kann. Allerdings lasten ungeklärte Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit Klagen wegen angeblich krebserregender Substanzen in Babypuderprodukten auf der Aktie von J&J. Vor wenigen Wochen hat der Konzern eine Vergleichszahlung von insgesamt 8,9 Mrd. \$ unterbreitet, um den Rechtsstreit beizulegen.

Der Aktienkurs hat auf die Ankündigung mit deutlichen Gewinnen reagiert. Ob die Summe ausreichen wird, steht aber noch offen. Wichtig beim Spin-off wird deshalb, welche Altlasten der Consumer-Sparte übertragen werden. Mehr Details dazu könnte es heute Dienstag geben, wenn J&J das Quartalsresultat präsentiert.

Johnson&Johnson Rg (/aktien/no-region/no-list/943981-321-333)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/943981-321-333](#))



3M: Management steht unter Druck

3M hat in den vergangenen Jahren an der Börse für wenig Begeisterung gesorgt. Seit CEO Mike Roman am 1. Juli 2018 das Steuer beim altherwürdigen Konglomerat aus Maplewood, Minnesota, übernommen hat, ist der Aktienkurs 46% gesunken. Der S&P 500 hat im selben Zeitraum 52% gewonnen. Der Industriesektor verbucht ein Plus von gut 40%.

3M (/aktien/no-region/no-list/1405105-65-333)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/1405105-65-333](#))



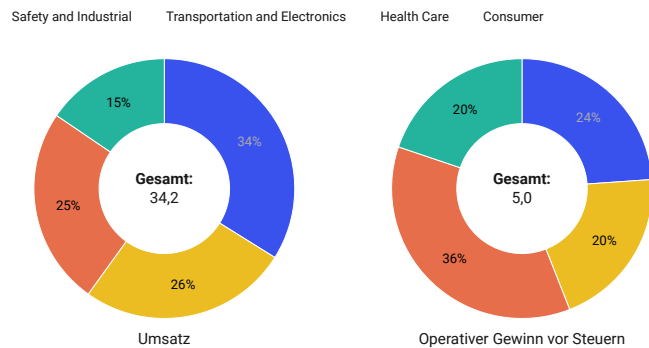
Die enttäuschende Performance setzt das Management unter Druck. Hinzu kommt, dass sich Konkurrenten wie Honeywell, Raytheon Technologies und General Electric bereits aufgespalten haben oder daran sind. Um Wert für die Aktionäre freizusetzen, hat 3M vergangenen Sommer ebenfalls einen rigorosen Umbau angekündigt.

Der Weltkonzern, der für Post-It-Klebezettel und Scotch-Klebestreifen bekannt ist, hat dazu Anfang September den ersten Schritt gemacht und das Geschäft mit der Qualitätskontrolle von Lebensmitteln für 5,3 Mrd. \$ an den Branchennachbarn Neogen verkauft. In der nächsten Phase wird die Health-Care-Sparte dieses Jahr als eigenständiges Unternehmen an die Börse gebracht.

Die Division umfasst die Bereiche Wundversorgung, Mundpflege, IT-Dienste im Gesundheitswesen sowie biopharmazeutische Filtrationsprodukte. Für 2022 weist sie einen Umsatz von gut 8,4 Mrd. \$ aus. Der operative Gewinn belief sich auf etwas mehr als 1,8 Mrd., was einer Marge von 22% gleichkommt.

3M: Umsatz und Betriebsgewinn nach Sparten

In Mrd. \$



Werte beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2022.
Grafik: themarket.ch • Quelle: S&P Global Market Intelligence

Zum Kurs-Gewinn-Verhältnis 12 auf Basis der Analystenschätzungen für die nächsten zwölf Monate handeln die Aktien von 3M mit einem deutlichen

Abschlag zu den Titeln von Konkurrenten wie Honeywell (22). Auch im historischen Vergleich ist die Bewertung gedämpft: Die Valoren von 3M weisen für die vergangenen fünf Jahre ein durchschnittliches KGV von rund 18 aus.

Auf sich selbst gestellt könnte die Gesundheitssparte von einer deutlichen Aufwertung profitieren. Vergleichbare Unternehmen aus dem Segment Healthcare Equipment wie Veradigm, Baxter International, Envista und Becton, Dickinson handeln zu einem KGV von 14 bis 21.

3M wird vorerst etwas weniger als 20% der Aktien an der Sparte behalten und plant, den Anteil im Lauf der Zeit vollständig abzustossen. Auch hier sollten Investoren ein Augenmerk auf die finanzielle Verfassung der neuen Gesellschaft richten. 3M schleppt milliardenschwere Klagen wegen Wasserverunreinigungen und mangelhafter Ohrstöpsel mit sich, die dem amerikanischen Militär verkauft worden sind.