

WAS EINE TRENNUNG ZUM ERFOLG MACHT

Holcims Abspaltung des US-Geschäfts bestätigt den Trend zur Fokussierung und Auftrennung. Die Vergangenheit zeigt, dass bei **Spin-offs** die Rechnung auch für die Aktionäre aufgehen kann.

LOÏCK VON ARX UND PETER ROHNER

Scheiden tut weh. In der Wirtschaft nicht zwingend. Für die Schweizer Börse etwa war der 23. Juni ein Freudentag. Denn sie ist um einen Titel reicher geworden. Durch Holcims Abspaltung des US-Geschäfts ist ein selbstständiges Unternehmen namens Amrize entstanden, dessen Aktien in Zürich und in New York gehandelt werden. Rund 22 Milliarden Franken Börsenwert bringt die US-Einheit auf die Waage und ist somit auch Mitglied des Swiss Market Index (SMI), der die Entwicklung der grössten Schweizer Aktien abbildet.

Für Holcim-Aktionäre ist der 23. Juni ebenfalls kein Trauertag, obwohl sich der Holcim-Kurs halbiert hat. Sie haben im Rahmen des Spin-offs für jede Holcim-Aktie einen Anteilsschein der neuen Amrize erhalten, am Gesamtwert hat sich nichts verändert. Ausserdem können sie darauf hoffen, dass sich die beiden Unternehmen getrennt besser entwickeln als unter einem Dach. ABB und Novartis haben es vorgemacht. Ihre jüngsten Spin-offs Sandoz und Accelleron florieren, ohne dass es dem Mutterkonzern massiv schlechter geht, was sich auch in den Aktienkursen niederschlägt.

Holcims Abspaltung passt zum Trend. Generell sind Veräusserungen en vogue. Die Zeiten von «the bigger, the better» und von Streben nach Synergieeffekten sind vorbei. «Fokussierung statt Diversifikation» lautet die Devise. Spin-offs – also die Ausgliederung von Unternehmensteilen durch eine Ausschüttung der Aktien an die bestehenden Aktionäre – haben sich als häufigste Veräusserungsform bei börsenkotierten Gesellschaften etabliert. In den letzten

Jahrzehnten hat ihre Anzahl weltweit stark zugenommen. Das jährliche Volumen von Veräusserungsdeals – mehrheitlich Spin-offs – hat sich seit den 90er-Jahren auf 1,5 Billionen Dollar verdreifacht (siehe Grafik).

Begonnen hat der Abspaltungstrend hierzulande in der Pharmabranche vor etwa dreissig Jahren – mittlerweile sind Spin-offs kein branchenspezifisches Phänomen mehr. Und während früher bei Spin-offs eher die Simplifizierung im Vordergrund gestanden hätte, gehe es immer öfter auch um geografische Kriterien, sagt Anna Mattsson, Partnerin bei McKinsey und Expertein für Fusionen und Übernahmen. Amrize ist das beste Beispiel für diesen Trend.

Das heisst aber nicht, dass Spin-offs für sich allein eine Garantie für Wertsteigerungen sind. Damit die Abspaltung sowohl operativ als auch an der Börse ein Erfolg wird, muss vieles zusammenpassen. Die Grundsatzfrage, die sich ein Unternehmen stellen müsse, ist laut Mattsson: «Was ist das Kerngeschäft und kann dieses in einer anderen Eigentümerstruktur besser gedeihen?» Erfolgsfaktoren für ein Spin-off seien eine klare Strategie mit einer überzeugenden Story gegenüber Investoren. Wichtig sei vor allem auch, die Mitarbeitenden «mitzunehmen», sagt sie. «Sie werden Teil eines neuen kotierten Unternehmens, das kann enorm motivierend sein.»

Mehrwert durch Fokussierung und bessere Anreize

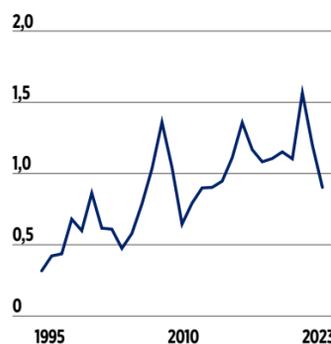
Die beste Voraussetzung für eine erfolgreiche Auftrennung haben Konglomerate mit unterschiedlichen Geschäftsfeldern. Ein typisches Beispiel ist der Industriekonzern Siemens, der erst die Medizintechniksparte und dann die Energiesparte separat an die Börse gebracht hat. «Je grösser die Unterschiede der einzelnen Geschäftsbereiche sind, desto mehr Sinn ergibt eine Abspaltung», sagt Peter Heim, Verwaltungsratspräsident des Fonds

22,3

Milliarden Franken war Amrize am Ende des ersten Börsentags wert.

Abspaltungen im Trend

Gesamtwert der Veräusserungen weltweit, in Billionen Dollar



QUELLEN: MCKINSEY, E. R. FELDMAN

Keynote Funds, der sich auf Spin-offs fokussiert. Dabei seien nicht nur die Unterschiede betreffend Branchenzugehörigkeit massgebend, sondern auch jene betreffend Kapitalintensität, Wachstum und Marge. Durch eine Abspaltung kann sich auch die Aktionärsbasis verändern. Etwa wenn ein Bergbaukonzern sein Kohlegeschäft abstösst und dadurch auch für Investoren mit Nachhaltigkeitszielen infrage kommt.

In der Theorie gibt es gute Gründe, weshalb Spin-offs Mehrwert schaffen und für Anleger attraktiv sind. «Durch die Fokussierung kommt es zu operativen Verbesserungen, und der Alleingang setzt eine andere unternehmerische Dynamik in Gang», sagt Heim. An der Börse ist der Bewertungsabschlag für Konglomerate entscheidend, der durch die Abspaltung verschwindet. Denn Investoren verstehen fokussierte Unternehmen besser und bezahlen in der Regel mehr dafür. Die Summe der Einzelteile ist damit mehr wert als das Ganze.

In der Praxis ist die Sache aber weniger klar. Laut Heim erzielen die Aktien von Spin-offs im Durchschnitt zwar

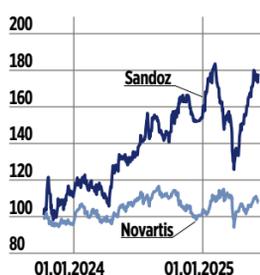
Die jüngsten Schweizer Spin-offs und ihre Solokarrieren



Amrize ist der neuste Schweizer Börsenzugang, der durch ein Spin-off zustande gekommen ist. Das Nordamerika-Geschäft von Holcim wurde beim Börsengang mit rund 25 Milliarden Franken bewertet. Hauptgrund für die Abspaltung war die unterschiedliche geografische und operative Ausrichtung. Amrize-Chef Jan Jenisch möchte in den USA neue Wachstumschancen realisieren. In der «alten» Holcim will der neue CEO Miljan Gutovic mit klimafreundlichem Zement die Margen weiter steigern. Für Spin-off-Experte Peter Heim ist Amrize der attraktivere Geschäftsteil: «Er wächst schneller als das Geschäft des Mutterkonzerns, und die Marge ist höher. Und er wird von Jan Jenisch geführt, der über einen ausgezeichneten Leistungsnachweis verfügt.»

Sandoz ist nach der Trennung von Novartis im Oktober 2023 fulminant gestartet. Die Aktie des Generikaherstellers hat um über 70 Prozent zugelegt. Auch der Kurs des Mutterkonzerns Novartis hat sich rasch vom Ausschüttungseffekt erholt. Operativ läuft es bei Sandoz vor allem dank den zukunftssträchtigen Biosimilars rund, die als profitabler gelten als klassische Generika. Nach einem Verkaufsplus von 29 Prozent im letzten Jahr machen die biotechnologisch hergestellten Produkte fast einen Drittel der rund 10 Milliarden Franken Gesamtumsatz aus.

Sandoz im Hoch
Aktienkurse seit Abspaltung, indexiert: 100 = 4. Okt. 2023



Accelleron zündet den Turbo

Aktienkurse seit Abspaltung, indexiert: 100 = 3. Okt. 2022

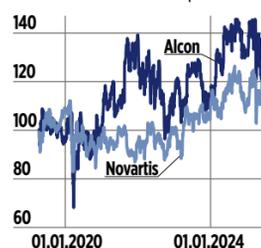


Accelleron hat nach dem Fehlstart schnell Fahrt aufgenommen. Seit dem ersten Handelstag im Oktober 2022 ist der Kurs über 200 Prozent gestiegen. Anfangs noch mit einer Marktkapitalisierung von 1,8 Milliarden Franken bewertet, hat der von ABB abgespaltene Spezialist für Turboladertechnologie den Börsenwert inzwischen auf über 5 Milliarden Franken gesteigert. Die strategische Ausrichtung auf das Geschäft mit den Abgas-turboladern scheint aufzugehen. Bereits plant ABB das nächste Spin-off-Projekt: 2026 soll die Robotiksparte separat an die Börse gehen.

Alcon hatte einen holprigen Start. Der Kurs fiel kurz nach dem Börsengang 2019 weit unter das Ausgabenniveau. Schuld war nicht nur Corona, sondern auch geschäftsspezifische Belastungsfaktoren. «Die etwas hohe Nettoverschuldung, Sonderkosten im Zusammenhang mit der Trennung und grosse Amortisationen von Goodwill erschwerten den Alleingang zu Beginn», sagt Spin-off-Experte Heim. Später hat die Augenheil-Tochter ihre Mutter Novartis an der Börse abgehängt. Zuletzt aber waren die Ergebnisse eher wieder enttäuschend.

Alcon mit Rückschlägen

Aktienkurse seit Abspaltung, indexiert: 100 = 9. April 2019



Schlechtes Timing

Aktienkurse seit Abspaltung, indexiert: 100 = 12. Juni 2020

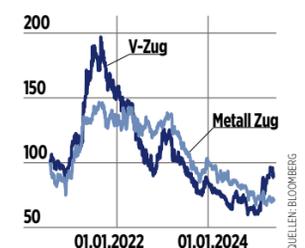


Ina Invest hiess das Immobilienportfolio, das der Baukonzern Implenia im Corona-Sommer 2020 an die Börse brachte. Doch das Spin-off verlief wenig erfreulich, sowohl für die Mutter als auch für die Tochter. Die Ina-Aktien stürzten von 23 auf 17 Franken ab und damit weit unter den Nettoinventarwert. 2023 folgte ein neuer Tiefpunkt. Erst der letztes Jahr angekündigte Zusammenschluss mit Cham Paper brachte die Wende. Der Kurs hat seither gut 30 Prozent gutgemacht. Seit Anfang April werden die Aktien unter dem Namen Cham Swiss Properties gehandelt.

V-Zug erwischte ein gutes Zeitfenster für den Börsengang. In der Erholung nach dem Corona-Schock legten die Papiere des Haushaltsgeräteherstellers einen fulminanten Start hin. Danach aber machte V-Zug die schwächere Nachfrage wegen Inflation und steigender Zinsen zu schaffen, der Kurs sank wieder unter den Ausgabepreis. Die Wende kam erst letztes Jahr: Umsatz und Profitabilität sind gestiegen. Zum ersten Mal lockt eine Dividende. Der Mutter Metall Zug erging es lange ähnlich. Die Aktien machten aber den jüngsten Kurssprung der Tochter nicht mit.

Zerronnen wie gewonnen

Aktienkurse seit Abspaltung, indexiert: 100 = 25. Juni 2020





Jan Jenisch, CEO und Chairman von Amrize

Der Deal ist sein Werk: Mit der Abspaltung des US-Geschäfts wechselt der frühere Holcim-Chef an die Spitze von Amrize – wieder in Personalunion als CEO und Vorstandsvorsitzender.

über ein, zwei und drei Jahre eine Überrendite, unabhängig von der Marktsituation. Doch die Dispersion der Renditen sei gross, und die durchschnittliche Überrendite klein. Sie kommt dadurch zustande, dass die besten Spin-offs die Vergleichsgruppe deutlicher schlagen, als die schlechtesten unterlegen sind. Der Median ist hingegen nahe null. «Nur etwa die Hälfte aller Spin-off-Aktien erzielen eine Mehrrendite», sagt Heim. Zu einem ähnlichen Schluss kommt eine Auswertung von McKinsey. Die Chancen stünden etwa 50 zu 50, dass die getrennten Einheiten gemessen am gemeinsamen Börsenwert drei Jahre nach der Spin-off-Ankündigung die Konkurrenz schlagen, heisst es dort. Dass sowohl der Mutterkonzern als auch die Tochter besser abschneiden als ihre Vergleichsgruppe, komme in 30 Prozent der Fälle vor.

Dass die Rechnung nicht immer aufgeht, hat vor allem mit den Kosten zu tun, etwa durch den Verlust von Synergien und den Aufwand im Zusammenhang mit der Kotierung. Da Letzterer bei kleinen Unternehmen stärker ins Gewicht fällt, sind Spin-offs von sogenannten Micro-Caps selten eine Erfolgsgeschichte. «Schlechte Voraussetzungen sind auch hohe Schulden und Altlasten, wie zum Beispiel Umweltverschmutzungen oder Asbestklagen», sagt Heim. Als Faustregel bei den Schulden gelte, dass die Nettoverschuldung nicht mehr als dreimal so hoch sein sollte wie der Gewinn auf Stufe Ebitda.

Manchmal ist ein Verkauf die bessere Option

Ein häufiger Knackpunkt für das Management ist die Ausgestaltung des Transaction Service Agreements, in dem die Verantwortlichkeiten beider Unternehmen nach der Ausgliederung definiert werden. Auch die Verteilung der Kernmitarbeitenden und die Entflechtung der IT-Infrastruktur, die sich regelmässig als kostspielig und zeitintensiv erweist, will gut geplant sein. Studien zeigen, dass die Performance des Spin-offs tendenziell umso besser ist, je weniger Zeit verstreicht zwischen dem Entscheid zu einer Abspaltung und der Kotierung. Doch nicht immer ist ein Spin-off der beste Weg, um sich von einer Geschäftseinheit zu trennen. In manchen Fällen erweist sich ein Verkauf als sinnvoller: Die Muttergesellschaft profitiert unmittelbar von Liquidität, und es entstehen keine Kosten für eine Börsenkotierung.

Da die Tage des diversifizierten Konglomerats zu Ende gehen, sind es nun die Investoren, die sich um die Diversifikation kümmern müssen, nicht das Management. Jan Jenisch, CEO und Präsident von Amrize, der bereits bei Holcim die Doppelrolle innehatte, kann sich jetzt voll auf das Wachstum in den USA konzentrieren.

PHOTO: DITO BURBILANZ

ANZEIGE

HANDELSZEITUNG FOCUS DAY

Einladung zum Event:

BVG-Blockade: Zeit für neue Perspektiven

Was lehren uns gesellschaftliche Trends und internationale Vorbilder?

Key-Referenten:



Prof. Dr. Dr. h.c. Monika Büttler
Ökonomin
Honorarprofessorin HSG



Jaap van Dam
Experte für Anlagestrategien,
Leitender Direktor für
Anlagestrategie bei PGGM



Dr. Hugo Bigi
Moderation



Dr. Michael Hermann
Politanalyst und
Gründer Sotomo



Eliane Albisser
Geschäftsführerin
PK-Netz

28.8.2025
Jetzt
anmelden:
Eintritt frei
inkl. Lunch

28. August 2025
Kunsthaus Zürich
8.30 – 14.00 Uhr

Jetzt anmelden



Mit anschliessendem
Stehlunch

Powered by:

