

INTERVIEW

«Investitionen in Spin-offs sind erfolgversprechend»

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



zvg

[Ruedi Keller](#), 20.04.2026, 02.43 Uhr

«Spin-offs haben sich unter allen Investitionsansätzen, die wir verfolgten, als die beste Einzelstrategie erwiesen.» Das sagt Peter Heim, Verwaltungsratspräsident der Luxemburger Investmentgesellschaft Keynote.

Er führt den Keynote Spin-Off Fund, der mit einer globalen Sicht ausschliesslich in Situationen investiert, in denen sich Gesellschaften aufspalten oder Unternehmensteile abspalten.

Im Interview erklärt Heim, was Anlagen in Spin-off-Situationen erfolgversprechend macht, warum er die Abspaltung Amrize nun Holcim vorzieht, welches Potenzial die Aufspaltung von Honeywell bietet – und er sagt, weshalb er im Bereich Telecom auf Alaska und nicht die Schweiz setzt.

«Statt wie bei einem IPO den Ausgabepreis zu optimieren, legt das Management beim Spin-off den Fokus auf die künftige Wertentwicklung»: Peter Heim, Verwaltungsratspräsident von Keynote.

zvg

Herr Heim, Sie konzentrieren sich mit Ihrem Fonds auf Spin-offs, also Abspaltungen von Unternehmen. Warum dieser Fokus?

Seit 2011 investieren wir in Spin-offs. Dies im Rahmen von Fonds und Mandaten, und zwar als Beimischung. Es hat sich jedoch gezeigt: Spin-offs haben sich unter allen Investitionsansätzen, die wir verfolgten, als die beste Einzelstrategie erwiesen.

Gilt das allgemein?

Studien über die letzten fünfzig Jahre kommen einheitlich zum Schluss, dass Spin-offs ein bis drei Jahre nach der Abspaltung eine Mehrrendite erzielen.

Nun fokussieren Sie ausschliesslich auf diese Strategie?

Themenfonds agieren meist in einem sehr engen Gebiet: Metaverse, Cannabis oder jüngst Rüstung. Solange Geld in die Themen fließt, kann sich ein Hype aufbauen, danach endet es aber meist unschön. Spin-offs hingegen gibt es immer wieder und verteilt über alle Sektoren. Das ermöglicht trotz einem klaren strategischen Fokus eine breite Diversifikation.

Seit Ende Februar herrscht Krieg am Persischen Golf. Wie hat sich die Strategie im März behauptet?

Spin-offs haben sich dem Ausverkauf an den Börsen nicht entziehen können. Liquidiert wurden insbesondere Segmente, die zuvor gut gelaufen sind. Dazu zählen klein- und mittelgross kapitalisierte Werte, die in unserem Fonds übergewichtet sind. Kurzfristig haben wir gelitten, fundamental sind die Geschäftsmodelle unserer Portfoliounternehmen aber kaum vom Krieg betroffen. Das Potenzial ist intakt.

Was macht Sie zuversichtlich?

Den allgemeinen Verlauf der Börse können wir nicht vorhersehen. Doch die Aktien, in die wir investieren, sind primär von unternehmensspezifischen Faktoren geprägt: von der Fokussierung auf das Kerngeschäft und eine Ausweitung der Marge sowie steigende Cashflows und Kapitalrenditen. Das führt über die Zeit meist zu einer Bewertungsexpansion, zumal der Markt diese neu an der Börse gehandelten Unternehmen immer besser einschätzen kann.

Inwiefern?

Es werden zunehmend Quartalszahlen bei Anbietern wie Bloomberg verfügbar, Investoren beginnen, Quervergleiche zu anderen kotierten Unternehmen zu ziehen, und Analysten nehmen die Abdeckung auf. Wenn das Unternehmen liefert, beginnt in der Regel nach rund drei Monaten die Phase der Outperformance. Das Management kann dank der neuen Selbständigkeit Projekte angehen, für die zuvor innerhalb des Grosskonzerns kein Kapital zur Verfügung stand. Das bringt operative Verbesserungen und setzt eine Bewertungsexpansion in Gang. Diese nehmen nicht nur Anleger wahr, sondern auch Konkurrenten: Rund ein Drittel aller Spin-offs wird nach einer Frist von zwei Jahren – diese ist steuerlich bedingt – übernommen. So jüngst unsere Portfolioposition NCR Atleos.

Bremst die gegenwärtige geopolitische Lage die Spin-off-Aktivität?

Es herrscht ein grundsätzlicher Trend zur Fokussierung. Konglomerate, die unter Ineffizienzen und einem Bewertungsabschlag leiden, entflechten sich. Diese strukturelle Logik gilt weiterhin.

In Boomphasen florieren Initial Public Offerings, IPO, also der Verkauf von Unternehmen über die Börse. Wie sieht der Zyklus bei Spin-offs aus?

Die Zyklen sind zentral und erklären, warum Investitionen in Spin-offs so erfolgversprechend sind, während IPO im Schnitt kaum Mehrrendite generieren. In starken Börsenphasen dominieren Fusionen und Akquisitionen. Nach Übertreibungen steht dann in schwächeren Börsenphasen die Entflechtung im Vordergrund.

Was heisst das für Anleger?

Beim IPO will der Verkäufer den Preis maximieren. Spin-offs hingegen werden nicht verkauft, sondern als Sachdividende an die bestehenden Aktionäre ausgeschüttet. Dies ohne Preisschild und unabhängig davon, ob sie die Aktie des neuen Unternehmens wollen. Wenn das Spin-off im Verhältnis zur Mutter klein ist, sorgt das für Verkaufsdruck. Denn Indexfonds und Fonds mit einem eingeschränkten Fokus verkaufen die Aktien. Das schafft anfänglich Bewertungsanomalien.

Und Opportunitäten für aktive Fondsmanager?

Spannend ist, dass selbst die Unternehmenslenker des Spin-off anfänglich kein Interesse an einer hohen Bewertung haben. Ein grosser Teil ihrer Vergütung hängt oft von der Kursentwicklung ab: Je tiefer die Aktie zu Beginn notiert, desto grösser wird ihr künftiges Bonuspotenzial. Das ist eine gegenteilige Dynamik zu einem IPO: Statt den Ausgabepreis zu optimieren, legt das Management beim Spin-off den Fokus auf die künftige Wertentwicklung.

Neulinge haben an der Börse aber ohnehin oft einen schweren Stand.

Spin-offs sind vielfach globale Marktführer, beispielsweise GE Aerospace, die ehemalige Triebwerksparte von General Electric, oder das aus ABB ausgegliederte Turboladergeschäft von Accelleron. Es sind Unternehmen, die seit fünfzig oder hundert Jahren mit einem höchst stabilen Geschäftsmodell am Markt sind – einfach noch nie als unabhängiges Unternehmen an der Börse.

Gibt es Unwägbarkeiten?

Die Vergangenheit lehrt: Wenn die Entlassung in die Eigenständigkeit von einer hohen Schuldenlast begleitet ist, wie beispielsweise Warner Bros Discovery, führt das in der Regel zu einer Minderrendite. Eine Kombination aus hohen Schulden und Sonderkosten hielt die Kursentfaltung des Novartis-Spin-off Alcon zurück. Sandoz hingegen wurde mit einer angemessenen Verschuldung ausgegliedert, und ihr Kurs hat sich in weniger als drei Jahren nahezu verdreifacht.

Sandoz zählte zu Ihren grössten Positionen. Sind Sie immer noch investiert?

Nach der starken Performance haben wir reduziert. Wir sehen jedoch keinen Grund, warum der Investment Case nicht weitergehen soll. Das Wachstum der margenstarken Biosimilars war zuletzt zweistellig, und der Bereich steht bereits für 30% des Umsatzes des Generikakonzerns – ein Ziel, das ursprünglich für 2028 vorgesehen war. Die bereinigte Kernmarge expandierte auf nahezu 22% und dürfte weiter steigen.

Sie bleiben investiert?

Der Ablauf von Patenten bei Pharma summiert sich Mitte der kommenden Dekade auf einen Umsatz von 650 Mrd. \$. Dieses Potenzial wird künftig für Generikahersteller zugänglich. Das dürfte den stärksten Zyklus für Generika einleiten, den wir je gesehen haben.

Wann investieren Sie in ein Spin-off?

Nehmen wir das Beispiel Accelleron. Das Turboladergeschäft wurde ausgegliedert, weil es nicht mehr in das Selbstverständnis von ABB und den neuen Fokus auf Automation und Elektrifizierung passte. Da Accelleron im Verhältnis zur Marktkapitalisierung der Mutter klein war, litten die neuen Aktien anfänglich unter Verkaufsdruck. Doch allein die installierte Basis von 180'000 Turboladern garantiert einen stetig wiederkehrenden Serviceertrag, der für 75% der Einnahmen des Spin-off steht.

Eine Bewertungsanomalie, die Sie zum Einstieg nutzen?

Bei Ankündigung eines Spin-off analysieren wir, wer davon profitiert: das Spin-off, die Muttergesellschaft oder beide? Tendenziell schneiden die Spin-offs am besten ab, aber jede Situation ist individuell. Wenn ein kleiner Bereich aus einer grossen Gesellschaft ausgegliedert wird, warten wir mit einer Investition, bis der anfängliche Verkaufsdruck hoch und der Einstieg günstig ist – so wie bei Accelleron. Wenn jedoch ein Konglomerat über verschiedene Geschäftsbereiche verfügt und der Bewertungsabschlag so gross ist, dass die Börse die Ankündigung einer Aufspaltung bereits vor der Umsetzung honoriert, ist es sinnvoll, bereits Pre-Spin in die Muttergesellschaft zu investieren.

Wo haben Sie so agiert?

Bei General Electric, die zu einem ineffizienten Gemischtwarenladen verkommen war. Entsprechend hoch war der Bewertungsabschlag im Vergleich zu dem, was die Geschäfte einzeln wert waren. Als Larry Culp, der zuvor Danaher erfolgreich umgebaut hatte, nach mehrmaligen Anfragen endlich die CEO-Funktion bei GE akzeptiert und sich des Konstrukts angenommen hatte, war klar, der Bewertungsabschlag wird sich durch die angekündigten Spin-offs Schritt für Schritt verkleinern, und die Aktien von GE wurden kaufenswert.

Welche Spin-offs daraus haben Sie gehalten?

Vorübergehend das Energieunternehmen GE Vernova, eine kurze Zeit auch GE Healthcare. GE Aerospace ist heute unsere zweitgrösste Position. Sie ist ein führender Triebwerkhersteller, ein Geschäft, das über sehr hohe Eintrittsbarrieren verfügt. Die installierte Basis von GE Aerospace umfasst 80'000 Triebwerke, was den Grundstein für ein stabil wiederkehrendes Servicegeschäft legt. Regelmässige Wartung ist Pflicht und

die Preissetzungsmacht so hoch, dass die Tarife deutlich über der Inflation wachsen. Dennoch sind die Werke von GE Aerospace bis 2030 komplett ausgebucht. Als Aktionär kriegt man ein extrem stabiles Geschäftsmodell, das noch nie eigenständig an der Börse war und dessen Neubewertungsprozess noch immer läuft.

Die zehn grössten Positionen im Keynote Spin-Off Fund

per 15. April 2026

	Unternehmen	Gewicht im Fonds	Sektor	Land	Segment
1	Amrize	9,1%	Grundstoffe	Schweiz	Spin-off
2	GE Aerospace	8,9%	Industrie	USA	Spin-off
3	Solstice Advanced Materials	6,7%	Grundstoffe	USA	Spin-off
4	GCI Liberty	6,7%	Kommunikation	USA	Spin-off
5	Resideo Technologies	4,9%	Industrie	USA	Pre-Spin
6	Accelleron	4,9%	Industrie	Schweiz	Spin-off
7	Ascendis Pharma	4,8%	Gesundheit	Dänemark	Muttergesellschaft
8	S&P Global	4,7%	Finanz	USA	Pre-Spin
9	TIC Solutions	4,6%	Industrie	USA	Spin-off
10	Honeywell	4,6%	Industrie	USA	Pre-Spin

Tabelle: themarket.ch, Quelle: Keynote

Das gilt auch für Amrize, Ihre grösste Position im Fonds: Während die [Muttergesellschaft Holcim](#) an der Börse floriert, harzt die Kursentwicklung bei Amrize. Warum?

Als Holcim das Spin-off von Amrize angekündigt hatte, haben wir Pre-Spin investiert. Beide Geschäftsbereiche waren unterbewertet. Als die Aktien von Holcim nach der Abspaltung zulegten, das Spin-off jedoch nicht, haben wir die Titel der Mutter schrittweise verkauft und den Erlös zusätzlich in Amrize investiert.

Was erwarten Sie?

Wir sehen im Fokus von Amrize auf Nordamerika ein strukturell höheres Wachstumspotenzial als bei Holcim. Dazu gesellt sich die Möglichkeit einer Marktkonsolidierung im Bereich der Zuschlagstoffe. Vielfach wird bei Technologieunternehmen oder bei Basiskonsumgütern über Eintrittsbarrieren gesprochen. Doch auch Zementwerke können nicht einfach ersetzt oder ein neuer Steinbruch eröffnet werden. Wer über solche Anlagen verfügt, hat eine gewisse Marktmacht. Die Preise für Zuschlagstoffe sind über die vergangenen fünfzig Jahre im

Schnitt um jährlich 4,7% gestiegen. Der Bedarf an Erneuerung der Infrastruktur in den USA ist gegeben. Von den zusätzlichen Mitteln aus dem Stimulusprogramm des Infrastructure Investment and Jobs Act sind erst 50% abgerufen, die Bautätigkeit wird weitergehen.

Wie weit ist die Neubewertung vorangeschritten?

Amrize handelt weiterhin zu einem Bewertungsabschlag gegenüber der Konkurrenz. Eine gute Indikation, auf welchem Weg das Spin-off ist, bietet das Agieren der Unternehmenslenker: CEO Jan Jenisch hat sich nicht nur entschieden, von Holcim zu Amrize zu wechseln, sondern das Management hat auch in jeder Kursschwäche Aktien zugekauft, [zuletzt im März im Umfang von 2,7 Mio. Fr.](#)

Wann sind Sie bei Honeywell eingestiegen, und was ist hier der Investment Case?

Wir haben vor der Ausgliederung von Solstice investiert. Die ehemalige Grundstoffsparte, deren Spin-off im Oktober kaum Beachtung fand, ist heute unsere drittgrösste Position. Anfänglich bewertete der Markt Solstice aufgrund ihres Kältegeschäfts wie eine typische Chemiefirma. Die Segmentberichterstattung zeigt jedoch, dass die Qualität des Unternehmens viel höher ist. Die Vergleichsgruppe hat seit 2022 einen Rückgang des Betriebsgewinns um 32% hinnehmen müssen, Solstice – damals noch innerhalb des Konzerns – um nur 7%. Auch die Profitabilität ist mit einer Rendite von mehr als 20% auf dem investierten Kapital überdurchschnittlich hoch. Spannend ist die Position von Solstice im Nuklearbereich: Sie besitzt die einzige Anlage in den USA zur Konversion von Uranhexafluorid, in der Uran für die Verwendung in Atomkraftwerken aufbereitet wird. Darin orten wir die grösste Fehlbewertung.

Inwiefern?

In den vergangenen Jahren bestand kaum Nachfrage nach Konversionskapazität für Atomkraft, und die Anlage von Solstice stand teilweise still. Jetzt aber erlebt die Technologie eine Renaissance. Die bestehenden Lieferverträge von Solstice wurden zudem noch zu extrem niedrigen Preisen abgeschlossen. Nun laufen sie aus, und Neuabschlüsse wird es zu deutlich höheren Preisen geben. Noch blenden die Schätzungen der Analysten das aus.

Warten Sie auf weitere Abspaltungen von Honeywell?

Das Unternehmen wird sich in die Bereiche Automation und Aerospace auftrennen. Zudem gibt es eine Sparte für Quantencomputing. Sie könnte in einem IPO veräussert werden. Es ist eine klassische Situation, in der die Einzelteile mehr wert sind als der Gesamtkonzern. Im Bereich Aerospace verdient Honeywell mit einer Ebitda-Marge von 27% deutlich besser als vergleichbare Unternehmen. Statt des Bewertungsabschlags, zu dem Honeywell derzeit an der Börse handelt, verdient der Bereich Aerospace nach der Ausgliederung eine Prämie. Mit Blick auf den derzeitigen Kurs von Honeywell sehen wir in der Aufspaltung ein Aufwertungspotenzial von rund 50%.

Zu Ihren grössten Positionen zählt GCI Liberty, ein aus Liberty Broadband ausgegliederter Telecomanbieter in Alaska. Zuvor brachte die ebenfalls von John Malone dominierte Liberty Global die Schweizer Sunrise zurück an die Börse. Warum setzen Sie auf Alaska, aber nicht auf die Schweiz?

GCI Liberty ist der grösste Anbieter von Mobilfunk und Breitband in Alaska mit einem Marktanteil von 90%. Das verspricht Stabilität. Welcher Konkurrent will in Alaska neue Breitbandkabel legen? Elon Musks Starlink könnte etwas Wettbewerbsdruck schaffen, aber das gefährdet das Geschäftsmodell von GCI Liberty nicht.

Das sieht John Malone offensichtlich ähnlich. Altersbedingt hat er sich aus vielen Verwaltungsräten zurückgezogen. Bei GCI Liberty ist er weiterhin Präsident.

John Malone hält 7,5% an GCI Liberty, und er blickt immer auf den Cashflow. Wir sehen diesbezüglich deutliches Wachstum. Der Investitionsbedarf wird nachlassen, der freie Cashflow sich verdoppeln und künftig weiter steigen. Bis 2028 könnte sich auch der Aktienkurs so mehr als verdoppeln.

Weshalb lassen Sie Sunrise aussen vor?

Sunrise bietet kaum einen Bewertungsabschlag zum Sektor. Zudem ist sie hoch verschuldet. Der Schweizer Telecommarkt wächst kaum, und der Wettbewerb ist intensiver. Einzig die hohe Dividendenrendite von rund 7,5% spricht für eine Investition, zumal die Ausschüttung für Privatanleger in der Schweiz steuerfrei fliesst. Grosses Wertsteigerungspotenzial sehen wir aber nicht.

In welchem Unternehmen bauen Sie neu eine Position auf?

In The Magnum Ice Cream Company. Sie besetzt mit den Marken Magnum, Ben & Jerry's, Cornetto, Breyers, Calippo und Wall's rund 20% des globalen Marktes für Speiseeis. Zum Vergleich: Nestlé kommt hier auf einen Anteil von 2%. Unilever hat diesen vergleichsweise niedermargigen Bereich im November ausgegliedert. Magnum ist breit genug aufgestellt, um eigenständig florieren zu können. Das Wachstum beträgt jährlich 3 bis 5%. Wegen Einmaleffekten im Zusammenhang mit der Ausgliederung ist die Börse aber verunsichert, wie sie das Unternehmen bewerten soll. Das hat zu einer Kursdelle geführt, die wir nun zum Einstieg nutzen.

Mit welcher Perspektive?

Das Management will die Marge erhöhen, und wir gehen davon aus, dass Magnum 2028 einen freien Cashflow von 800 bis 900 Mio. € erwirtschaften wird. Das spricht für eine Kursentwicklung in Richtung 22 bis 24 €, derzeit handeln die Titel bei 12 €. Unilever ist allerdings noch mit 19,9% am Spin-off beteiligt. Platzierungen könnten vorübergehende Kursrückschläge auslösen. Die Ziele des Managements erachten wir jedoch für erreichbar – und die Unternehmensführung hat auch selbst Aktien erworben.

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 Augenmerk auf Spin-offs hatte. Von 2018 bis 2023 war der heute 45-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.

