



Abspaltungen generieren oft Mehrwert für die Aktionäre

SCHWEIZ Unternehmenskonglomerate gelten als komplex und bürokratisch. Spin-offs können Einfachheit und Agilität bringen. Beispiele zeigen, dass sie vielfach auch an der Börse erfolgreich sind.

MARTIN GOLLMER

Konglomerate haben zurzeit keinen guten Ruf. Unternehmen, die mehrere Geschäfte betreiben, die einander mehr oder weniger ähnlich sind, gelten als unübersichtlich und ineffizient. Abhilfe schaffen kann die Abspaltung von Unternehmensteilen. Heiss diskutierter aktueller Fall in der Schweiz ist ABB. Mehrere namhafte Aktionäre fordern die Abspaltung der Division Stromnetze, damit der weitverzweigte Automations- und Energietechnikkonzern Komplexität reduzieren, Fokus gewinnen und so Mehrwert schaffen könne.

Konglomeraten wird häufig vorgeworfen, sie seien langsam und unpräzise in der Kapitalallokation und in der Zuordnung von Verantwortlichkeiten sowie für Anleger schwierig zu handhaben. «Negativ an Konglomeraten ist, dass sie nicht dem Grundsatz der Fokussierung auf die Kernkompetenzen gehorchen», sagt Patrick Kerler, Leiter Mergers & Acquisitions bei KPMG Schweiz.

Abschlag für Konglomerate

Doch Konglomerate haben nicht nur Nachteile. Die Versammlung verschiedener Geschäfte unter einem Dach führe zur «Diversifikation, die einen natürlichen Volatilitäts- und Risikoausgleich bewirkt», bemerkt Kerler. Zudem können die verschiedenen Geschäfte von Konglomeraten «Synergien sowohl auf der Produktions- wie auf der Absatzseite aufweisen», wie Hanspeter Gehr, Leiter Corporate Finance bei der Bank Vontobel, sagt.

Trotzdem werden Konglomerate oft mit einem Abschlag an der Börse gehandelt. Zum einen, weil Konglomerate oft schlechtere Leistungsdaten aufweisen als Pure Plays, also klar abgegrenzte Unternehmen, bei denen sich das Management auf ein einziges Geschäft konzentrieren kann. «Anleger wollen deshalb meistens ein Pure Play kaufen», hat Gehr beobachtet. Bei Konglomeraten seien zum anderen unter Umständen Geschäfte dabei,

die Anleger weniger interessieren würden. «Konglomerate führen zu einer Diversifikation, die Anleger auch selber in ihr Portfolio bringen können», sagt Gehr.

Die Nachteile von Konglomeraten können durch die Abspaltung von Unternehmensteilen, sogenannte Spin-offs, beseitigt werden. «Die Nachteile verschwinden, wenn die Muttergesellschaft nach einem Spin-off kein diversifiziertes Unternehmen mehr ist und einen klaren Fokus hat», hält Kerler fest.

Bei Abspaltungen können verschiedene Unabhängigkeitsstufen unterschieden werden: Unter einem «echten» Spin-off versteht man die Ausgliederung eines Unternehmensbereichs und die anschließende, unentgeltliche Übertragung

der Anteile auf die Mutter. Letztere hat die Möglichkeit, Anteile im Zuge einer Neuemission über die Börse zu veräussern. Ein solcher Carve-out geht mit einem gewissen Kontrollverlust der Mutter einher. Sie bleibt dennoch Hauptanteilseignerin und erhält die Erträge aus dem Börsengang. Einen Schritt weiter geht der Split-off. Hier wird die Tochter zu einem von der Mutter losgelösten Unternehmen. Die Anteilseigner der Mutter erhalten kostenlose Anteile des neuen Unternehmens oder Bezugsrecht darauf.

Empirisch gut belegt ist, dass Spin-offs oft dazu führen, dass das alte und neue Unternehmen zusammen an der Börse mehr wert sind als das alte vor der Abspaltung. Positive Effekte von Spin-offs sind in

der Regel auch, dass sich die Leistungen der beteiligten Gesellschaften verbessern, etwa dass sie schneller wachsen und höhere Margen erzielen. Die Mutter wie das abgespaltene Unternehmen können ihr Profil schärfen und sich besser am Markt positionieren. Je nach Ausgestaltung der Abspaltung fließen der Mutter zudem beträchtliche Mittel zu, die ins verbleibende Geschäft investiert oder an die Aktionäre ausgeschüttet werden können. Spin-offs schneiden an der Börse in der Regel deutlich besser ab als Unternehmen aus dem breiten Markt, wie ein langfristiger Vergleich von zwei Indizes, die die Performance von Spin-offs in den USA nachvollziehen, mit dem S&P 500 zeigen. (vgl. Chart).

Givaudan hängt Roche ab

Gelungene Beispiele von Spin-offs gibt es in der Schweiz. Givaudan ist nach der Abspaltung von Roche Weltmarktführer in Aromen und Riechstoffen geworden. Die Aktien haben seit dem Spin-off vor 16 Jahren acht Mal mehr zugelegt als die der früheren Mutter (vgl. Tabelle). Auch die Titel von Syngenta haben die der Ex-Mutter Novartis weit hinter sich gelassen. Das klare Geschäftsmodell und die starke Marktposition in Pflanzenschutzmitteln haben Syngenta zum attraktiven Übernahmeziel werden lassen; der nach noch Grösserem strebende chinesische Staatskonzern ChemChina hat inzwischen ein Kaufangebot vorgelegt. Auch das ist ein Effekt von Spin-offs: Die an Abspaltungen beteiligten Unternehmen werden signifikant oft zu Übernahmezielen.

Etwas anders gelagert ist der Fall von Rieter (Mutter) und Autoneum (Spin-off). Hier hat nur ein Unternehmen nach der Abspaltung an Wert gewonnen – nämlich Autoneum, die den Trend zum Leichtbau im Automobilgeschäft bedient. Rieter, die im wachstumsschwachen Markt für Baumwollwebmaschinen aktiv ist, hat dagegen an Wert verloren.

Spin-off	Branche	Börsennotiz	Börsenwert in Mio. Fr.	Aktienperf. seit Abspaltung in %	Börsenwert in Mio. Fr.	Aktienperf. seit Abspaltung in %
Givaudan	Aromen/Riechstoffe	08.06.2000	18550	+318	206 415	+40
Syngenta	Agrochemie	13.11.2000	39698	+472	202 682	+12
Dottikon ES	Feinchemie	31.03.2005	504	+96	12 092	+358
Coltène	Dentalzulieferer	23.06.2006	301	-23	372	+17
Julius Bär	Privatbank	01.10.2009	9436	+13	1497	-22
Autoneum	Autozulieferer	13.05.2011	1274	+132	912	-27
Zug Estates	Immobilien	02.07.2012	828	+26	1391	+42
Leonteq	Finanztechnologie	18.10.2012	969	+181	965	-45
Plazza	Immobilien	26.06.2015	490	+14	1358	+1

Spin-offs schneiden besser ab als Unternehmen aus dem breiten Markt



Weniger kann mit Blick auf die Geschäftsaktivitäten mehr sein – muss aber nicht

SCHWEIZ An der Frage «Fokussierung oder nicht?» scheiden sich die Geister. Schweizer Unternehmen halten alles in allem ein gesundes Mass. Möglichkeiten zur Verschlankeung bestehen aber nach wie vor.

CHRISTIAN BRAUN

Viele Investoren verlangen fokussierte Unternehmen. Gesellschaften mit mannigfachen Aktivitäten, die kaum etwas miteinander zu tun haben, handeln unter dem Wert ihrer Einzelteile, lautet ihr Kernargument. Erklären lässt sich dieser Konglomeratsabschlag (vgl. Grafik) etwa damit, dass den einzelnen Geschäften nur geteilte Aufmerksamkeit zukommt, was eine optimale Entwicklung behindert. ABB ist ein aktuelles Beispiel: Mehrere grosse Investoren fordern die Abspaltung der Stromnetzsparte.

Auch andere Gesellschaften kommen immer wieder ins Gespräch. Beispiele sind vor allem Mischunternehmen wie Bucher, Conzetta, Georg Fischer, Metall Zug, OC Oerlikon und Sulzer, aber auch Gesellschaften wie Aryzta, Clariant, Dätwyler und Mikron. «Unter dem Stichwort Fokussierung ist in der Schweiz schon viel

gemacht worden», sagt Panagiotis Spiliopoulos, Leiter Finanzanalyse der Bank Vontobel, «nicht zuletzt, weil der Währungsschock vom vergangenen Jahr viele Unternehmen gezwungen hat, sich unangenehme Fragen zu ihrer Strategie zu stellen.» Wegen einer Eigentümerstruktur, die für Aktivisten keinen Platz lasse, werde andererseits aber auch vieles nicht angepackt, fügt er an.

Pendel schwankt hin und her

Als Beispiele unangreifbarer Gesellschaften wären Bucher, Conzetta oder Metall Zug zu nennen, wobei sich Conzetta mit der Abspaltung von Plazza und dem Verkauf der Automation bereits merklich verschlankt hat. Jüngere Beispiele für Fokussierungsschritte sind demgegenüber Adval Tech, Komax und OC Oerlikon (vgl. Tabelle). OC Oerlikon denkt zudem über einen Verkauf des Segments Drive Systems

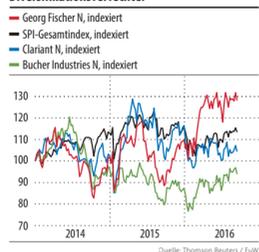
nach. Druck von aktivistischen Investoren muss die Gesellschaft aber ebenso wenig fürchten wie Sulzer: In beiden hat Victor Vekselberg das Sagen.

Hinter einer Fokussierung aus eigenem Antrieb können verschiedene Treiber stehen: die Einsicht, dass die Ressourcen für eine erfolgreiche Weiterentwicklung aller Geschäftsfelder nicht reichen, eine Neuausrichtung oder die Absicht, eine Sparte mit Blick auf den Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit akquisitorisch zu stärken (ohne neues Kapital aufnehmen zu müssen).

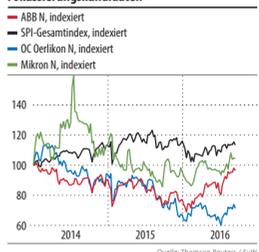
Anderer Unternehmen suchen bewusst eine gewisse Breite. Denn auch dafür gibt es Argumente, obwohl das zwischen Fokussierung und Diversifikation schwankende Pendel derzeit in Richtung Fokussierung ausschlägt. Sie sind bestrebt, zwischen den Zyklen der einzelnen Geschäfte einen Ausgleich zu schaffen und Ergebnis und Dividende zu stabilisieren. So will Inficon nicht nur dem Halbleitermarkt ausgeliefert sein, und Gurit baut neue Aktivitäten auf, um die Abhängigkeit vom Windenergiemarkt zu reduzieren.

Sulzer dagegen hat sich mit dem Verkauf der Beschichtungssparte Metco an OC Oerlikon stärker dem Öl- und Gasmarkt ausgesetzt – und leidet nun darunter. «Ich selbst halte eine gewisse Breite für sinnvoll, als es diese Monokulturen sind, die heute gefordert werden», bestätigt Clariant-CEO Hariolf Kottmann eine frühere Aussage. Dennoch hat sich Clari-

Diversifikationsverfechter



Fokussierungskandidaten



ant im Zuge der Neuausrichtung von diversen Geschäften getrennt. Auch für die Sparte Plastics & Coatings könnte es mittelfristig eine neue Lösung geben.

Georg Fischer wäre von der Aktionärsstruktur her angreifbar, sieht aber keinen Anlass, das Dreisäulenmodell (GF Piping Systems, GF Automotive und GF Machining Solutions) aufzugeben. «Wir profitieren heute davon, dass wir mit den drei Divisionen nach Marktsegmenten und geografisch breit aufgestellt sind und diverse Kundensegmente bedienen. Eine Schwäche in einer Region oder in einem Geschäftsfeld können wir andernorts kompensieren», ist auf Anfrage zu erfahren. «In der Frage nach dem besten Weg gibt es kein Gut oder Schlecht», befindet

Panagiotis Spiliopoulos von der Bank Vontobel. Es komme stets auf die Situation an, auf die Unternehmensgrösse, die Märkte, die Marktposition und darauf, ob die einschlagende Strategie funktioniert.

Wer sich allerdings klein fokussiert, kann wie Looser als Übernahmeobjekt enden (vgl. Artikel auf Seite 10).

Probleme bringen Bewegung

Bei Georg Fischer funktioniert die Strategie: «Wichtig ist, dass alle drei Divisionen Wert generieren, und das tun sie», betont Sprecher Beat Römer. Ohnehin werden Fokussierungsforderungen meist erst bei Problemen laut. Entsprechend sieht Gregor Greber, Mitgründer der aktiven Betei-

Kurznotiert

Sika baut in Brasilien aus: Der Bauzulieferer expandiert nicht nur in seinem angestammten Geschäft, sondern auch als Zulieferer der Automobilindustrie. Sika hat in Brasilien (São Paulo) ein Werk für Klebstoffe und Akustiklösungen, inklusive ein Technologiezentrum sowie ein Fertigungszentrum. Die Produktion hat den Abbau von 250 Stellen bis Ende des kommenden Jahres zur Folge. 130 sind es im aargauischen Holderbank und 80 in Frankreich. Die Massnahme hat keine Auswirkung auf die operativen Standorte von LafargeHolcim in den betroffenen Ländern. Der französisch-schweizerische Konzern beschäftigt 100 000 Mitarbeiter.

LafargeHolcim streicht Stellen: Der weltgrößte Baustoffkonzern vereinfacht die Konzernstrukturen. Zudem werden Supportfunktionen angepasst, damit die Ländergesellschaften rascher auf Marktentwicklungen reagieren können. Die Verschlankeung der Organisation hat den Abbau von 250 Stellen bis Ende des kommenden Jahres zur Folge. 130 sind es im aargauischen Holderbank und 80 in Frankreich. Die Massnahme hat keine Auswirkung auf die operativen Standorte von LafargeHolcim in den betroffenen Ländern. Der französisch-schweizerische Konzern beschäftigt 100 000 Mitarbeiter.

Logitech verstärkt Gaming-Geschäft: Der PC-Zubehörspezialist hat dem US-Spielerhersteller Mad Catz Interactive die Marke Saitek für 13 Mio. \$ in bar abgekauft. Gleichzeitig geht auch die Saitek-Produktionslinie für Simulationsspiel-Zubehör an die Westschweizer. Der Kauf tritt per Ende Geschäftsjahr in Kraft, hat aber keine Auswirkungen auf die Finanzziele für das Jahr. Die Akquisition ergänzt Logitechs wachsende Gaming-Sparte. Im letzten Quartal vergrösserte sich der Umsatz mit Gaming-Zubehör um 29%. Erst im April hatte Logitech den Kopfhörer-Spezialisten Jaybird für 50 Mio. \$ erworben.

Die Mobiliar profitiert von Goldhaushalt: Der genossenschaftlich organisierte Versicherer Mobiliar hat im ersten Semester auf 3,1% grösseren Einnahmen von 2,5 Mrd. Fr. einen 22% höheren Überschuss von 229 Mio. Fr. erzielt. In der Schadenversicherung wurde eine Kosten-Einnahmen-Quote von guten 89,7% erreicht. Das Finanzergebnis kletterte von 129 Mio. auf 173 Mio. Fr., wozu der Anstieg des Goldpreises wesentlich beigetragen hat. Die Mobiliar verfügt über 16 Tonnen Goldbarren (Marktwert von knapp 700 Mio. Fr.), die einen festen Teil der 17,5 Mrd. Fr. umfassenden Vermögensanlagen bilden.

Wer zusammen anpackt, kann auf jedem NATEL® business-Abo sparen.

Das rechnet sich für Ihr KMU: mit dem KMU Paket-Vorteil jetzt neu ab dem günstigsten NATEL® business light-Abo.

Mehr erfahren: Unter 0800 055 055 oder unter swisscom.ch/paketvorteil

swisscom

Fokussierungsschritte	
sind gemacht:	drängen sich nicht auf:
Adval Tech (Verkauf Segment Formenbau)	Inficon (fünf Zielmärkte)
Komax (Verkauf Komax Medtech)	Georg Fischer (drei Divisionen)
OC Oerlikon (Verkauf Segment Vacuum)	Gurit (drei Geschäftsfelder)
sind denkbar / gefordert:	sind unwahrscheinlich:
ABB (Trennung Division Stromnetze)	Bucher (fünf Geschäftsbereiche)
Aryzta (Verkauf von Picard; Beteiligung mit Vollübernahmeoption)	Conzetta (fünf Geschäftsbereiche)
Clariant (Trennung Geschäftsfeld Plastics & Coatings)	Metall Zug (drei Geschäftsbereiche)
Mikron (Verkauf Mikron Automation)	
OC Oerlikon (Verkauf Segment Drive Systems)	