

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 5 vom 17. Februar 2025

Erscheinungsweise: 14-tägig

25. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

Sind Spin-Offs eine lukrative Anlageklasse?

Dieser Frage möchten wir heute nachgehen und einen Fonds vorstellen, der sich dieser Anlageklasse widmet. Jeder, der einmal Aktien in seinem Depot hatte, hat sich mit Sicherheit gewundert, als in seinem Depot auf einmal unbekannte Aktien auftauchten. Oftmals war der Grund recht simpel: Ein Unternehmen hatte einen Teil seines Geschäfts abgespalten und diese Sparte als separate Firma an die Börse gebracht. Dadurch hat der Anleger entsprechend zwei unterschiedliche Aktien in seinem Depot.

Wie kommt es zu Spin-Offs?

Dafür kann es diverse Gründe geben, beispielsweise will man sich stärker auf das Kerngeschäft konzentrieren. Da unterschiedliche Geschäftszweige unterschiedlichen Kapitalbedarf haben, kann es sinnvoll sein, die Unternehmen zu separieren und jedem Teil eine optimale Kapitalstruktur einzuräumen. Generell werden oftmals Aktien von Unternehmen mit vielen unterschiedlichen Sparten und Geschäftsbereichen mit einem „Konglomeratsabschlag“ bewertet. Ein reines, klar zuordenbares Unternehmen ist aus Sicht vieler Investoren transparenter und attraktiver als ein großer unübersichtlicher Konzern. Aber auch weniger positive Gründe können vorliegen: Man will margenschwache oder gar problembehaftete Unternehmensbereiche quasi loswerden. Gerade mit dem Trend zum nachhaltigen Investieren kam es in den letzten Jahren des Öfteren dazu, dass Unternehmensteile ausgegliedert wurden, welche aus Sicht der Muttergesellschaft mit negativen Nachhaltigkeitseigenschaften belastet sind.

Häufigkeit / Marktvolumen

Gemäß Bloomberg gab es zwischen 2000 und 2021 weltweit 820 Spin-Offs. In der Regel folgen Spin-Offs mit einer Zeitverzögerung dem Zyklus von Fusionen und Übernahmen (M&A) sowie Börsengängen (IPO). Gerade nach Fusionen und Übernahmewellen kommt es oft zu Restrukturierungen der neu entstandenen Konglomerate, sodass Spin-Offs eine geeignete Lösung darstellen, um das Unternehmen neu aufzustellen und zu bereinigen.

Im Vergleich zu den stark von der Marktstimmung abhängigen IPOs werden Spin-Offs in allen Marktphasen durchgeführt, sodass in den letzten 20 Jahren für diesen Bereich stets ein Anlageuniversum von

150–250 Titel an Spin-Offs und Muttergesellschaften zur Verfügung stand. Hauptmarkt für Spin-Offs sind die USA, auf diese Region entfallen rund 60 % aller Aktivitäten. Doch auch in Europa und Asien finden zunehmend Spin-Offs statt. Überraschenderweise ziehen sich die Spin-Offs durch alle Sektoren und bieten Anlegern in diesem Segment eine gute Diversifikation.

Lohnt sich das für Investoren?

Spannend, und was viele Anleger nicht wissen: Es gibt unzählige wissenschaftliche Studien zu diesem Thema, die unisono bestätigen, dass sich die Investitionen in Spin-Offs lohnen. Über die letzten 5 Jahrzehnte haben Spin-Off-Aktien über einen Zeitraum von 12–36 Monaten nach der Ausgliederung gegenüber dem breiten Aktienmarkt positive, teils signifikante Überrenditen erzielt und dies unabhängig der vorherrschenden Marktphase. Insbesondere eine aktuelle Studie von S&P Global, welche 2017 die Spin-Offs über den Zeitraum 1989–2015 untersuchte, zeigte deutliche Mehrwerte von im Schnitt 8,4 % auf 1 Jahr bzw. 22,1 % auf 3 Jahre im Vergleich zum Sektor. Was sich aber aus den Studien ablesen lässt: In den 3 Monaten direkt nach den Abspaltungen ist die Entwicklung der Spin-Offs deutlich schlechter als der Markt. Dies liegt daran, dass die Investoren die neuen Aktien nicht behalten wollen und es direkt zu Verkäufen kommt. Weitere Gründe: Indexorientierte Investoren trennen sich, da die abgespalteten Titel in der Regel deutlich kleiner sind und nicht in den Indizes enthalten sind. Auch die mangelnde Analystenabdeckung des neuen Titels ist oftmals ein Grund für den Verkauf. Doch Vorsicht: Nicht alle Spin-Offs sind Erfolgsgeschichten – nur die Hälfte aller Spin-Offs erzielen einen Mehrwert. In Summe stellen Spin-Offs aber eine attraktive Marktnische dar, die man als Beimischung sehr gut nutzen kann. Es bedarf hierzu allerdings Erfahrung und aktives Management.

Der Fonds

Die Strategie des **Keynote – Spin-Off Fund** hat im letzten Jahr die Jury zur Wahl des Future Fundstars 2024 überzeugt und konnte sich gegen die Mitbewerber durchsetzen. Der Fonds wurde im Sommer 2023 als I-Tranche lanciert und am 15.05.2024 durch eine R-Tranche ergänzt.

Die Macher

Hinter Keynote bzw. der Keynote S.A., einer unabhängigen Investmentgesellschaft mit Sitz in Luxemburg, verbirgt sich der Macher und Ideengeber Peter Heim, der gleichzeitig auch der Verwaltungsratspräsident der Company ist. Zuvor war er u.a. im Research bei DJE in München aktiv und von 2005–2017 Co-Leiter des Aktienresearchs und Fondsmanager bei der WMPartners Vermögensverwaltungs AG in Zürich. Die von ihm verantworteten Fonds (Lead und Co) erhielten bei Morningstar 5 Sterne und

Keynote – Spin-Off Fund R - EUR	
WKN	A2PA97
Auflagedatum	R - Tranche 15.05.2024 I - Tranche 20.07.2023
Fondsvolumen	37,78 Mio. Euro
Verantwortlich	Keynote
Peergroup	EAA Fund EUR Equity Global Flexcap
Kontakt	www.spinoff.fund

gehörten zu den 10 % Besten der jeweiligen Vergleichsgruppe. Bereits seit 2011 setzte er im Rahmen von betreuten Fonds erfolgreich das Thema Spin-Offs ein und hat in dieser Zeit in mehr als 100 Spin-Off-Situationen investiert, die eine deutliche Mehrrendite gegenüber den Gesamtmärkten erzielten. Nun wird diese Strategie seit 2023 im weltweit ersten reinen Spin-Off-Fonds umgesetzt.

Die Ziele

Abseits der ausgetretenen Pfade zu investieren ist ein Credo von Peter Heim, was sich auch in den Zielen widerspiegelt. Er sagt uns: „Ziel 1: Erwirtschaftung hoher, absoluter, asymmetrischer Renditen in einer benchmark-orientierten Welt. Ziel 2: Erhaltung des Kapitals der Aktionäre auf mittlere Sicht (in der Regel 3 Jahre), und Ziel 3: Erzielung hoher risikobereinigter Renditen über einen Aktienmarktzyklus (in der Regel 5 Jahre).“ Es wird eine All-Cap-Strategie verfolgt mit Schwerpunkt auf Mid-Caps. Investiert wird global, wobei der Schwerpunkt auf den entwickelten Märkten liegt. Der Einsatz von Derivaten ist prospektgemäß möglich, aber nicht geplant. Auch die Cashposition wird nicht aktiv genutzt, man will ein vollinvestiertes Portfolio managen, sodass max. 10 % in Cash zur Bewirtschaftung gehalten werden sollen. Aufgrund der Einzigartigkeit des Fonds arbeitet man ohne Bezug zu einer Benchmark. Es wird ein konzentriertes Portfolio mit 20–25 Titeln angestrebt, welches sowohl sektoral als auch regional breit diversifiziert ist.

Nachhaltigkeit

Der Fonds ist als SFDR-6-Fonds ohne Nachhaltigkeitskriterien eingestuft. Da sich Spin-Offs mit problematischen Assets im ESG - Sinne historisch deutlich schlechter entwickelt haben, hat man im Investitionsprozess den Fokus auf Unternehmen mit geringen Reputationsrisiken gelegt.

Investmentprozess

„Investigatives Research ist der Treiber unseres Anlageprozesses“, sagt uns Peter Heim. Die Auswahl der Titel ist eine reine Bottom-up-Selektion. Es gibt keine Top-down-Allokation oder strategische Positionierung. Man hat hierzu über die Jahre eine Unternehmensresearch-Checkliste entwickelt, die über 50 Punkte umfasst. So soll gewährleistet werden, dass Spin-Offs mit hohen Risiken herausgefiltert werden. Jedes Unternehmen wird sprichwörtlich auf „Herz und Nieren“ geprüft. Man konzentriert sich auf Qualität statt Quantität und setzt auf Unternehmen in der Pre-Spin-Phase mit 12 Monaten Vorlaufzeit bis zur Post-Spin-Phase fünf Jahre nach dem erfolgten Spin-Off. Hierbei analysiert man laufend die angekündigten Spin-Offs, die Motive der Muttergesellschaft, die finanziellen Konditionen und die sich daraus ergebenden Risiken und Chancen. Dazu werden Erfolgsfaktoren wie zum Beispiel (1) die Struktur des Spin-Offs (Wo wird Wert geschaffen? Bei der Mutter oder bei der Tochter? Ist der Spin-Off aus einer

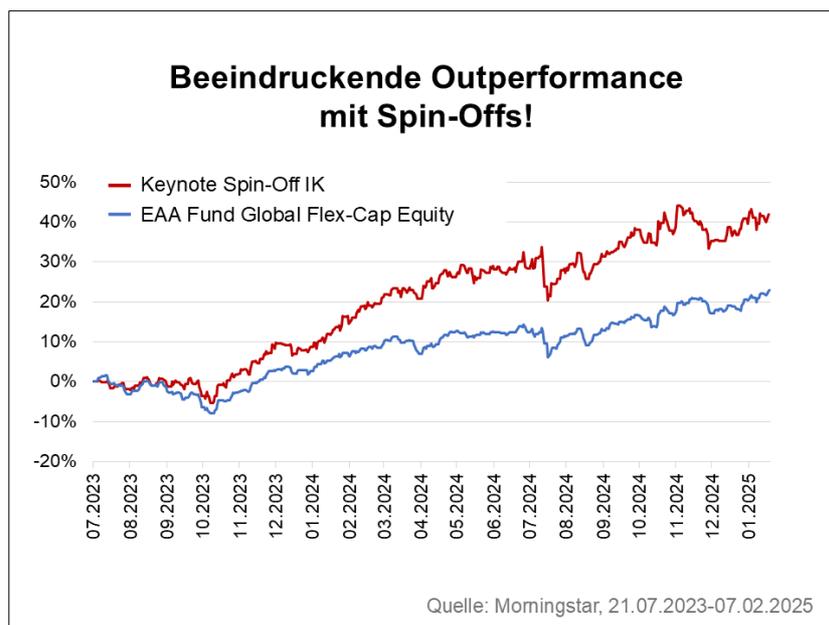
anderen Branche?), (2) die Kapitalstruktur (Verschuldung? Hoher Free Cashflow), (3) die Vernachlässigung des Marktes (Geringe Abdeckung durch Analysten? Institutionelle Anleger wollen den Spin-Off nicht), (4) Qualität (Tendenz zur Verbesserung von Wachstum, Margen und Renditen nach Spin-Off), (5) Incentives (Insider wollen den Spin-Off), (6) Bewertung (Tiefe Bewertung absolut und ggü. der Vergleichsgruppe, Gesamtmarkt). Nur erstklassige Unternehmen schaffen es so ins Portfolio. Diese verfügen über nicht replizierbare Vermögenswerte (Marken, Patente etc.), haben nachhaltig hohe Kapitalrenditen und verfügen über ein ausgezeichnetes Management. Die Bewertung muss attraktiv und die ESG-Reputationsrisiken müssen gering sein. Es wird eine ausgewogene Gewichtung angestrebt, die Bandbreite liegt zwischen 3–8 % je Position, wobei ein regelmäßiges Rebalancing stattfindet. Die Positionen werden dabei sukzessive aufgebaut. Kommt es zu Änderungen der fundamentalen Einschätzung des Investment Case, ist die Bewertung zu hoch, gibt es attraktivere Anlagemöglichkeiten, wird der Titel verkauft.

Die Ausschlusskriterien

Das Risikomanagement ist integraler Bestandteil des Anlageprozesses. Es gibt klare Spin-Off-spezifische Ausschlusskriterien wie eine zu hohe Verschuldung und problematische Vermögenswerte. Gleichzeitig werden Unternehmen ausgeschlossen, welche Merkmale aufweisen, die eine längerfristige Outperformance verhindern. Dazu gehören strukturelle Risiken, die ein Geschäftsmodell unter Druck bringen, Gesellschaften, die niedrigen Renditen auf das eingesetzte Kapital erzielen, Unternehmen mit schlechter Kapitalallokation oder Aktien mit zu hoher Bewertung. Peter Heim lässt uns wissen: „Wir haben strikte Kriterien und fokussieren uns auf die besten Ideen. Dies ist für uns ein risikominimierendes Element. Wir möchten lieber viel über wenige Titel wissen, statt wenig über viele Titel. Wir vermeiden zu hohe Sektorengewichte (>40 %) und fokussieren uns auf unternehmensspezifische Events.“

Chancen und Risiken

„Wir sehen den Keynote Spin-Off Fund als die ideale Satellitenanlage in einem Aktienportfolio. Die bisherigen Rendite- und



Risikokennzahlen und die Portfolioeigenschaften (geringe Korrelation mit den Weltaktienmärkten) stimmen zuversichtlich, dass die hohen risikoadjustierten Renditen der Keynote Spin-Off-Selektion bei vergleichsweise unabhängiger Entwicklung zu den Gesamtmärkten auch im Fonds über das erste Jahr hinaus langfristig replizierbar sein werden“, teilt er uns mit und ergänzt: „Wir wollen mit dem Keynote Spin-Off die erfolgreiche Spin-Off-Selektion in einem UCITS-Fonds fortführen

und hohe risikoadjustierte Renditen erzielen, um die langfristigen Ziele zum Nutzen unserer Anleger zu erreichen. Gelingt dies, sollte sich der Keynote Spin-Off Fund als die ideale Satellitenanlage im Markt etablieren.“

Die Ergebnisse

Der Fonds ist noch sehr jung, kann aber ergebnisseitig überzeugen. Im Chart haben wir wegen der längeren Historie die I-Tranche seit Auflage im Juli 2023 verwendet. Die Outperformance zur rechnerischen Vergleichsgruppe ist deutlich. Insbesondere wenn man berücksichtigt, dass kein Engagement in den marktbestimmenden Magnificent 7 erfolgt ist, der IT-Anteil lediglich bei 13,5 % und der USA-Anteil bei nur knapp über 50 % liegt, ist das Ergebnis sehenswert. Die I-Tranche hat im Rumpfsjahr von Ende Juli bis Ende Dezember 2023 ein Plus von 9,22 % erzielt, im Jahr 2024 dann 23,79 %. YTD (per Ende Januar) liegt man bei einem Plus von 4,65 % und auf ein Jahr bei einem Plus von 24,52 %.

Das Portfolio

Das per Ende Januar rund 38 Mio. USD große Portfolio ist zu 94,30 % in Aktien investiert, der Rest ruht in der Kasse. Das Vermögen verteilt sich auf aktuell 21 Titel, wobei die Top 10 55,90 % des Fondsvolumens ausmachen. 67 % sind direkt in Spin-Offs

investiert, 17,70 % in Muttergesellschaften (Parent) und 15,30 % in Unternehmen in der Pre-Spin-Phase. Größte Sektoren sind Industrials mit 31,70 %, Energy mit 15,70 % und IT mit 13,50 %. 50,40 % entfallen auf Titel aus den USA, 10,10 % auf Titel aus Canada und 9,20 % auf Werte aus der Schweiz. Die Top-5-Titel lauten GE Aerospace (Spin-Off), Constellation Software (Parent), Belling Brands (Spin-Off), SharkNinja (Spin-Off) und Knife River (Spin-Off).

Fazit

Spin-Offs sind ein spannendes und lukratives Betätigungsfeld und der Keynote Spin-Off Fund ist ein geeignetes Medium, um daran zu partizipieren – gut gemacht, klar strukturiert und mit viel Erfahrung verwaltet. Eine vorbildliche Homepage mit sehr vielen Informationen zum Thema und aussagekräftige Factsheets runden das Gesamtpaket positiv ab. Wir sind auf die weitere Entwicklung gespannt.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

**„Vernunft muss sich jeder selbst erwerben,
nur die Dummheit pflanzt sich gratis fort.“**

Erich Kästner

Michael Bohn

Markus Kaiser

Werner Lang

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fonds-basierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/ 76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.