

Was für eine Dekotierung spricht

Umfeld für Publikumsgesellschaften im Wandel. Von Philipp Lütolf und Andreas Neumann

Die Rahmenbedingungen für kotierte Firmen sind einem stetigen Wandel unterworfen. Eine empirische Analyse bei SIX Swiss Exchange-kotierten Gesellschaften zeigt interessante Erkenntnisse auf.*

Am Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ) der Hochschule Luzern wurde im Frühling 2013 eine Umfrage unter Finanzchefs (CFO) von Small und Mid Caps durchgeführt, die an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Mit Ausnahme der Finanzdienstleistungsbranche wurden sämtliche Branchen befragt. Ziel der Erhebung war es herauszufinden, wie kotierte Gesellschaften die Gründe für ein Staying Public bzw. für ein allfälliges Going Private derzeit einschätzen. Der Rücklauf der Umfrage lag bei knapp einem Drittel. Die befragten CFO wurden gebeten, die möglichen Motive für den einen oder anderen Weg entsprechend zu beurteilen. Bereits im Jahr 2003 hat das IFZ eine identische Umfrage durchgeführt. Dies erlaubt Rückschlüsse auf Veränderungen über die vergangene Dekade.

Motive für ein Going Private

Damit eine Aktie für institutionelle Anleger als liquide qualifiziert wird, sollte der Marktwert der Titel im Free Float laut einer Faustregel mindestens 100 Mio. bis 150 Mio. Fr. betragen. Der Anteil jener Gesellschaften, welche diese Schwelle nicht erreichen, ist über die vergangenen zehn Jahre deutlich gesunken. Dafür gibt es zwei Hauptgründe: Zum einen haben sich einige kleine Gesellschaften von der Börse zurückgezogen, zum anderen ist zu berücksichtigen, dass der SPI-Extra selbst ohne Dividendenreinvestition über die letzte Dekade um 60% gestiegen ist. Dies hat dafür gesorgt, dass das Argument «tiefes Handelsvolumen» gegenüber 2003 als Grund für ein Going Private an Bedeutung verloren hat. Für 45% der Gesellschaften sind die geringe Handelstätigkeit und die damit verbundene mangelnde Attraktivität für institutionelle Anleger dennoch ein möglicher Grund für einen allfälligen Börsenrückzug.

Mit Abstand wichtigster Grund für ein Going Private bleibt wie vor zehn Jahren auch 2013 die zunehmende Regulierungsdichte. Der Anteil der Antworten mit «sehr zutreffend» oder «ziemlich zutreffend» stieg von 65% auf hohe 70%. Um die höheren Anforderungen von Gesetzgeber, Börsen und Investoren erfüllen zu können, müssen

die Emittenten immer mehr Ressourcen einsetzen. Während der vergangenen Dekade wurden die relevanten Regularien nicht nur strikter und aufwendiger in der Umsetzung.

Die Änderungen waren im Vergleich zu 2003 auch einer deutlich höheren Kadenz von Revisionen unterworfen. Für knapp die Hälfte der Befragten ist die Ressourcenbindung von CEO, CFO und Investor-Relations-Verantwortlichen ein sehr oder ziemlich wichtiger Grund für ein allfälliges Going Private. Die Kosten einer Kotierung haben sich nach Einschätzung von drei Vierteln der Befragten über die vergangene Dekade erhöht. Im Falle eines Going Private rechnet ein Drittel mit Kosteneinsparungen zwischen 0,5 Mio. und 1 Mio. Fr. Weitere rund 50% schätzen die Ersparnis auf bis zu 0,5 Mio. Fr. Eine Einsparung in dieser Höhe würde bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von beispielsweise 10 eine nachhaltige Höherbewertung des Unternehmens um 5 Mio. Fr. bedeuten, was bei Small Caps ein signifikanter Betrag sein kann.

Publikumsgesellschaften, die ihre Jahresrechnung offenlegen müssen, zeigen dies auch ihren Anspruchsgruppen. Nachteilig ist für 50% der befragten Small und Mid Caps vor allem die Exponiertheit gegenüber der Konkurrenz sowie gegenüber Lieferanten und Kunden (30%). Beide Argumente haben im Vergleich zur 2003er Studie deutlich an Bedeutung zugenommen und sind wohl mitverantwortlich für den Trend, der vor fünf Jahren von IFRS hin zum Regelwerk Swiss GAAP FER eingesetzt hat, welches weniger weitgehende Offenlegungsvorschriften kennt. Rund 35 kotierte Unternehmen haben inzwischen den Rechnungslegungsstandard gewechselt. Ein Wechsel ermöglicht einen Verzicht auf eine Spartenrechnung. Unter den FER-Bestimmungen ist jedoch ab 2015 ebenfalls eine Segmentberichterstattung zu erstellen. Interessant ist aber, dass in begründeten Situationen wie beispielsweise im Falle von Wettbewerbsnachteilen gegenüber Nichtkonkurrenten, Kunden und Lieferanten ein Verzicht auf die Segmentberichterstattung möglich sein wird.

Vorteile der Kotierung

Zahlreiche Motive sprechen dessen ungeachtet für eine Beibehaltung der Börsenkotierung. Die wichtigsten Gründe für ein Staying Public sind die Erhaltung des Bekanntheitsgrades (Anteil «sehr zutreffend» oder «ziemlich zutreffend»: 77%), die Möglichkeit der Eigenmittel-

beschaffung (64%) sowie der Ausstieg von Altaktionären (58%). Deutlich an Bedeutung verloren haben die Motive «handelbare Aktie als Akquisitionswährung» und «Erhaltung der Kreditwürdigkeit dank Kotierung». Ersteres dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Dynamik des M&A-Geschäftes seit 2008 abgenommen hat. Stattdessen erhöhten Industrieunternehmen ihren Liquiditätsbestand zum Teil signifikant. Seit Ausbruch der Finanzkrise haben viele Unternehmen Rationalisierungsprogramme initiiert, so dass sich die Vermögens- und Finanzlage teilweise deutlich verbessert hat, was ein Grund sein mag, dass die «Erhaltung der Kreditwürdigkeit» im Vergleich zu 2003 an Bedeutung verloren hat.

Mit einem Going Private würden die Kosten des Being Public eliminiert. Mit einem Wechsel von der SIX Swiss Exchange an die weniger streng regulierte BX Berne Exchange oder an den ausserbörslichen Handel (OTC-Markt) liessen sich die Kosten des Being Public zumindest reduzieren. Die befragten Gesellschaften schätzen den Nutzen eines Wechsels dennoch mehrheitlich gering ein. Für mehr als zwei Drittel ist eine Umstellung unwahrscheinlich. «Nicht ausschliessen» können einen Wechsel 11% (BX) bzw. 5% (OTC). In letzter Zeit ist es an der SIX im Durchschnitt jährlich etwa zu einem Going Private und einem Wechsel an den OTC-Markt gekommen.

* Vgl. Lütolf Philipp / Neumann Andreas: Wandel der Rahmenbedingungen für börsenkotierte Unternehmen während einer Dekade. Verlag IFZ, 2013.

Prof. Dr. **Philipp Lütolf**, Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern, und Dr. **Andreas Neumann**, Leiter Equity Capital Markets bei der Zürcher Kantonalbank.