

Wenn Börsenpräsenz zu teuer wird

SCHWEIZ Unternehmen mit niedrigem Marktwert und schwachen Ergebnissen haben es schwer, sich an der Börse zu halten.

PHILIPP LÜTOLF

Um die Aufmerksamkeit von Anlegern zu erlangen, braucht es nicht nur eine attraktive «Investment Story», sondern auch ausreichend Marktliquidität. Einer Faustregel zufolge ist diese für institutionelle Investoren genügend, falls der Marktwert der Aktien im Free Float mindestens 150 Mio. Fr. beträgt. Für Gesellschaften, die diesen Wert deutlich verfehlen, dürfte die Eigenmittelbeschaffung über den Kapitalmarkt trotz Kotierung unter Umständen erschwert sein. Privatanleger halten im Schnitt zwar 35 bis 40% an Schweizer Small und Mid Caps. Bei Kapitalerhöhungen ist der Anteil der Institutionellen in der Regel jedoch höher.

Falls die Kapitalbeschaffung unmöglich oder nur unter erschwerten Umständen durchführbar ist, sollte sich der Emittent fragen, wozu er die Kosten des Being Public auf sich nimmt. Sie können sich für Small und Mid Caps schnell auf 0,5 bis 1 Mio. Fr. belaufen. Auf der Erfolgsrechnung von Unternehmen mit einem niedrigen absoluten Jahresgewinn lasten die Kosten besonders schwer. Vor zehn Jahren hat das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern eine Studie zu potenziellen Kandidaten für ein Going Private bzw. für den Rückzug von der SIX Swiss Exchange publiziert. Grundge-

samtheit waren Small und Mid Caps unter Ausklammerung der Finanz- und der Immobilienbranche.

Wende nicht ausgeschlossen

Die Identifikation von Going-Private-Kandidaten ist schwierig, da viele Faktoren von aussen nicht eingeschätzt werden können. Als Kandidat galten in der IFZ-Studie Unternehmen mit einem Jahresgewinn (Durchschnitt der letzten drei Jahre) unter 50 Mio. Fr. und einem Marktwert des Streubesitzes (Free Float) von weniger als 150 Mio. Fr. Das dritte Kriterium war ein Hauptaktionär mit mehr als 50% der Stimmrechte. In diesem Fall dürfte die Wahrscheinlichkeit steigen,

dass den übrigen Aktionären ein öffentliches Kaufangebot unterbreitet wird.

In der Tabelle 2 sind die 37 Going-Private-Kandidaten aus dem Jahr 2003 aufgeführt. Davon sind 17 heute nicht mehr an der SIX Swiss Exchange kotiert. Dies entspricht einer Trefferquote von 46%. Am meisten profitieren von einem Börsenrückzug die Gesellschaften in der oberen linken Ecke mit einem Gewinn unter 5 Mio. Fr. und einem Free Float unter 25 Mio. Fr. (Trefferquote von 77%).

20 der 37 möglichen Rückzugskandidaten haben sich für das Staying Public entschieden. Rund ein Drittel davon hat die Rechnungslegung von IFRS auf Swiss GAAP FER umgestellt. Einige haben den Entscheid zum Staying Public mit Kapital-

markttransaktionen bekräftigt und so den Börsenwert sowie die Attraktivität für Institutionelle deutlich gesteigert. AFG Arbonia-Forster und Walter Meier haben ferner die Einheitsaktie eingeführt, Bossard hat das Kapital erhöht. Schindler hat einen Exchangeable Bond auf Aktien von Also emittiert. Kommt es zur Wandlung der Obligationen, wird der Free Float von Also deutlich steigen. Bell, Dätwyler und Vetropack sind heute dank gestiegener Kurse auch nicht mehr auf der Kandidatenliste.

Die letzte Dekade hat gezeigt, dass sich der Börsenrückzug vor allem für Gesellschaften mit einem Gewinn unter 5 Mio. Fr. und einem Marktwert des Free Float von weniger als 25 Mio. Fr. als die richtige Entscheidung herausgestellt hat. Für Gesellschaften mit etwas höherem Gewinn bzw. mit einem etwas liquideren Aktienhandel kann der Rückzug ebenfalls sinnvoll sein. Je nach Präferenzen von VR und Hauptaktionär ist in diesen Fällen eine Erhöhung des Free Float jedoch unter Umständen sinnvoller.

Elf Abschiedskandidaten

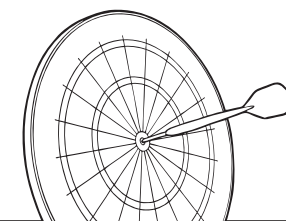
Nun hat das IFZ erneut eine Studie zum Thema publiziert. Tabelle 1 zeigt in der linken oberen Ecke die derzeit am meisten für ein Going Private prädestinierten Unternehmen. Von diesen elf Gesellschaften wird nur Datacolor von einer Bank mit Research abgedeckt. Den Aktionären von Groupe Baumgartner und Intersport hat der Hauptanteilseigner bereits einmal ein freiwilliges Kaufangebot unterbreitet.

Es ist gut möglich, dass sich über die nächste Dekade wiederum die Mehrheit der eruierten Kandidaten gegen den Verbleib an der SIX entscheidet. Zusätzlich zu den links oben dargestellten Unternehmen dürfte ein erweiterter Kreis von rund zehn Gesellschaften bestehen, die Kosten und Nutzen der Börsennotiz regelmässig prüfen sollten. Schliesslich sollten die Kosten der Kotierung nur getragen werden, falls sie einen ausreichenden Nutzen, z. B. in Form der Eigenkapitalbeschaffung, stiftet. Eine Optimierung des Staying Public durch eine Erhöhung des Free Float könnte in diesen Fällen allerdings eine attraktive Alternative zum Going Private sein. Zudem würde eine nachhaltige Gewinnsteigerung helfen, die Kosten des Being Public besser zu tragen.

Adval Tech, Cham Paper Group, Cicor, Crealogix, Edisun Power, Leclanché und rund zwanzig weitere Gesellschaften verfügen ebenfalls über einen geringen absoluten Gewinn sowie einen tiefen Marktwert des Free Float. Es existiert in diesen Fällen allerdings aktuell kein dominanter Hauptaktionär, der die Minderheiten auskaufen könnte. Ein Going Private ist darum weniger wahrscheinlich. Als Alternative käme der Wechsel an den ausserbörslichen Markt in Frage. Diesen Weg sind jüngst etwa Precious Woods oder Victoria-Jungfrau Collection gegangen.

Prof. Dr. Philipp Lütolf ist Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern.

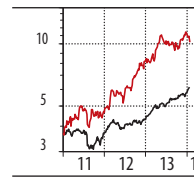
Hot Corner



Energiespender

Glanbia

— Kurs: 10.02 €
— ISE-Overall-Index angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Energie durch Protein: Was die Produkte der aus Irland stammenden

Glanbia (Irish Stock Exchange: GLB, 10.02 €; Börsenwert 3,26 Mrd. €) zu bewirken versprechen, findet ein

Abbild im Aktienkurs. In den vergangenen drei Jahren hat sich Glanbias Marktwert auf inzwischen mehr als 3 Mrd. € verdreifacht. Konstante Wachstumsraten und Innovationskraft bilden den Hintergrund. Das Unternehmen ist in vier Geschäftsfeldern tätig, wovon Global Performance Nutrition und Global Ingredients die eigentlichen Wachstumsbereiche darstellen.

Sportlernahrung zählt im Nahrungsmittelsektor zu den rasch wachsenden Segmenten. Der Wettbewerb ist zwar hart, doch hat Glanbia eine gute Position mit eingeführten Marken wie der von Kraftsportlern geschätzten BSN (Bio-Engineered Supplements and Nutrition). Auf der Basis von Molkeproteinen hat Glanbia eine ganze Palette von leistungssteigernden Produkten entwickelt. Dank zweistelligem Wachstum in Umsatz und Ertrag wird die kleinste Sparte bald das Stammgeschäft, Milchprodukte Irland, überholen. Dazu wird zudem der Ausbau der Produktionskapazitäten in den USA und Grossbritannien beitragen. Inzwischen ist Glanbia in siebzehn Ländern weltweit mit eigenen Vertriebsorganisationen präsent.

Auch die Sparte Ingredients baut auf Molkeproteinen auf. Sie profitiert vom aktuellen Ernährungstrend, der Molke viel Beachtung schenkt. In der Schweiz folgt etwa der Milchverarbeiter Hochdorf mit der Intensivierung des Molkegeschäfts dieser Entwicklung.

Analysten von Berenberg trauen Glanbia bis 2015 eine Steigerung auf 2,7 Mrd. € Umsatz zu (+7% pro Jahr). Betriebsergebnis und Gewinn sollen überproportional zunehmen. Höhere Einstandspreise für Molke sollten über Preissteigerungen aufgefangen werden können. Das Unternehmen prognostiziert für 2013 ein Gewinnwachstum von 8 bis 10% pro Aktie auf vergleichbarer Basis. Die aktuell hohen Ausstattungsinvestitionen sollen sich auszahlen, parallel dazu nimmt der Investitionsbedarf ab. Dies wird auch den freien Cashflow deutlich stärken. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18 für 2014 haben die Titel an Gewicht gewonnen, ausge-reizt sind sie noch nicht.

Glanbia weist eine nur geringe Nettoverschuldung aus (zweimal Ebitda), wobei die Fremdfinanzierung langfristig angelegt ist und bis auf einen kleinen Teil frühestens ab 2018 refinanziert werden muss. Das schafft Spielraum für Akquisitionen. Berenberg erwartet am ehesten den Kauf einer US-Marke im Segment Performance Nutrition. Doch auch der gegenteilige Fall ist nicht auszuschliessen. Glanbias Erfolg mit Sportlernahrung könnte Kaufinteressenten aus dem Pharmasektor oder dem Konsumgütersektor locken. **GA**

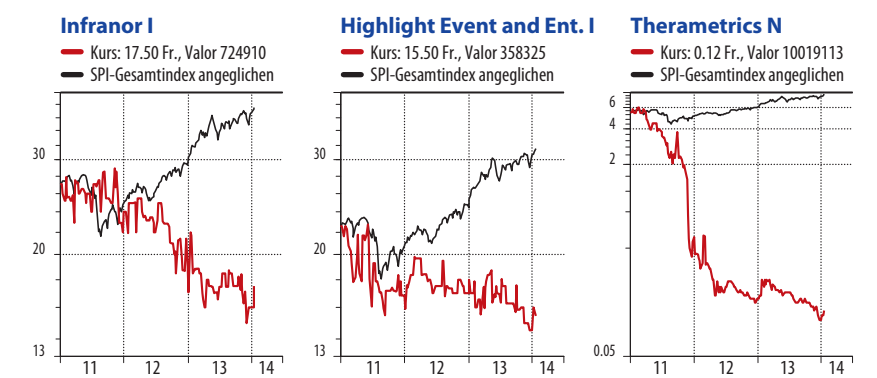
Schattendasein

Angesichts der Euphorie am Aktienmarkt ist jetzt nicht die Zeit, sich von der Börse zu verabschieden. Für so manches Kellerkind kann ein Going Private gleichwohl ein Thema sein, wenn die Kosten den Nutzen allzu schmerzhaft übersteigen (vgl. Haupttext). Von solchen Titeln sollten Anleger wegen mangelnder Liquidität und der Vielzahl von Unbekannten die Finger lassen.

Highlight Event and Entertainment (vormals Escor) sind derzeit solche Papiere. Das Unternehmen ist zu 69% in Besitz von Highlight Communications, die zu 53,4% von Constantin Medien kontrolliert wird (beide im deutschen SDax enthalten). Ähnlich illiquide und unnötig kompliziert sind **Infranor** (zwei Aktienkategorien) und ihre Mutter **Perrot Duval** (drei Kategorien). Mehrheitsaktionär Nicolas Eichenberger hat der FuW vor kurzem erklärt, er sehe keine Notwendigkeit für ein Going Private.

CEO und Grossaktionär Raffale Petrone von der auf die Pharmaauftragsforschung spezialisierten **TheraMetrics** hat vor kurzem gegenüber FuW gar eine Erhöhung des Streubesitzes in Aussicht gestellt. Die Industrie-gruppe **Accu Holding** ist im Neuaufbau begriffen und dürfte ebenfalls kaum auf die Vorteile der Kotierung verzichten wollen. Möglicherweise gelingt auf lange Sicht der Aufstieg in anlagewürdige Sphären. **Intersport** bekräftigt seit Jahren, die Börsenpräsenz beibehalten zu wollen. Auch Verlust- und Turnaround-situationen änderten an der Haltung von Mehrheitsaktionär Nicholas Berry nichts. **BA**

Schwache Performance



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Going-Private-Kandidaten

2014

Hauptaktionär hat mehr als 50% der Stimmrechte	Börsenkapitalisierung Free Float		
	unter 25 Mio. Fr.	25 bis 100 Mio. Fr.	100 bis 150 Mio. Fr.
unter 5 Mio. Fr.	Accu, CI Com, Datacolor, Group Baumgartner, Highlight Event, Infranor/Perrot Duval, Intersport PSC, Perfect Holding, TheraMetrics, Zwahlen & Mayr		
5 bis 15 Mio. Fr.		Aireis, IVF Hartmann, Loeb, Mikron	Starrag Group
15 bis 50 Mio. Fr.		Carlo Gavazzi	Hügli

2003

Hauptaktionär hat mehr als 50% der Stimmrechte	Börsenkapitalisierung Free Float		
	unter 25 Mio. Fr.	25 bis 100 Mio. Fr.	100 bis 150 Mio. Fr.
unter 5 Mio. Fr.	Aletsch ¹ , Beau Rivage Palace ³ , Big Star ⁴ , Energie Simphon ² , Golay Buchel ² , Henniez ¹ , Intersport PSC, IVF Hartmann, Pelikan ² , Pragmatica ⁴ , Sunstar ² , Think Tools ² , Villars		
5 bis 15 Mio. Fr.	Carlo Gavazzi, Infranor, Métraux Services ¹ , Nextrom ⁴ , Schlatter, Soc. Montreux Palace ¹ , Starrag Group	Canon (Schweiz) ¹ , Hügli, Kaxerd, Loeb, Schmolz + Bickenbach, Sopracenerina ¹ , Vetropack	Bossard
15 bis 50 Mio. Fr.		AFG Arbonia-Forster, AgielCharmilles ¹ , Also-Actebis, CKW, Walter Meier Holding	Bell, Dätwyler, Energiedienst, Unilabs ¹

hat SIX Swiss Exchange verlassen

¹ Kaufangebot durch Hauptaktionär, Squeeze-out und Dekotierung

² Kaufangebot durch Hauptaktionär, kein Squeeze-out, Dekotierung

³ kein Kaufangebot, Wechsel an ausserbörslichen Aktienmarkt

⁴ Liquidation / Konkurs

Pelikan und Sopracenerina sind noch kotiert. Dekotierungsantrag bereits eingereicht (Pelikan) bzw. demnächst zu erwarten (Sopracenerina).

Quelle: IFZ HLU / Grafik: FuW, rm

Kurz notiert

Johnson & Johnson glänzt mit Pharma: Der weltgrösste Gesundheitskonzern steigerte im zurückliegenden Jahr den Umsatz 6,1% auf 71,3 Mrd. \$. Der Gewinn vor a. o. Posten erhöhte sich 10,7% auf 15,9 Mrd. \$, pro Aktie betrug die Zunahme 8,2% auf 5,52 \$. Die Umsatzsteigerung ist weitgehend dem Pharmageschäft zuzuschreiben. Die Einnahmen nahmen hier 10,9% auf 28,1 Mrd. \$ zu. Im Konsumgütersegment beschränkte sich das Wachstum auf 1,7%, in der Medizintechnik auf 3,9%.

Santhera erhält Zulassung: Das Pharmaunternehmen hat in Frankreich die temporäre Zulassung für Raxone zur Behandlung von Leberscher hereditärer Optikusneuropathie erhalten. Frankreich erteilt solche Bewilligungen, sofern ein Heilmittel einem dringenden Bedarf entspricht. Die Behandlungskosten werden den Patienten dabei zurückerstattet. Ein EU-weiter Zulassungsantrag für Raxone soll bis Ende März 2014 eingereicht werden.

Rückversicherer im Gegenwind: Die Ratingagentur Standard & Poor's erwartet erstmals seit 2006, unter den Unternehmen der Rückbranche mehr Rück- als Höherstufungen vorzunehmen, wie am Montag bekannt wurde. Die geringere Nachfrage der Primärversicherer setze die Tarife unter Druck, weshalb für 2014 von branchenweit erodierenden Betriebsgewinnen auszugehen sei. S&P warnt die Unternehmen vor aggressivem Volumenwachstum oder unvorsichtig gefassten Vertragsbedingungen (Underwriting). Ein solches Verhalten würde die Überprüfung der Ratingnote provozieren.

Ono vor IPO: Der spanische Kabelnetzbetreiber sucht laut Financial Times und Bloomberg Banken für einen Gang an die Börse. Die Bewertung könnte sich inklusive Schulden auf 6,4 bis 7 Mrd. € belaufen. Zu den Eignern zählen Finanzinvestoren. Auch ein Verkauf an einen grossen Telekomkonzern gilt als Option.

Shire verscherbelt Osiris-Konkurrent: Die irische Pharmagruppe Shire zieht sich aus der Behandlung des diabetischen Fusses zurück. Sie hat die erst 2011 via Advanced Biohealing für 750 Mio. \$ erworbene Unternehmensseinheit Dermagraft dem US-Konkurrenten Organogenesis veräussert. Der Verkauf zieht eine Wertberichtigung von 650 Mio. \$ nach sich. Dermagraft und Organogenesis (Apligraf) sind Wettbewerber der vom Schweizer Investor Peter Friedli beherrschten Osiris.

Novartis baut 500 Stellen am Hauptsitz ab: Der Pharmakonzern will verschiedene unterstützende Bereiche verschlanken sowie Einsparungen in der pharmazeutischen Entwicklung vornehmen. Die auf den Basler Hauptsitz konzentrierte Restrukturierung hat den Abbau von bis zu 500 Vollzeitstellen zur Folge. Per saldo soll der Personalbestand 2014 in der Schweiz aber stabil bleiben. Novartis beschäftigt hierzulande rund 15000 Mitarbeiter.

Osisko weist Goldcorps Offerte zurück: Als deutlich unter Angeboten liegend, die in solchen Fällen früher gemacht wurden, hat Osisko Mining die 2,6 Mrd. kan. \$ schwere Übernahmeofferte von Goldcorp zurückgewiesen. Die angebotene Prämie von 15% sei «mager». Den Aktionären rät Osisko, nicht auf das Angebot einzutreten. Goldcorp versucht seit 2008 vergeblich, Osiskos Malartic-Mine in Quebec zu kaufen. Die Mine verfügt über grosse Goldreserven und produziert zu tiefen Kosten.

Schwellenländer helfen Unilever: Der britisch-niederländische Konsumgüterkonzern Unilever steigerte 2013 den Umsatz auf vergleichbarer Basis 4,3% auf 49,8 Mrd. € und den Gewinn 9% auf 5,3 Mrd. €. Damit hat der Nestlé-Konkurrent die Erwartungen durchs Band übertroffen. Das Umsatzplus in den für Unilever wichtigen Schwellenländern belief sich auf 8,7%. Organisch fiel der Umsatz wegen Währungseffekten und Verkäufen dagegen 3%.

Gesucht - gebucht
Gute Handwerker zu guten Preisen
auf renovero.ch

renovero.ch
Offerten einholen und vergleichen.

Anzeige