

OTC – BX – SIX – Im Dreisprung zum (Kotierungs-) Erfolg?

Fachreferat am kmu invest day vom 19. Mai 2010

Dr. Beat Brechbühl, Kellerhals Anwälte

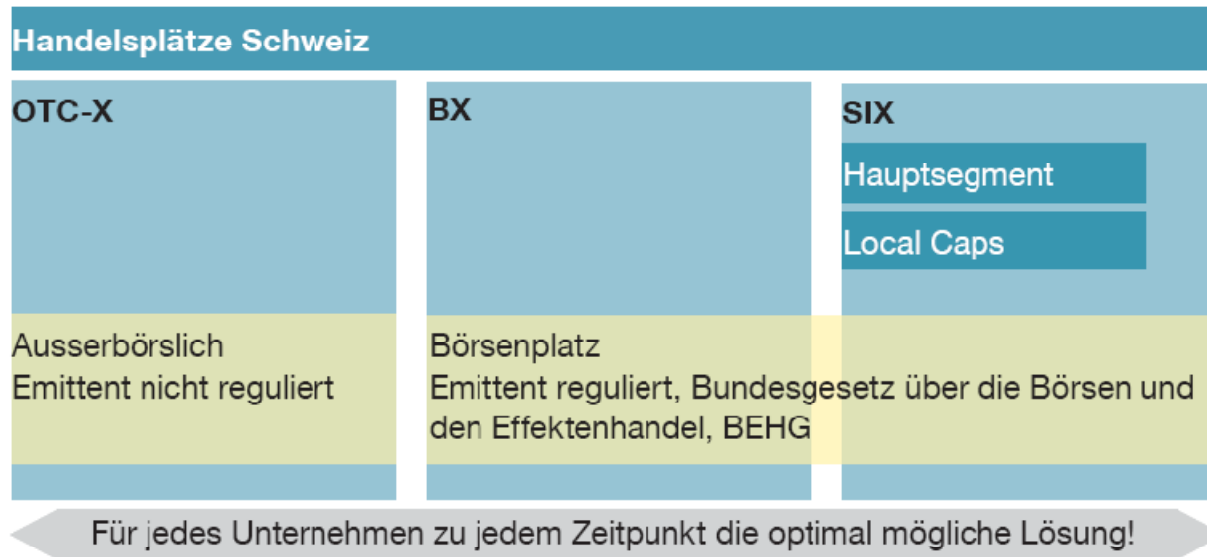
Markus Ochsner, OLZ & Partners Asset and Liability Management AG



Agenda

1. Einführung: Kapitalmarkt für KMU
2. Thesen
3. Fazit
4. Back-up Folien und Zusatzinformationen

1. Einführung: Kapitalmarkt für KMU



Relevante Punkte:

- Investorenbedürfnisse: An welchen Handelsplätzen werden meine Investoren investieren?
- Regulatorische Vorschriften: Welchen regulatorischen Vorschriften soll und will sich mein Unternehmen unterstellen?
- Kosten: Welche direkten (z.B. Börsenabgaben) und indirekten Kosten (z.B. Rechnungslegung) ist mein Unternehmen bereit auf sich zu nehmen?
- Liquidität: Spielt die Liquidität der Aktien meines Unternehmens eine Rolle? Wenn ja, welche diesbezüglichen Ziele werden verfolgt?

2. Thesen

These 1: OTC-X und „Telefonbörse Bern“ haben zu weiche Governance-Regeln und sind deshalb für Emittenten nicht seriös genug.

Antworten:

- Seit mehreren Jahren: Vollelektronische Börsenplattform; „Telefon“ ist nur noch anachronistische Erinnerung
- Richtig ist, dass die Anforderungen an der SIX am höchsten sind, gefolgt von BX und OTC-X (Gegenüberstellung siehe Back-up-Folien).
- Aber:
 1. Nicht alles über einen Leisten schlagen (warum IFRS in KMU?)
 2. Emittenten und Investoren haben die Wahl und kennen die Unterschiede
 3. Zur Kausalitäten-Frage: Enron erhielt eine Auszeichnung für good corporate governance...

These 2: Für institutionelle Investoren sind BX und OTC-X nicht attraktiv. Deshalb verzichten diese weitestgehend auf Aktivitäten in diesen Märkten.

Antworten:

- Dieses Verhalten ist insbesondere auf regulatorische Argumente sowie auf die Liquidität der gehandelten Wertpapiere zurückzuführen.
- Regulatorisch:
 - Governance - Aspekte sind auch in diesen Märkten wichtig
 - Einschränkungen in den Anlagereglementen institutioneller Anleger bzgl. OTC-X, nicht aber für BX (Unterstellung BEHG)
 - Governance - Vorschriften per se kein Schutz vor Verlusten
- Opportunitäten:
 - Liquidität ist ein zentrales Kriterium. Wird jedoch nur auf Liquidität fokussiert, werden Opportunitäten vergeben (vgl. These 6)
 - Rentabilität von ausserbörslichen Aktien war in der Vergangenheit deutlich besser als Anlagen in liquiden Märkten (SPI / SPI Small Caps).
 - Volkswirtschaftliche Bedeutung: Die Schweizer KMU verdienen auch von institutionellen Investoren entsprechende Unterstützung

These 3: BX ist ein Sammelsurium von Penny Stocks und ausländischen Kleinstgesellschaften

Antwort:

- Richtig ist, dass auch kleinere Gesellschaften einen Börsenplatz haben sollen und dass kein Werturteil/Qualitätsprüfung durch BX erfolgt.
- KAG: Innert 12 Monate entweder KAG oder Börse => Praxis BX: 9 Monate testierter Zwischenabschluss. Aber: Zusatzanforderungen!
- Ausländische Gesellschaften: Seit 1.1.2010 muss Haupttätigkeit in der Schweiz sein; nur ausnahmsweise Zulassung ausländischer Gesellschaften oder mit ausländischer Haupttätigkeit möglich
- Penny Stocks: Falsch - von 44 kotierten ist zurzeit nur eine unter 25 Rappen (und deren Handel ist sistiert); total: 24 KMU, und je 10 Investment- und Immobiliengesellschaften

These 4: Eine Kapitalaufnahme über die OTC-X bzw. BX macht keinen Sinn und ist nicht realisierbar.

Antwort:

- Richtig:
 - Kapitalaufnahmen im BX- / OTC-X - Umfeld waren in der Vergangenheit nicht an der Tagesordnung.
 - Aber:
 - Die Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt geschieht unabhängig von der Plattform.
 - Entscheidend ist viel mehr, dass die Investoren Vertrauen in das zu investierende Unternehmen haben (Business-Case, „ökonomische Rationalität“, Mittelverwendung, Investor Relations, Transparenz, Bewertung und Entwicklungspotenzial).
- Es ist das erklärte Ziel, diesen Sachverhalt in naher Zukunft zu korrigieren und diese Lücke zu schliessen.

These 5: OTC-X und BX sind für Going Privates geeignet.

Antwort:

Gründe für Dekotierung:

- Kosten
- Übernahmegefahr / Kontrolle Mehrheitsaktionär, geringe Handelsvolumina, Kurszerfall und Analystendruck führen zu Going Private

OTC-X:

- Typischer „ausserbörslicher Handel“ nach SIX- Dekotierung (wenn > 5% im Publikum, dann max. 6 Monate)

BX als Alternative zum traditionellen Going Private:

- Börsenplatzwechsel als Alternative zum Going Private, weil er den Interessenlagen der Beteiligten besser Rechnung trägt:
 - Publikumsanleger: Exit über die Börse weiterhin möglich
 - Institutionelle Anleger: Investment bleibt möglich (Stichwort: Anlagereglemente)
 - Investmentgesellschaften: Keine Unterstellung unter KAG
 - „Financial Community“: Transparenz und Corporate Governance Anforderungen zwar geringer als an SIX aber höher als in einer nicht kotierten Gesellschaft
 - VR/Gesellschaft: Geringerer Aufwand, geringere Kosten und Liquidität eher höher als an SIX
 - SIX-Zulassungsstelle: (Positive) Berücksichtigung bei der Gesuchsbehandlung, weil es kein Going Private ist

These 6: BX und OTC-X eignen sich aufgrund mangelnder Liquidität nicht als Anlagevehikel.

Antworten:

- Richtig:
 - Illiquidität bei Titeln der BX und OTC-X weit verbreitet.
 - Investoren verlangen für illiquide Titel eine Prämie (Abschlag auf dem bezahlten Preis - Liquiditätsprämie).
- Aber:
 - Illiquidität existiert auch an der SIX. So sind lediglich 50 Firmen des SPI für beinahe 100% des Umsatzes verantwortlich.
 - Illiquidität als Opportunität: Steigt die Attraktivität eines Titels (Wachstum, Wertschöpfung, Transparenz), steigt auch dessen Liquidität bzw. sinkt die Liquiditätsprämie. Ein Teil der Liquiditätsprämie sollte somit durch den Investor im Rahmen einer konsistenten Strategie abgeschöpft werden können.

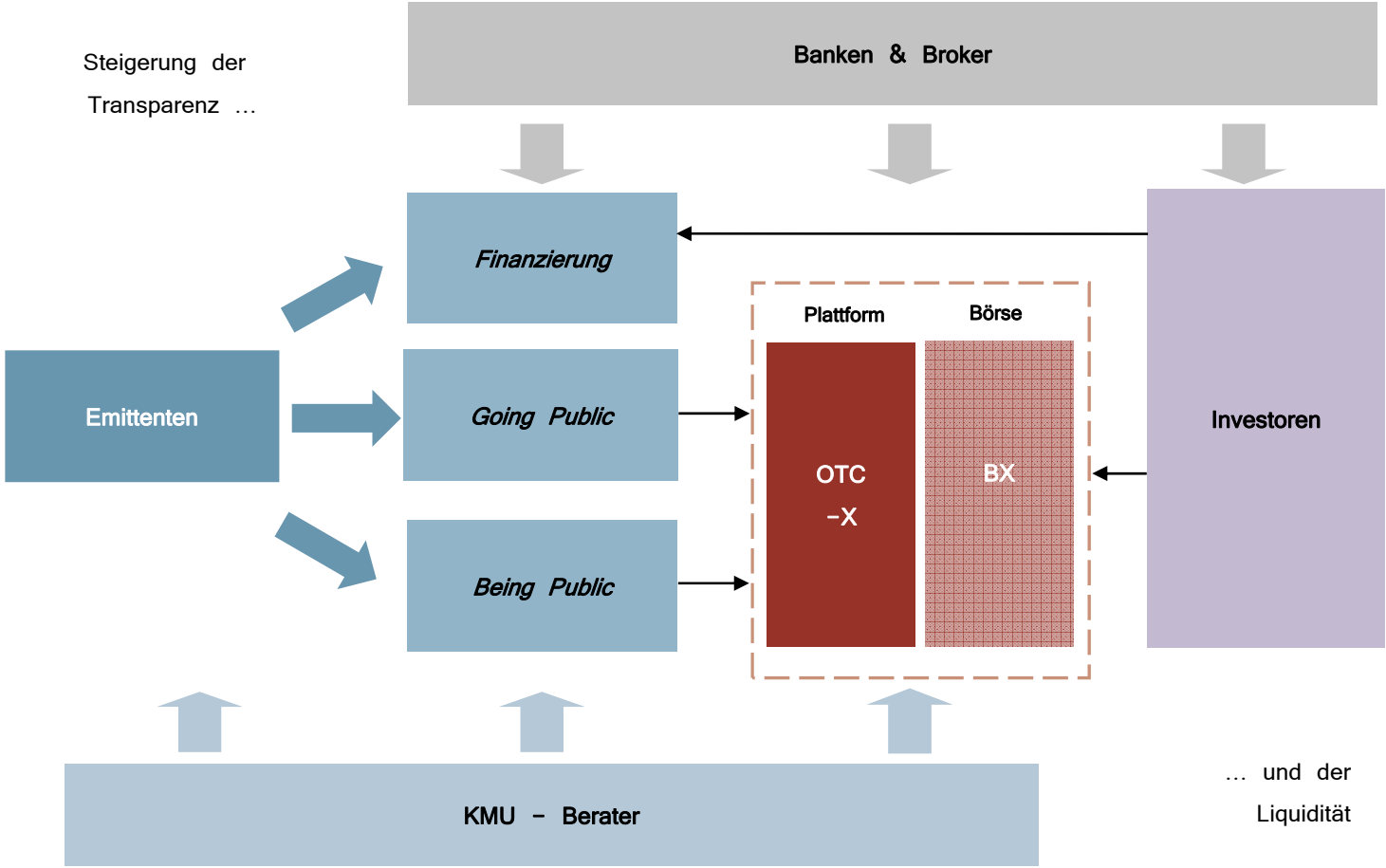
3. Fazit: Vor- und Nachteile der einzelnen Handelsplattformen

Bedürfnisse	OTC-X	BX	SIX (Local Caps)
Hohe Liquidität	-	+(+)	+
IPO (mit Kapitalaufnahme)	-	+	++
Institutionelle Anleger	-	+	+
Verbreiterung Aktionariat	+	++	+++
Geringe Regulierung	+++	++	+
Geringe Kosten	+++	++	+
Spezielle Bedürfnisse (Alternative zu Going Private, InvestmentG)	-	+	+

4. Back-up Folien und Zusatzinformationen

Back-up: Kapitalmarkt für KMU - Funktionsweise

OTC-X | BX als Teil des Kapitalmarktes für KMU in der Schweiz



Back-up: Regulatorische Anforderungen

Kriterien / Regeln	OTC-X	BX	SIX Local Caps
Track record (Bestand Gesellschaft)	(Bonitätsprüfung BEKB)	1 Jahr	2 Jahre
EK	-	2 Mio.	2.5 Mio.
Börsenkaptalisierung (Aktien x Kurs)	-	2 Mio. , mind. 15%	Mind. 20% und mind. 5 Mio. Börsenkaptalisierung im Publikumsbesitz
Aktien (Statuten)	segafähig	segafähig	segafähig
Kotierungsprospekt	-	Online (Verzicht bei Börsenplatzwechsel)	Schema A
Rechnungslegung	-	Mindestens FER	Mindestens FER

Back-up: Regulatorische Anforderungen

Kriterien / Regeln	OTC-X	BX	SIX Local Caps
Corporate Governance	Mindestempfehlung	Empfehlungen (nicht bindend)	RLCG (bindend)
Ad hoc-Publizität	-	Ja	Ja
Administrativmeldungen der Gesellschaft	-	Ja	Ja
Offenlegung von Beteiligungen (3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3 Prozent)	Nein (nur gemäss OR)	Ja	Ja
Management-Transaktionen	-	Nein, nur Meldepflichten gemäss BEHG und OR-Anhang (Jahresende)	Zusätzlich Richtlinie der SIX betr. Management-Transaktionen

Back-up: Going Private (1)

SIX-Richtlinie betreffend Dekotierung von Valoren:

1. Grundsätzlich bestimmt der **Emittent selbst** über die Dekotierung der von ihm begebenen Valoren. [...]
2. Die Zulassungsstelle kann den **Zeitpunkt der Ankündigung** und des **letzten Handelstages** festlegen. In ihrer Entscheidung berücksichtigt sie den Schutz des Anlegers, den ordnungsmässigen Handel und die Interessen des Gesuchstellers. Die Ankündigung der Dekotierung hat mindestens **drei Monate** vor dem letzten Handelstag mittels der Publikation eines Inserates gemäss Art. 46 KR und einer «Offiziellen Mitteilung der SIX» zu erfolgen.
3. Sind im Zeitpunkt der Dekotierung in der Regel noch mehr als **5%** der Titel pro Titelkategorie (bzw. der Kapitalisierung) im Publikum gestreut, ist über einen Zeitraum von längstens **sechs Monaten** ein ausserbörslicher Handel aufrecht zu erhalten.

Back-up: Going Private (2)

Verfahren

- Beschluss des Verwaltungsrats der Gesellschaft (OR 716 Abs. 1)
- Schriftliches und begründetes Gesuch an die SIX-Zulassungsstelle unter Beilage des Entwurfs des Inserats und allfällig weiteren Beilagen
- Einreichung: Mindestens einen Monat vor Ankündigung
- Ankündigung in einem Inserat mind. 3 Monate vor dem Delisting (aber: ad hoc-Regeln gelten, d.h. wenn „leak“, dann sofort publizieren)
- Wenn mehr als 5% der Aktien im Publikum: Gewährleistung eines ausserbörslichen Handels während max. 6 Monate (z.B. OTC-X-Plattform der BEKB)

Back-up: Going Private (3)

Praxis

- Regelmässig Genehmigung des Gesuchs durch SIX nach Durchführung eines Übernahmeangebots und vor Squeeze-out (z.B. Quadrant, Métraux Services)
- Genehmigung wenn Konkurs (z.B. SAirGroup-Aktien) oder Titel illiquid (z.B. Hilti nach Unterschreitung der Untergrenze von 20% Free Float)
- Genehmigung mit Auflagen einer freiwilligen Dekotierung ohne vorgängiges Übernahmeangebot für an anderen Börsen kotierte Emittenten (z.B. ABN Amro) und solche (wenige) ohne Doppelkotierung (z.B. Beau-Rivage Palace, Gonset, Zurich Swiss Value)

Aber: Haftungsrisiko in der Lehre bejaht (Vertrauenshaftung des Emittenten, persönliche Verantwortlichkeit der Organe)

Back-up: Going Private (4)

Vorgehen beim Börsenplatzwechsel SIX - BX

- Formell: Kotierung an der BX, Dekotierung an der SIX
- Folge: Alle Voraussetzungen gemäss KR BX sind grundsätzlich zu erfüllen (www.berne-x.com): Kotierungsinserat, FER-Rechnungslegung, Börsenkapitalisierung und Publikumsbesitz etc.
- Ausnahme: Prospektpflicht entfällt gemäss Grundsatzentscheid der BX-Zulassungsstelle, wenn:
 - die SIX-Regeln durch die Gesellschaft eingehalten worden sind (grundsätzlich erfüllt, sofern nicht SIX-Verfahren und Sanktionen gegen den Emittenten)
 - die Kotierung innerhalb der Karenzfrist für die Dekotierung der SIX vorgenommen wird (Transparenz)
 - nicht gleichzeitig eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird (sonst Emissionsprospekt gemäss OR und allenfalls auch Kotierungsprospekt)

Back-up: Going Private (5)

Vorgehen beim Börsenplatzwechsel SIX – BX (Forts.)

- Vorabklärungen
- VR-Beschlüsse betr. Dekotierung SIX und Kotierung BX
- Kotierungsgesuch an die BX-Zulassungsstelle (allenfalls unter der Bedingung, dass das Dekotierungsgesuch durch die SIX genehmigt wird)
- Dekotierungsgesuch an die SIX-Zulassungsstelle mind. einen Monat vor der Ankündigung mit Antrag der Festlegung der Karenzfrist von max. 3 Monaten und Verzicht auf ausserbörslichen Handel mit der Begründung, dass die Valoren an der BX kotiert werden
- Ad hoc-Publikationen bei Entscheiden BX und SIX
- Dekotierungsinserat gemäss SIX
- Kotierungsinserat gemäss BX
- Kotierung an BX und nach Karenzfristablauf Dekotierung and SIX

Back-up: Die Schweizer Handelsplätze im Vergleich

	OTC-X		BX		SIX
Anzahl gelistete Gesellschaften		331 ¹		43	292
Börsenkapitalisierung	CHF	17 Mrd. ^{1,2}	CHF	27 Mrd. ³	CHF 1 101 Mrd.
Ø Börsenkapitalisierung pro Gesellschaft	CHF	52 Mio. ^{1,2}	CHF	621 Mio. ³	CHF 3 769 Mio.
Anzahl Trades 2009		5 405		28 458	32 Mio.
Umsatz 2009	CHF	114 Mio.	CHF	652 Mio.	CHF 800 Mrd.
Ø Umsatz pro Gesellschaft	CHF	346 000	CHF	15 Mio.	CHF 2 740 Mio.

Stand Ende Dezember 2009

Quelle: www.otc-x-ch; www.berne-x.com; www.six-swiss-exchange.com

¹ Daten per 11. Mai 2010

² Ist nicht notwendigerweise plattformgebunden, es besteht auch Möglichkeit ausserhalb der OTC-X zu handeln.

³ Ohne BX / SIX doppelkotierte Unternehmen: CHF 1.2 Mrd. resp. CHF 35 Mio.

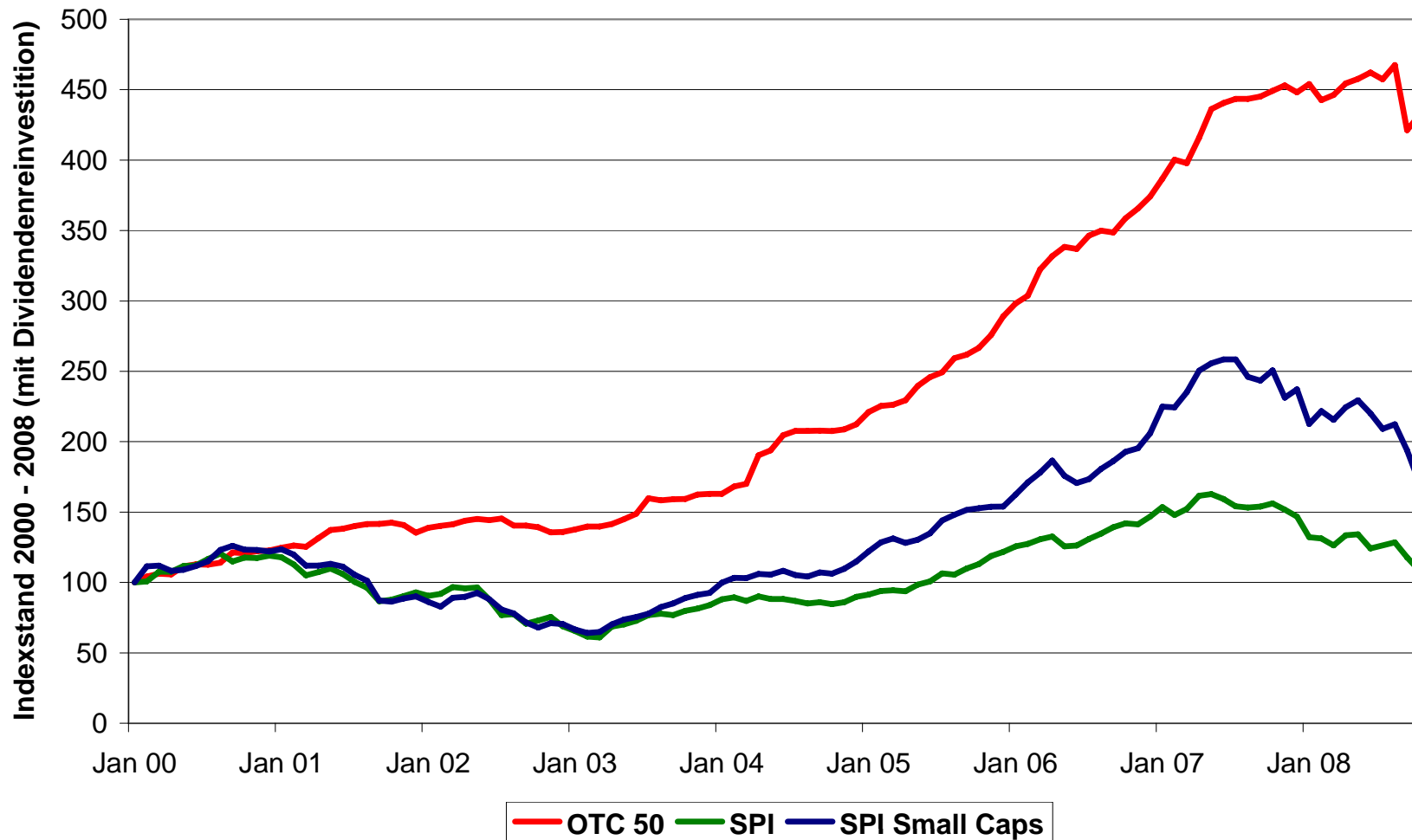
Back-up: Kotierungserfordernisse und Gebühren

	OTC-X		BX		SIX Local Cap		SIX Hauptsegment	
Einführungsgebühr	-	CHF	12 500	CHF	18 000 plus	CHF	18 000 plus	
Aufrechterhaltungsgebühr	-	CHF	5 000	CHF	6 000 plus	CHF	6 000 plus	
Kapitalerhöhung / -transaktion	-	CHF	-	CHF	3 000 plus	CHF	3 000 plus	
Separate Handelslinie	-	CHF	-	CHF	3 000	CHF	3 000	
Ausgewiesenes Eigenkapital	-	CHF	2 Mio.	CHF	2.5 Mio.	CHF	25 Mio.	
Mindestkapitalisierung	-	CHF	2 Mio.	CHF	5 Mio.	CHF	25 Mio.	
Freefloat	-		15%		20%		25%	

Stand Ende April 2010

Quelle: www.otc-x-ch; www.berne-x.com; www.six-swiss-exchange.com

Back-up: Renditenvergleich OTC 50, SPI und SPI Small Caps



Quelle: Lütolf (2009), Ausserbörsliche Aktien als Kapitalanlage, S. 43.

Herzlichen Dank

Kellerhals Anwälte ist eine führende Schweizer Anwaltskanzlei mit rund 70 Juristen an drei Standorten in Basel, Bern und Zürich. Im Kapitalmarktrecht fokussiert sie auf Midcaps, hat mehrere anerkannte Emittentenvertreter an der SIX und ist führend für rechtliche Begleitungen an die BX.

Die **OLZ** ist als unabhängiges Finanzunternehmen in den Bereichen Wealth Management und Corporate Finance tätig. Im Corporate Finance sind wir auf das beurteilen, entwickeln und schaffen von Werten fokussiert. Unsere Kernkompetenzen liegen im Bereich der Unternehmenstransaktionen (M&A), der Finanzierung sowie Bewertung von Unternehmen, Strategien und Projekten. Die OLZ ist als „OTC-X Coach“ tätig und Partner der BX.



Dr. Beat Brechbühl, LL.M. (Partner)

Kapellenstrasse 14
 Postfach 6816
 3001 Bern
 Tel: +41 58 200 35 30
 Fax: +41 58 200 30 11
 Email: beat.brechbuehl@kellerhals.ch
 Homepage: www.kellerhals.ch



Markus Ochsner (Partner)

Bahnhofstrasse 18
 3280 Murten
 Tel: +41 26 672 30 80
 Fax: +41 26 672 30 81
 Email: markus.ochsner@olz.ch
 Homepage: www.olz.ch