

# Von der SIX zur BX

Ein Börsenplatzwechsel von SIX zu BX ist eine gangbare Alternative zu einem **Going Private**.

Text: BEAT BRECHBÜHL\*

Das Thema «Going Private», also die Dekotierung einer börsenkotierten Gesellschaft und deren Überführung in eine privat gehaltene Gesellschaft, gewinnt angesichts tiefer Börsenkurse, hoher Volatilitäten und kleiner Handelsvolumina an Aktualität.

Hauptgrund für eine Going-Private-Transaktion dürfte auch heute noch der Abschluss einer öffentlichen Übernahme sein, weil der Erwerber einer börsenkotierten Gesellschaft diese in seinen Konzern eingliedern will.

## Neue Optik

Zunehmend wird das Thema aber aus einem anderen Blickwinkel angegangen: Mehrheitsaktionäre und Verwaltungsräte, vor allem solche an den Segmenten Local Caps und Investmentgesellschaften der SIX Swiss Exchange, stellen sich die Frage, ob der Nutzen einer Kotierung (Transparenz, Publizität, Breite der Investorenbasis, Mobilität der Wertpapierinvestition) die damit verbundenen Markt- und Unternehmensrisiken (Kurszerfall, Übernahmegefahr und Analystendruck) und Kosten immer noch übertrifft. Die Versuchung eines Delisting dürfte in nächster Zeit wachsen, umso mehr als die Voraussetzungen dafür – zumindest formell – gering sind: Der Verwaltungsrat der Gesellschaft stellt ein Gesuch bei der Zulassungsstelle der SIX, die den Zeitpunkt des letzten Handelstags unter Berücksichtigung der Interessen aller Beteiligten festlegt und der mind. drei Monate vor dem letzten Handelstag per Inserat angekündigt werden muss. Sofern im Zeitraum der Dekotierung mehr als 5% der Aktien im Publikum gestreut sind, muss zudem über einen Zeitraum von max. sechs Monaten ein ausserbörslicher Handel gewährleistet werden.

Somit ist rein reglementarisch eine Dekotierung der Aktien möglich, ohne dass durch den Mehrheitsaktionär vorgängig ein Übernahmeangebot an die Minderheitsaktionäre erfolgt ist, was in der Praxis bisher nur selten vorgekommen ist. Die Publikumsaktionäre werden dadurch zu Recht stark verärgert, da sie regelmässig im Vertrauen auf eine Börsenkotierung investiert haben. Abgesehen davon gibt es sogar Stimmen in der Literatur, welche die Auffassung vertreten, dass eine Dekotierung ohne vorgängiges Übernahmeangebot haftungsrechtlich relevant sein könnte. Damit aber dürfte das Szenario Going Private in vielen Fällen ad acta gelegt werden müssen, weil zu teuer und zu aufwendig. Ganz abgesehen davon ist ein solcher Entscheid unumkehrbar – eine neuerliche Kotierung an der SIX «in besseren Zeiten» würde von der Financial Community kaum goutiert werden.

## Von der SIX an die BX

In solchen Fällen könnte ein Börsenplatzwechsel von der SIX an die BX eine attraktive Alternative darstellen, die den Interessen aller Beteiligten Rechnung trägt: Einerseits sind die Anforderungen an das «Being Public» an der BX geringer als an der SIX (siehe unten), die damit verbundenen Kosten tiefer und die Aufmerksamkeit kleiner.

Andererseits sind die Valoren nach wie vor an einer Börse kotiert, was institutionellen Anlegern ermöglicht, im Titel investiert zu bleiben, und die Publikumsöffnung aufrecht erhält, die zudem – entgegen anders lautenden Vermutungen – nicht über eine geringere Liquidität verfügt als das SIX Local Caps Segment (gemäss einer Studie der Universität Bern von 2007 führt der Wechsel von der BX zur SIX zu einer tieferen Liquidität am neuen Börsenplatz). Selbstverständlich sind aber die

Kriterien/Regeln	BX Berne eXchange	SIX Local Caps
Track record (Bestand Gesellschaft)	1 Jahr	2 Jahre
EK	2 Mio. CHF	2,5 Mio. CHF
Börsenkapitalisierung (Aktien x Kurs)	2 Mio. CHF	– (siehe Publikumsbesitz)
Publikumsbesitz	Mind. 15%	Mind. 20% und mind. 5 Mio. Börsenkapitalisierung im Publikumsbesitz
Kotierungsprospekt	Ja, aber: Ausnahme für Börsenplatzwechsel	Schema A
Rechnungslegung	Mindestens FER	Mindestens FER
Corporate Governance	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)	Ja	Ja
Management-Transaktionen	Nein, nur Meldepflichten gemäss BEHG und OR-Anhang (Jahresende)	Zusätzlich Richtlinie der SWX betr. Management-Transaktionen

Bestimmungen des Börsengesetzes (Meldepflichten, Übernahmeangebote) ebenso anwendbar wie die Ad-hoc-Publizität.

Eine Kotierung an der BX hätte die Zulassungsstelle SIX beim Gesuch um Dekotierung von der SIX bei der Interessenabwägung zu berücksichtigen. Und zwar m.E. in dem Sinne, dass die Ankündigungsfrist auf das Minimum beschränkt werden kann und sich ein «ausserbörslicher Handel» insofern erübrigt, als zum Zeitpunkt der Dekotierung an der SIX eine Kotierung an der BX besteht.

#### **Kotierungsvoraussetzungen an der BX**

Der Begriff «Rückkotierung» ist eigentlich falsch und wird nur verwendet, um plastisch darzustellen, dass es sich hier um den umgekehrten Weg handelt, der normalerweise für Aktien gewählt wird; zunächst OTC-Handel, dann BX-Kotierung und schliesslich SIX-Listing. Formell handelt es sich – abgesehen von einer wesentlichen Ausnahme – um eine «normale» Kotierung

eines Valors an der BX, die ein Gesuch mit den auf der Website der BX beschriebenen Unterlagen voraussetzt.

Die Zulassungsstelle der BX hat entschieden, dass für «Rückkotierungen» eine wichtige Anforderung nicht gilt, nämlich das Erstellen eines Kotierungsprospektes. Der Grund dafür ist, dass die Gesellschaft einen solchen bei der SIX-Kotierung erstellt hat und seither mittels Regel- und Ad-hoc-Publizität die Anleger über wesentliche Veränderungen informieren musste. Bei einem Börsenplatzwechsel genügt grundsätzlich ein Kotierungsinserat.

Dies gilt allerdings nur dann, wenn die Kotierung an der BX während der Karenzfrist der SIX erfolgt – während einer beschränkten Zeit von max. drei Monaten würde somit eine Doppelkotierung bestehen. Vorbehalten bleiben natürlich auch die Vorschriften des Obligationenrechts über einen Emissionsprospekt, sofern im Zuge der Kotierung an der BX auch noch eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden soll.

**\*RA Dr. Beat Brechbühl,**  
LL.M., Partner Kellerhals  
Anwälte, ist Mitglied der  
BX-Zulassungsstelle und  
Lehrbeauftragter an der  
Universität Fribourg



#### **Fazit**

Ein Going Private ist in heutiger Zeit für viele Small- und Mid-Cap-Unternehmen und Investmentgesellschaften verlockend, aber oft praktisch schwer umsetzbar. Als Alternative für solche Fälle könnte die BX infrage kommen, die in gewissen Bereichen geringere Anforderungen an die Emittenten stellt als die SIX. Für eine solche «Rückkotierung» kann – als Ausnahme zu den Kotierungsregeln – auf einen Kotierungsprospekt verzichtet werden, wenn die BX-Kotierung während der Karenzfrist der SIX erfolgt und die anderen Voraussetzungen erfüllt sind. ■