

Going Private als Alternative für Schweizer Unternehmen

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. A. Wagner

Verfasser: Josef Lehner

Abgabedatum: 21.08.2009

Abstract

In dieser Arbeit wird mit Hilfe von definierten Kriterien untersucht, welche Unternehmen potentielle Kandidaten für ein Going Private sind. Vor allem aber soll untersucht werden, ob ein Rückzug von der Börse tatsächlich die gewünschten Vorzüge bringt. Die Analyse der Case Study über Hero hat eindeutig hervorgebracht, dass sich das Going Private dieser Unternehmung sehr gelohnt hat. Unternehmerisch konnte sich die Firma erfolgreich weiterentwickeln, ohne auf die Börse angewiesen zu sein. Die Gründe sprachen eindeutig für das Public to Private und es wird empfohlen, dass andere Unternehmen, die sich in einer vergleichbaren Situation befinden, diese Alternative prüfen sollten.

Executive Summary

Diese Arbeit behandelt das Going Private als Alternative für Schweizer Unternehmen. Einige Firmen beklagen sich über die Situation an der Börse, weshalb sich die Frage stellt, ob ein Rückzug von der Börse lohnenswert ist und erfolgreich durchgeführt werden kann. Ebenfalls gilt es zu klären, welches überhaupt potentielle Kandidaten sind und, ob diese gegebenenfalls ein Going Private durchführen. Im Vordergrund der Erforschung steht aber die Untersuchung anhand einer Firma, die tatsächlich ein Going Private durchgeführt hat.

Die Arbeit ist folgendermassen strukturiert, zu Beginn wird das Thema anhand der Theorie durchleuchtet und diskutiert. Der zweite und wichtigste Teil behandelt die Case Study über den Lebensmittelkonzern Hero, welcher im Jahr 2003 ein Going Private angekündigt und durchgeführt hat. Interessant an Hero ist auch, dass die Firma ein MBO (Management Buyout) durchlief, damit das Management die Stimmenmehrheit erhalten konnte. Um genügend Informationen über Hero zu erhalten, wurde mit zwei Interviewpartnern gearbeitet. Herr Dony war im MBO involviert, zusammen mit seinem Partner erlangte er durch geschickte Transaktionen die Stimmenmehrheit. Der zweite Gesprächspartner möchte aus Diskretionsgründen nicht erwähnt werden. Im nachfolgenden Teil wird eine Studie analysiert, in der potentielle Going Private Kandidaten erarbeitet wurden. Die Studie stammt aus 2004 und wird aus der heutigen Sicht betrachtet, die Veränderungen werden dokumentiert und daraus die Schlüsse gezogen. Zum Schluss wird ein ausführliches Fazit erarbeitet.

Bevor die Aufgabenstellung genauer betrachtet wird, müssen zuerst noch einige Begriffe kurz erläutert werden. Ein Familienunternehmen wird durch die dahinter stehende Familie sehr stark beeinflusst. Ein solches Unternehmen kann an der Börse kotiert sein, muss aber nicht. Echte Publikumsgesellschaften weisen ein atomisiertes Aktionariat auf, demzufolge existiert kein Mehrheitsaktionär. Solche Firmen sind immer an der Börse kotiert. Ein MBO ist eine spezielle Art des Unternehmenskaufs, bei dem das Management der Firma selbst als Käufer auftritt, um die Stimmenmehrheit zu erlangen. Das Going Private geht noch weiter, der Hauptaktionär macht ein Übernahmeangebot für die Aktien im Free Float, mit dem Ziel, die Firma von der Börse wegzunehmen. Unter Free Float versteht man diejenigen Aktien, die sich nicht im Besitz des Mehrheitsaktionärs befinden.

Familienunternehmen bieten gegenüber Publikumsgesellschaften zahlreiche Vorteile. Besonders vorteilhaft ist die langfristige Perspektive, die auch über Jahrzehnte hinweg reichen kann, mit der Absicht, die Firma kontinuierlich und möglichst nachhaltig zu entwickeln. Der Gedanke, die Firma irgendwann an die Nachkommen weitergeben zu können spielt in diesem Zusammenhang durchaus eine wichtige Rolle. Unternehmen im Familienbesitz weisen auch

eine stärkere Risikoaversion als Publikumsgesellschaften auf, man möchte den Verschuldungsgrad möglichst gering halten. Die Risikoscheue entsteht nicht zuletzt wegen dem grossen finanziellen Engagement der Familie in der Firma, darum werden finanzielle Entscheidungen mit höchster Sorgfalt behandelt und eher langfristige und weniger kurzfristige Erfolge avisiert. Das Prinzipal-Agenten-Problem ist in Familienunternehmen ebenfalls viel geringer einzuschätzen, da keine konkrete Trennung zwischen Aktionären und Managern besteht. Natürlich haben solche Unternehmen auch mit diversen Schwierigkeiten zu kämpfen. Klassische Schwächen von Familienunternehmen sind die internen Konflikte, die Gefahr durch Nepotismus und häufig schwaches Corporate Governance. Zudem kann die Kapitalbeschaffung bei privaten Unternehmungen fast nur mit der Aufnahme von Schulden erfolgen. Dennoch zeigt ein Indexvergleich von Familienunternehmen an der Börse mit echten Publikumsgesellschaften, dass erstere in der Vergangenheit die deutlich höheren Renditen abgeworfen haben.

Um eine echte in eine unechte Publikumsgesellschaft zu verwandeln wird, sofern das Management als Käufer auftritt, ein MBO angewendet. Dieses wird üblicherweise mehrheitlich mit Fremdkapital finanziert, was das Management dazu zwingt, die Firma äusserst effizient zu führen. Ist ein MBO erfolgreich, steigt normalerweise der Wert der Unternehmung. Hauptursache für ein MBO sind feindliche Übernahmeveruche. Das ist der erste wichtige Schritt in Richtung Going Private, sofern noch kein Mehrheitsaktionär vorhanden ist.

Die Vorzüge der Börse sind offensichtlich, der wichtigste Punkt ist die Kapitalbeschaffung, die bei kotierten Unternehmen auf verschiedenste Weise erfolgen kann. Zudem fördert eine Kotierung den Bekanntheitsgrad einer Unternehmung, was für zukünftige Erfolge relevant ist. Ein weiterer Pluspunkt ist, dass Wertschriften jederzeit über die Börse veräussert oder gekauft werden können. Den Vorteilen stehen zahlreiche Probleme, wie die Publikationspflichten, das Mitspracherecht der zahlreichen Aktionäre in Verbindung mit dem Druck der Medien oder hohe Kosten gegenüber. Die stetig zunehmende Regeldichte ist als besonders schwerwiegend zu werten. Einige Unternehmer stören sich auch an der zu hohen Volatilität der Aktienkurse. Die eben genannten Nachteile sind wichtige Gründe für ein Going Private. Zusätzlich zu erwähnen ist, dass ein tiefes Handelsvolumen Firmen dazu bewegen kann, ein Going Private durchzuführen.

Anhand der Theorie ist zu erkennen, dass durchaus gewichtige Gründe für ein Going Private existieren. Nun werden die in der Theorie gewonnenen Erkenntnisse mittels der Case Study über Hero überprüft. Bereits das MBO 1986 brachte sehr grosse Erfolge, die Firma

verdreifachte Umsatz, Reingewinn und Cash Flow innert wenigen Jahren und der Personalbestand verdoppelte sich beinahe. Nach dem Verkauf der Stimmenmehrheit an Dr. Oetker folgte eine mehrere Jahre andauernde Restrukturierungsphase, bis sich dann die Firma 2003 zum Going Private entschloss. Einige glückliche Umstände führten schliesslich zu diesem Schritt. Besonders hervorzuheben ist der Kauf des 15 Prozent Paketes von der ZKB zum Tiefstpreis, das Herr Ebner im Zuge der Wirtschaftskrise abgeben musste. Nach dieser Transaktion verfügte der Hauptaktionär über 73 Prozent des Kapitals. Die schlechte Wirtschaftslage ermöglichte ihm diesen Kauf und vereinfachte zudem das Public to Private, weil die Aktienkurse sehr tief lagen, somit fällt der Kapitalbedarf geringer aus. Die tiefen Zinssätze begünstigten das Vorhaben noch mehr. Die Gründe für den Rückzug von der Börse sind schnell gefunden, Hero beklagte sich öffentlich über das zu tiefe Handelsvolumen und die anhaltend schlechte Bewertung der Aktie. Die zahlreichen Regelungen, die Auseinandersetzung mit Ratingagenturen und die Kosten sind weitere Gründe, warum sich Hero von der Börse verabschiedete. Hinzu kam, dass sich die unzähligen Restrukturierungsmassnahmen in Zukunft auszahlen sollten. Die Gruppe wollte die zahlreichen Nachteile nicht mehr auf sich nehmen, nachdem Dr. Oetker dreiviertel des Kapitals besass. Das Going Private lag also auf der Hand und konnte erfolgreich durchgeführt werden. Durch den Rückzug von der Börse konnte die Firma ohne Umwege geführt werden und ein gesundes Wachstum anstreben. Der Umsatz befindet sich heute bei knapp CHF 2 Milliarden, nach den Restrukturierungen bis ins Jahr 2000 waren es lediglich rund CHF 1.2 Milliarden.

Die Erfolgsgeschichte von Hero lässt den Schluss zu, dass andere Unternehmen, die sich in einer vergleichbaren Situation befinden, unbedingt ein Going Private prüfen sollten. Eine Studie von 2004 zeigt potentielle Kandidaten auf, die anhand von drei objektiv beobachtbaren Kriterien ermittelt wurden. Die Betrachtung aus heutiger Sicht hat jedoch ergeben, dass kein einziges dieser Unternehmen ein Going Private im klassischen Sinne getätigt hat. Einige Firmen sind zwar von der Börse verschwunden, doch wurden sie beispielsweise von Nestlé, welche selbst an der Börse kotiert ist, erworben. Von ausserhalb ist weder ersichtlich, ob eine Firma ein Going Private anstreben sollte, noch, ob der Hauptaktionär überhaupt die notwendige Finanzierung gewährleisten könnte.

Verschiedene Erkenntnisse gehen aus den Untersuchungen hervor. Bereits der Theorieteil zeigt stichhaltige Gründe für ein Going Private auf, nur ist die Gewichtung der einzelnen Gründe schwer einzuschätzen. Die Studie über Hero hat grundsätzlich zwei Ergebnisse an den Tag gebracht. Das MBO war bereits sehr erfolgreich, die Firma erfuhr ein starkes Wachstum,

welches ganz nach den Vorstellungen des Managements war und auch der Aktienkurs stieg in diesen Jahren beträchtlich. Die wichtigere Erkenntnis ist aber, dass der Rückzug von der Börse absolut lohnenswert war. Die Nachteile der Börsenkotierung waren für Hero zu belastend, als dass sie diese noch hätten ertragen können. Das Going Private vereinfachte die Führung, die Firma konnte sich dem Druck von Aktionären und der Presse entziehen, somit konnte die Geschäftsführung ein gesundes Wachstum anstreben. Die Gründe decken sich grundsätzlich mit denjenigen aus der Theorie, anzufügen wäre noch das bestehende Insiderwissen oder die Probleme mit den Ratingagenturen. Die allgemeine Wirtschaftslage und die unternehmensspezifische Situation beeinflussten die Entscheidung erheblich. Ein Going Private wird vornehmlich während Krisenjahren durchgeführt, was zur Benachteiligung der Kleinaktionäre führt, welche die teils massiv unterbewerteten Titel dem Hauptaktionär andienen sollen. Die übliche Prämie auf den aktuellen Aktienkurs, die bei Hero vergleichsweise klein ausfiel, kann die Aktionäre nicht befriedigen. Der Fall Hero war aus unternehmerischer Sicht äusserst erfolgreich, nun ist es aber schwierig, aufgrund dieses Beispiels eine allgemein gültige Aussage zu machen. Wie bereits erwähnt, sind unzählige Voraussetzungen notwendig, um ein Going Private in Erwägung zu ziehen. Sind diese allerdings grösstenteils erfüllt, ist es sehr empfehlenswert, ein solches exakt zu prüfen, insbesondere gilt es auf die Finanzierbarkeit zu achten. Einem erfolgreichen Going Private stehen zuletzt nur noch die Aktionäre gegenüber, welche die Wertschriften zum angebotenen Preis verkaufen sollten.