

Cicor mitten in einer doppelten Palastrevolution

Führungsvakuum – Grossaktionäre verlangen Neuwahl des Verwaltungsrates – Magerer Leistungsausweis – Aktien weit unter Buchwert

Von Beat D. Hebeisen

Die Technologiegruppe Cicor steckt mitten in einem auf zwei Ebenen geführten Machtkampf. Der Verwaltungsrat entschied am Dienstag, sich von CEO Lucas Grolimund zu trennen. Der Entscheid wurde mit vier gegen zwei Stimmen gefällt. Der erst seit vier Monaten als Präsident amtierende Erwin Steinmann wurde überstimmt. Er zog daraufhin die Konsequenzen und erklärte seinen Rücktritt aus dem Verwaltungsrat.

Am Mittwoch, am gleichen Tag, als der Eklat im VR bekannt wurde, deponierten Vertreter von drei Grossaktionären zuhänden des Verwaltungsrates einen Brief. Darin wird der VR aufgefordert, innerhalb der gesetzlichen Frist eine ausserordentliche Generalversammlung einzuberufen. Einziges Traktandum: Neuwahl des Verwaltungsrates.

Streit oder Schlammsschlacht?

«Finanz und Wirtschaft» hat mit den beteiligten Parteien gesprochen. Dabei zeigte sich, dass um Cicor ein Machtkampf im Gange ist. Exponenten reden davon, dass sie an einer Schlammsschlacht kein Interesse hätten, doch genau das zeichnet sich ab. Und da fällt auch schon mal das Wort «Krieg». Hinter den Kulissen werden Fäden gesponnen. Glaubhaft erzählen die einen, in ihrem Engagement gehe es ausschliesslich um das Wohl des Unternehmens.

Von anderer Seite gibt es wilde Spekulationen, gewisse Kreise hätten ein Interesse an einem niedrigen Aktienkurs. Um ein Going Private oder eine Übernahme vorzubereiten – oder um sich persönlich zu bereichern? Viele wird vage angesprochen. Konkrete Hinweise gibt es zurzeit nicht. Immer wieder wird signalisiert, Fakten könnten, je nach Verlauf der Dinge, schon bald auf den Tisch gelegt werden.

Verwaltungsrat Robert Demuth, bis zum Frühling 2007 noch CEO des Unternehmens, versucht die Wogen erst einmal zu glätten. Cicor habe den Umsatz innerhalb von zweieinhalb Jahren von 25 Mio. auf 200 Mio. Fr. erhöht. Das sei die Leis-



Robert Demuth (l.) muss sich gegen Ex-Präsident Erwin Steinmann (r.) und Investor Bernhard Signorell wehren. BILD: S. MEIER/L. RITTER/PO

tung des aktuellen Führungsteams. Dank der dezentralen Strukturen des Unternehmens und den jeweils eigenständigen Tochtergesellschaften könne Cicor für eine gewisse Zeit auch ohne CEO geführt werden.

Das sieht Thomas Buri, Leiter Aktien Schweiz von der Bank Vontobel (gemeldete Beteiligung an Cicor: 5,5%), ganz anders. Vor dem Hintergrund der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sei die Entlassung des CEO ohne geregelte Nachfolge schwer verständlich. Bernhard Signorell von 3V Asset Management (7,5%) kritisiert die Leistungen des Managements. Diese seien «kein Ruhmesblatt». Er ärgert sich: Das unternehmerische Konzept von Cicor sei nie richtig zum Tragen gekommen (vgl. Kasten).

Beat Frey hat über die Corisol Holding in den letzten Monaten eine Beteiligung von knapp 5% aufgebaut. Aus seiner Sicht hat der heutige Verwaltungsrat die Erwartungen nicht erfüllt. Darum verlangt er einen Neuanfang mit einem ausgewechselten Gremium. Wie dieser Neustart im Detail aussehen könnte, darüber gibt es unterschiedliche Meinungen.

Vier Grossaktionäre wollen explizit, dass der zurückgetretene Erwin Steinmann wieder das Amt des VR-Präsidenten übernimmt. Das ist naheliegend. Steinmann wurde von den Grossaktionären für



das Amt portiert und pflegte in den letzten Monaten mit diesen Investoren einen regen Kontakt. Steinmann selbst bestätigt gegenüber «Finanz und Wirtschaft» eine entsprechende Anfrage.

Divergierende Ansichten gibt es, ob ein neuer Verwaltungsrat allenfalls Grolimund wieder einsetzen soll. Steinmann selbst ist überzeugt von den Qualitäten des früheren CEO. Er habe ihn als kompetente Führungskraft erlebt, die unter den Mitarbeitern der einzelnen Tochtergesellschaften geschätzt worden sei. Einige der Investoren stützen sich auf das Urteil von Steinmann. Andere kritisieren: Grolimund habe seit seinem Amtsantritt im Frühling 2007 wenig bis nichts bewegt. Für sie wäre ein Neustart mit dem ehemaligen CEO ein grober Fehlentscheid.

Zu hohe Erwartungen geweckt

Einig sind sich die Grossaktionäre in einem Punkt. Ihnen sei, lange vor der laufenden Finanzkrise, mit Blick auf Margen und Umsatzausweitung immer wieder das Blaue vom Himmel herab versprochen worden. Dem Verwaltungsrat wurde am Mittwoch signalisiert, man fühle sich vom alten Management «knallhart betrogen».

Michel Vokotic, Berater und Aktionär von Alpine Select (Cicor-Beteiligung: 4,1%), erinnert sich an die «schönfärber-



sche» Darstellung der Umsatz- und Margenerwartungen des alten Managements. Er gibt aber gleichzeitig zu, er sei selbst Schuld, darauf hereingefallen zu sein. Das sieht auch Buri so. Er habe für Vontobel den Investitionsentscheid zu verantworten. Allerdings sei er davon ausgegangen, dass die versprochene Restrukturierung schneller durchgezogen würde. Zudem ärgert er sich, dass die Photochemiepartie, die einst mit hohen Margen glänzte, dermassen «zugrunde geritten» worden sei.

Aus der Sicht des Investors ist Cicor seit Jahren ein Ärgernis. 1998 wurde das Unternehmen von der Börse noch mit 170 Mio. Fr. bewertet. Trotz Zukäufen, Fusionen und einer schrittweisen Erhöhung des Ka-

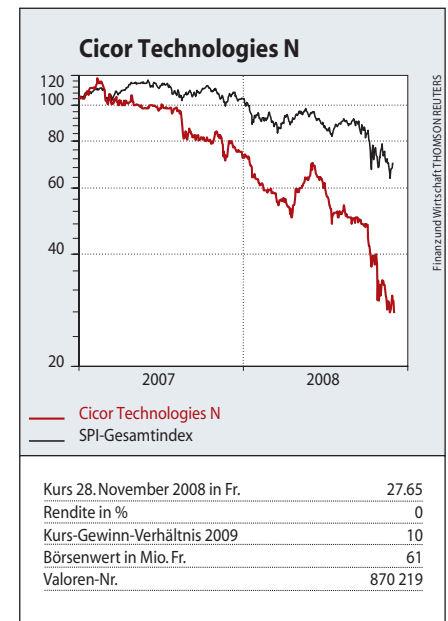
Verwaltungsrat	
Antoine Kohler, 53, Präsident	Anwalt
Urs Wehinger, 63	Anwalt
Jean-Louis Fatio, 74	Private-Equity-Spezialist. War Mehrheitsaktionär der von Cicor übernommenen NMS
Robert Demuth, 61	CEO von Cicor von 2005 bis 2007
Hanspeter Reinhardt, 60	Verkaufte 2007 sein 1984 gegründetes Unternehmen Reinhardt Microtech an Cicor
Ausgeschieden:	
Erwin Steinmann, 57	VR: Red IT; Sauter, Bachmann, Netstal; Hiag Gruppe, Kleindöttingen. Spezialist für Restrukturierungen, u. a. für U-Blox

pitals von 3,5 Mio. auf 22,6 Mio. Fr. und einer Umsatzsteigerung von 40 Mio. auf 200 Mio. Fr. sank die Börsenkapitalisierung auf 61 Mio. Fr. Die 2007 erreichte Marge von 5% ist für ein spezialisiertes Technologieunternehmen ungenügend.

Cicorel nicht erste Wahl

Im laufenden Jahr wird der Gewinn noch geringer ausfallen, als die 10 Mio. Fr. im Vorjahr (vgl. FuW Nr. 88 vom 5. November). Für 2009 erwarten wir eine weitere Abschwächung auf 6 Mio. Fr. oder 2.65 Fr. je Aktie. Per Ende Jahr zeichnen sich Korrekturen auf dem hohen Goodwill von 96 Mio. Fr. ab. Dadurch reduziert sich der noch hohe Buchwert von 70 Fr. je Aktie. Jetzt kämpfen einige Investoren «für die Rechte der Aktionäre» (Signorell).

Bereits im Januar 2009 könnten neue Fakten geschaffen werden. Cicor haben seit den Höchstkursen 2007 über 75% an Wert eingebüsst. Trotzdem: Werden die vielen Unwägbarkeiten berücksichtigt, ist die Gesellschaft für ein Investment uninteressant. Da gibt es an der Börse andere, gut funktionierende und besser aufgestellte Gesellschaften, die ebenso niedrig bewertet sind.



Veräusserungszwänge entstehen durch rigide Handhabung der Eigenmittelanforderungen, nicht durch IFRS

Marktwert ist fundamental für wirtschaftliche Entscheidungen

Von Christian Dreyer

Die Finanzkrise wird lange nach dem Abflauen der akuten Phase wirken. Mehr noch als für das Verhalten der Marktteilnehmer gilt das für Regelwerke und hoheitliche Einrichtungen, die verändert oder geschaffen werden, um die Krise zu mildern oder Wiederholungen zu verhindern.

Die G-20 hat an ihrem Krisengipfel zu Washington die Förderung von Transparenz und Offenlegung zur Chefsache erklärt. In klarem Kontrast dazu steht der massive Druck, den die europäischen Institutionen, allen voran die Kommission unter französischer Ägide, auf das International Accounting Standards Board (IASB) ausübten, damit es am 13. Oktober quasi über Nacht und ohne das übliche Konsultationsverfahren rückwirkend seine Standards ändert. Durch diese Anpassung können Firmen ihre Bücher vor Jahresende dahingehend frisieren, dass auf umgebuchte Positionen keine Verluste ergebniswirksam werden. Unter diesem Vorgehen leiden nicht nur die Vergleichbarkeit der Abschlüsse und das Vertrauen der Anleger in deren Qualität, sondern unmittelbar auch die Unabhängigkeit des IASB.

Eignerstruktur als Hemmschuh

Das ist umso unverständlicher, als die EU mit der verbindlichen Umstellung aller unter ihrer Jurisdiktion stehenden Firmen auf International Financial Reporting Standards (IFRS) per Anfang 2005 erst den entscheidenden Anstoss zum weltweiten Erfolg des Standardwerks gegeben hat. Dem erklärten Ziel eines einheitlichen, weltweit gültigen Sets qualitativ hochstehender Rechnungslegungsstandards dient auch die von der US-Börsenaufsicht am 14. No-

vember vorgeschlagene Roadmap, die den Weg aufzeigt, wie sogar der bislang einzige ernstzunehmende Wettbewerber (US-Gaap) bis 2014 durch IFRS abgelöst werden kann. Was also geht hier vor?

Die Spannungen zwischen EU und IASB haben eine sachliche und eine institutionelle Dimension. Erstere besteht darin, dass eine Reihe europäischer – besonders französischer – Finanzdienstleister unzufrieden ist mit der zunehmenden Rolle, die die Bewertung zu Marktpreisen (Fair Value) im Rahmen des IFRS-Regelwerks spielt. Die in vielen kontinentaleuropäischen Märkten vorherrschende Eigentümerkonstellation mit einer dominierenden Aktionärsgruppe (beispielsweise Familie, Management) ist dem auf möglichst grosse Transparenz für ein breit gestreutes Aktionariat ausgerichteten Ansatz des IASB nicht wohlgesinnt.

Auf der institutionellen Ebene hadern die politischen Akteure mit ihrer Entscheidung, Kompetenzen zur Setzung nationaler Rechnungslegungsstandards kollektiv an ein unabhängiges internationales Expertengremium delegiert zu haben – wenngleich nicht bedingungslos: Die EU hat sich das Druckmittel (bekannt als «nukleare Option») vorbehalten, einzelnen Standards oder Teilen davon in ihrem Rechtsraum die Anwendung zu versagen. Die Ausübung dieser Option schüfe eine regionale IFRS-Version, was im Widerspruch zum Ziel global einheitlicher Rechnungslegungsstandards stünde. Dank dieses Druckmittels hat sich die EU ausgerechnet, dass sie als gewichtigste IFRS-Anwenderin faktisch ein Veto gegen unliebsame einzelne Regeln besässe. Mit der zunehmend globalen Verbreitung der Standards gerät dieses Veto aber ins Wanken.

Neu ist diese Sachlage nicht, hat es doch schon als der umstrittene IAS-Artikel 39 (Bewertung von Finanzinstrumenten) in Kraft trat grosse Diskussionen über eine europäische Ausnahmeregelung (Carve-out) samt Intervention Präsident Chiracs gegeben. Brisant wird sie aber infolge der Kreditkrise und der beschleunigten Talfahrt der Märkte.

Fair Value schützt Anleger

Jetzt wird nämlich argumentiert, dass Banken und andere Finanzdienstleister wegen der Marktwertbewertung angesichts fallender Kurse gezwungen seien, Verluste zu realisieren, indem sie ihren Wertschriftenbestand reduzieren. Daher müsse die Fair-Value-Bewertung notfalls ausser Kraft gesetzt werden, um den Teufelskreis fallender Kurse durchbrechen zu können.

Diese Argumentation ist aber nachweislich falsch, denn der Veräusserungszwang entsteht nicht durch die Marktwertbewertung, sondern erst durch starre Handhabung der aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen bei hoch gehebelten Bilanzen ohne kräftige Kapitalbasis. Mit etwas Abstand scheint sich auch bei den G-20-Teilnehmern die Einsicht durchgesetzt zu haben, dass ausserordentliche Stabilisierungsmassnahmen nicht an der Marktwertbewertung ansetzen dürfen, sondern an der Aufsichtspraxis in ausserordentlichen Situationen. Die Finanzberichterstattung dient zwar u. a. auch den Behörden als Arbeitsinstrument. Der Aufsicht steht es aber jederzeit frei, weitere Informationen einzuholen. Diese Möglichkeit haben Anleger nicht, weshalb ihrem Informationsbedürfnis im Rahmen der Finanzberichterstattung Priorität eingeräumt

werden muss. Diesem Informationsbedürfnis ist mit Fair-Value-Bewertung am besten gedient, schreibt doch das CFA-Institute in seinem Comprehensive Business Reporting Model, dass die Kenntnis des Marktwerts die relevanteste Grundlage für wirtschaftliche Entscheidungen darstellt.

Noch ist es aber zu früh für eine Entwarnung in der Auseinandersetzung zwischen EU und IASB. Zwar unterstützt auch die G-20 die Zielsetzung eines einheitlichen, weltweiten Sets qualitativ hochstehender Rechnungslegungsstandards, und die US-Börsenaufsicht schlägt trotz des IASB-Kniefalls vom 13. Oktober vor, IFRS bald auch in den USA zuzulassen. Dennoch besteht die Drohkulisse der EU fort – ultimative Forderungen nach weiterer Aufweichung von Standards noch vor Jahresende stehen an. Die nächsten Scharmützel unter dem verführerischen Titel der Stabilität sind programmiert.

Dennoch scheinen wir dem Ziel eines einheitlichen, globalen Rechnungslegungsstandards näher zu kommen. Aus Anlegerperspektive ist dies wünschenswert, solange sich das Standardisierungsgremium durch geeignete institutionelle Vorkehrungen vor gut organisierten Partikularinteressen schützen kann. Der Wettbewerb zwischen Standardfamilien wäre nur dann die zweitbeste Lösung, wenn ungebührliche politische Einflussnahme nicht anders neutralisiert werden könnte. Eine Internationalisierung des Standardisierungsprozesses in der absehbaren Konstellation mit mehreren, ähnlich einflussreichen Akteuren (EU, USA, Japan, China) verspricht die beste Lösung.

Christian Dreyer, CFA, ist Mitglied der Analyst Representatives Group beim IASB und des Vorstands der Swiss CFA Society.

