

**Attraktivitätsfaktoren von Handelsplätzen
für IPOs von Micro, Small und Mid Caps**

Ein Vergleich zwischen Schweden und der Schweiz

Bachelorarbeit

Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften

School of Management and Law

Bachelor in Betriebsökonomie – Vertiefung Accounting, Controlling, Auditing

Christoph Vontobel

██

██

Matrikelnummer 16-569-238

Betreuung durch Dr. Thomas Ruffieux

Zürich, 25. Mai 2020

Management Summary

Über die letzten 20 Jahre wurde in Europa tendenziell ein Rückgang von Initial Public Offerings (IPOs) beobachtet. Insbesondere kleinere Unternehmen wählen seltener den Gang an die Börse. Zunehmende Regulierungen haben dazu geführt, dass Wachstumskapital über andere Quellen bezogen wird. Es fällt jedoch auf, dass Schweden, ein mit der Schweiz vergleichbares Land, in den vergangenen Jahren eine hohe Anzahl an IPOs auswies, speziell bei Micro, Small und Mid Caps.

In dieser Arbeit wurden deshalb die Entscheidungskriterien erforscht, die kleinere Firmen bei der Handelsplatzwahl im Rahmen eines IPOs anwenden. Dazu erfolgte ein Vergleich der Attraktivität der beiden Länder für IPOs von Micro, Small und Mid Caps. Zuletzt wurde ermittelt, wie die Schweiz ihre Positionierung als Börsenstandort für solche Firmen weiter stärken kann.

Zur Beantwortung der Forschungsfragen führte der Autor insgesamt sechs Interviews mit Fachpersonen aus dem Kapitalmarktgeschäft. Zusätzlich erfolgte eine Analyse der Länder und Handelsplätze anhand qualitativer und quantitativer Faktoren unter Einbezug von bestehenden Fachberichten, Marktdaten und geltenden Regularien.

Die Entscheidungskriterien zur Wahl des Handelsplatzes variieren aufgrund der Firmengrösse nur marginal. Eine jederzeit allgemeingültige Priorisierung der Kriterien kann nicht vorgenommen werden. In der Tendenz sind jedoch die Sektorenexpertise eines Handelsplatzes sowie der Heimmarkt einer Firma die bedeutendsten Faktoren, da dort die grösste Investorennachfrage vermutet wird und als Konsequenz die höchste Bewertung erzielt werden kann. Anhand des Vergleichs wird deutlich, dass Schweden speziell für IPOs von Micro und Small Caps attraktiver als die Schweiz ist. Durch staatlich getriebene Initiativen wurde sowohl eine starke Aktienkultur geschaffen als auch eine hohe Nachfrage für Investitionen in kleinere Unternehmen gefördert. Auf dieser Basis wurde ein Ökosystem gebildet, das durch eine breite Auswahl an Handelsplätzen und unterstützenden Anbietern charakterisiert ist. Für IPOs von Mid Caps weisen beide Länder eine hohe Attraktivität auf. Die Positionierung des Schweizer Börsenplatzes lässt sich weiter stärken, indem das regulatorische Umfeld international kompatibel bleibt, steuerliche Nachteile beseitigt werden und ein dediziertes Segment für Micro, Small und Mid Caps geschaffen wird.

Die Repräsentativität der Resultate ist aufgrund der kleinen Stichprobe eingeschränkt. Des Weiteren sind die Erkenntnisse jeweils nur im Kontext der definierten Begriffe bzw. Kategorisierungen anwendbar. Es konnte aber trotz dieser Limitationen eine Übersicht zu den Entscheidungskriterien bei der Handelsplatzwahl erarbeitet werden. Überdies erfolgte ein Vergleich der Handelsplätze auf hohem Betrachtungsniveau. Somit wurde eine Basis für weitergehende Forschungen geschaffen, die primär Potenzial für quantitative Analysen bietet.

Für den Schweizer Börsenplatz besteht mit der Etablierung eines dedizierten Handelsplatzes für schnell wachsende Firmen eine Opportunität. Es ist daher eine tiefgreifende Analyse zum Bedarf und zur Realisierbarkeit eines solchen Vorhabens zu empfehlen.

Inhaltsverzeichnis

I. Abbildungsverzeichnis	V
II. Tabellenverzeichnis	V
III. Abkürzungsverzeichnis.....	VI
1. Einleitung	1
1.1. Relevanz des Themas	3
1.2. Forschungsfragen	3
1.3. Erläuterungen zum Aufbau der Arbeit	4
1.4. Einschränkungen	4
2. Theoretische Fundierung und Stand der Forschung	5
2.1. Börsengang, Handelsplatz und Marktkapitalisierung	5
2.1.1. Definition Börsengang	5
2.1.2. Definition Handelsplatz.....	6
2.1.3. Definition Micro, Small und Mid Cap	6
2.2. Stand der Forschung.....	8
3. Empirische Abhandlung der Fragestellung	12
3.1. Methodik und Daten.....	12
3.2. Entscheidungskriterien bei der Wahl des Handelsplatzes.....	14
3.2.1. Unterschiede zwischen Micro, Small und Mid Caps	14
3.2.2. Einzigartigkeit von Börsengängen	14
3.2.3. Grundvoraussetzungen	14
3.2.4. Hauptfaktoren	15
3.2.5. Zusatzfaktoren	18
3.2.6. Untergeordnete Faktoren	19
3.2.7. Fazit – Entscheidungskriterien bei der Wahl des Handelsplatzes	20
3.3. Vor- und Nachteile der Vergleichsländer und Handelsplätze	22
3.3.1. Wettbewerbsfähigkeit/Standortattraktivität	22
3.3.2. Steuerliche Rahmenbedingungen	23
3.3.3. Anlagevermögen	25
3.3.4. Nachfrage der Anleger	27
3.3.5. Handelsplätze, deren Sektorenexpertise und Regularien	32
3.3.6. Ökosystem rund um die Handelsplätze	49
3.3.7. Fazit – Vor- und Nachteile der Vergleichsländer und Handelsplätze	52
3.4. Vorschläge zur Stärkung des Börsenstandortes Schweiz	53
3.4.1. Beibehaltung der Rechtssicherheit und internationale Kompatibilität der regulatorischen Bestimmungen.....	53
3.4.2. Etablierung eines dedizierten Handelsplatzes für kleinere Unternehmen	54
3.4.3. Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen	56
3.4.4. Weiterführung spezifischer Massnahmen und Möglichkeiten	57
4. Schlussfolgerungen der Arbeit	59
5. Literaturverzeichnis	60
6. Anhang.....	68

I. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anzahl Börsengänge an europäischen Handelsplätzen.....	1
Abbildung 2: Trend der Börsengänge in den Top-10-Ländern Europas.....	2
Abbildung 3: Geschätzte Vermögen der Schweiz und Schweden, 2019	25
Abbildung 4: Grenzüberschreitende Vermögen, 2018, Top 8 der Offshore-Zentren	26
Abbildung 5: Verteilung der finanziellen Vermögen von Haushalten.....	27
Abbildung 6: Analystenempfehlungen.....	31
Abbildung 7: Sektorengliederung SIX.....	36
Abbildung 8: Sektorengliederung Nasdaq Stockholm und Nasdaq First North	37
Abbildung 9: Sektorengliederung NGM Equity und NGM Nordic SME.....	37
Abbildung 10: Sektorengliederung Spotlight Stock Market	37

II. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Börsengänge nach Marktkapitalisierungsklassen	2
Tabelle 2: Vergleich der Volkswirtschaften der Schweiz und Schweden	2
Tabelle 3: Arten von Börsengängen ohne Platzierungsangebot.....	5
Tabelle 4: EY's IPO destination compass.....	9
Tabelle 5: Übersicht der Interviews und Gesprächspartner	12
Tabelle 6: Vergleich der Steuern in Verbindung mit der Kapitalbeschaffung.....	23
Tabelle 7: Übersicht der betrachteten Handelsplätze	33
Tabelle 8: Kotierungsanforderungen der Handelsplätze.....	39
Tabelle 9: Anforderungen zur Aufrechterhaltung der Kotierung.....	47
Tabelle 10: Bruttomedianlöhne Schweiz und Schweden	49

III. Abkürzungsverzeichnis

Anhand der nachfolgenden Liste wird ein Überblick über die verwendeten Abkürzungen geboten. Diese werden, falls nicht allgemein bekannt, bei Erstnennung im Text eingeführt. Die dritte Spalte gibt bei landesspezifischen Begriffen den Rechtsraum an, in welchem dieser im Rahmen der Arbeit relevant ist.

Abkürzung	Begriff	Relevanz
AB	Aktiebolag (schwedisches Pendant zur schweizerischen Aktiengesellschaft)	Schweden
AG	Aktiengesellschaft	Schweiz
APA	American Psychological Association	
BFS	Bundesamt für Statistik	Schweiz
BR	Bundesrat der Schweizer Eidgenossenschaft	Schweiz
BVers	Bundesversammlung der Schweizer Eidgenossenschaft	Schweiz
BVS	Bundesamt für Sozialversicherungen	Schweiz
BZR	Beirat Zukunft Finanzplatz	Schweiz
bzw.	bzw.	
d. h.	das heisst	
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement	Schweiz
EP	Europäisches Parlament	Schweden
ER	Europäischer Rat	Schweden
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung	Schweiz
et al.	et alii, et aliae, et alia (Lateinisch für <i>und andere</i>)	
EU	Europäische Union	Schweden
FIDLEG	Finanzdienstleistungsgesetz	Schweiz
FIDLEV	Finanzdienstleistungsverordnung	Schweiz
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz	Schweiz
FinfraV	Finanzmarktinfrastrukturverordnung	Schweiz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht	Schweiz
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (Englisch für <i>Rechnungslegungsstandard</i>)	
i. V. m.	in Verbindung mit	
IFRS	International Financial Reporting Standards	
IPO	Initial Public Offering (Englisch für <i>Börsengang</i>)	
KMU	kleine und mittlere Unternehmen	Schweiz
KR	Kotierungsreglement	Schweiz
M&A	Mergers & Acquisitions (Englisch für <i>Zusammenschlüsse und Übernahmen</i>)	
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Englisch für <i>Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente</i>)	Schweden
MMR	Marktmissbrauchsrichtlinie	Schweden
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung	Schweden
MTF	Multilateral Trading Facility (Englisch für <i>multilaterales Handelssystem</i>)	Schweden
n. a.	nicht anwendbar	
NGM AB	Nordic Growth Market Aktiebolag	Schweden
NYSE	New York Stock Exchange	
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Englisch für <i>Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung</i>)	Schweden + Schweiz
OTC	over-the-counter (Englisch für <i>ausserbörslicher Handel</i>)	
OTF	Organised Trading System (Englisch für <i>organisiertes Handelssystem</i>)	Schweden + Schweiz
RB Nasdaq FNGM	Rulebook Nasdaq First North Growth Market	Schweden
RB Nasdaq MM	Rulebook Nasdaq Main Market	Schweden

Abkürzung	Begriff	Relevanz
RB NGM EQ	Rulebook Nordic Growth Market Equity	Schweden
RB NGM Nordic SME	Rulebook Nordic Growth Market Nordic SME	Schweden
RLCG	Richtlinie Corporate Governance (SIX Swiss Exchange AG)	Schweiz
RLTR	Richtlinie Track Record (SIX Swiss Exchange AG)	Schweiz
RTR	Richtlinie Track Record (BX Swiss AG)	Schweiz
SCGB	Swedish Corporate Governance Board	Schweden
SCGC	Swedish Corporate Governance Code	Schweden
SER	SIX Exchange Regulation AG	Schweiz
SME	Small and Medium-sized Enterprises (Englisch für <i>kleine und mittlere Unternehmen</i>)	Schweden
SPI	Swiss Performance Index	Schweiz
SR	Spotlight's Regulations	Schweden
UEK	Übernahmekommission	Schweiz
v. a.	vor allem	
VegüV	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften	Schweiz
vgl.	vergleiche	
WAK-N	Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates	Schweiz
WAK-S	Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates	Schweiz
WBF	Eidgenössisches Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung	Schweiz
WEF	World Economic Forum	
z. B.	zum Beispiel	

1. Einleitung

Seit Beginn der Jahrtausendwende ist die Zahl der Börsengänge von Unternehmen an europäischen Handelsplätzen generell rückläufig, wie die folgende Abbildung und die rote Trendlinie implizieren.

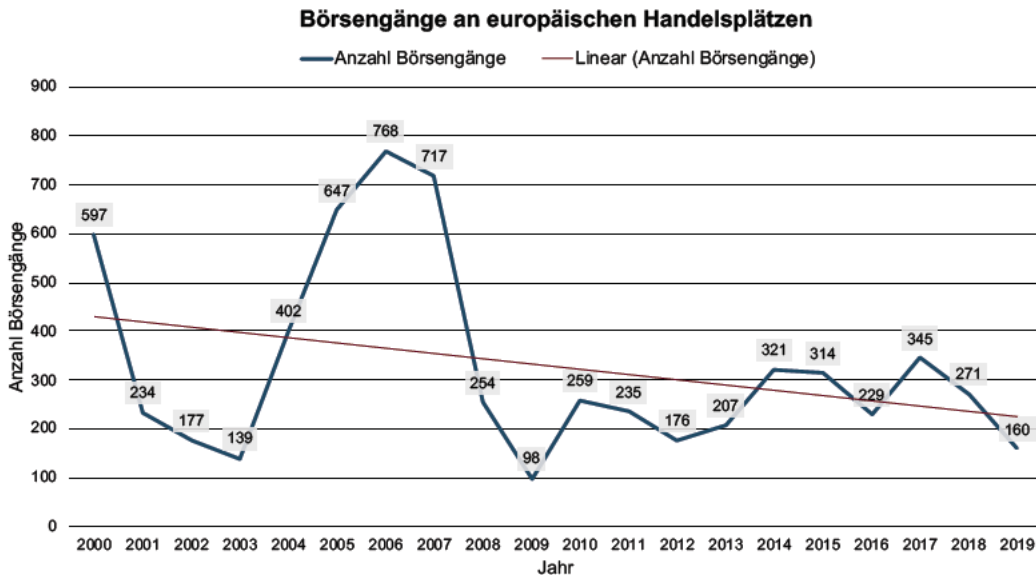


Abbildung 1: Anzahl Börsengänge an europäischen Handelsplätzen

[Eigene Illustration mit Daten von FactSet (2020), inkludiert Börsengänge in den Ländern des Europäischen Wirtschaftsraumes (Mitglieder per 1. April 2020) und den folgenden Ländern: Aserbaidschan, Georgien, Monaco, Russland, Serbien, Schweiz, Türkei, Ukraine]

Gemäss der European IPO Task Force (2020, S. 11) sind die Gründe dafür unterschiedlich. Unter anderem wachsen Unternehmen zunehmend infolge von Zusammenschlüssen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions), aber auch durch mehrere regulatorische Änderungen wurde die Börsenpräsenz sukzessive unattraktiv gestaltet. Des Weiteren folgte aus historisch rekordtiefen Zinsen und der steuerlichen Bevorzugung von Fremdkapital, dass Unternehmen vereinfacht Kapital leihen können. Zusätzlich liess sich beobachten, dass finanzielle Mittel ebenso vermehrt durch Venture-Capital- und Private-Equity-Anbieter bereitgestellt werden.

Bei einer Betrachtung der Aktienmärkte der zehn europäischen Ländern mit der grössten Anzahl von Börsengängen weisen acht eine rückläufige Entwicklungstendenz auf (Vereinigtes Königreich, Deutschland, Frankreich, Polen, Türkei, Schweiz, Norwegen und Griechenland). Mit Schweden und Italien existieren jedoch zwei Länder, die an ihren lokalen Börsen einen anhaltenden positiven IPO-Trend ausweisen, wie anhand Abbildung 2 deutlich wird.

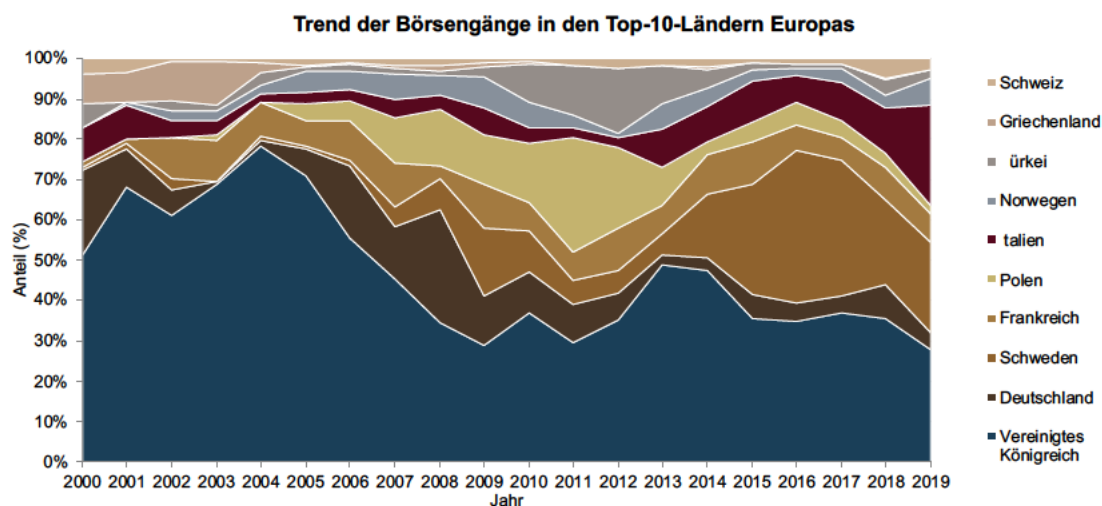


Abbildung 2: Trend der Börsengänge in den Top-10-Ländern Europas
[Eigene Illustration mit Daten von FactSet (2020)]

Während die Entwicklungstendenz in Italien nur minimal ansteigend ist, kann bei Schweden ein signifikant zunehmender Trend beobachtet werden. Seit dem Jahr 2000 haben in diesem skandinavischen Land 525 Gesellschaften den Gang an die Börse vollzogen, während die Schweiz mit 111 IPOs nicht einmal auf ein Viertel dieses Wertes kommt.

Werden die letzten zehn Jahre betrachtet und gleichzeitig die Marktkapitalisierungs-klassen analysiert (Definition gemäss Unterkapitel 2.1.3.), so hat die Schweiz lediglich bei den Large Caps mehr IPOs verzeichnet. Hingegen sind dort Börsengänge im Bereich der Micro Caps und Small Caps im Vergleich zu Schweden nahezu inexistent, während auch im Mid-Cap-Bereich Schweden eine zirka doppelt so hohe Zahl an IPOs ausweist.

Land	Micro Cap	Small Cap	Mid Cap	Large Cap	Total
Schweiz	2	7	27	8	44
Schweden	319	56	55	3	433

Tabelle 1: Börsengänge nach Marktkapitalisierungsklassen
[FactSet (2020), Allokation der Kapitalisierungsklasse mit Daten von Bloomberg (2020a) und SIX (2020)]

Diese Situation ist insofern beachtenswert, als sich beide Wirtschaften in zahlreichen Aspekten ähneln. In folgender Tabelle werden einige Vergleichsmerkmale gezeigt.

Land	Einwohner 2018	Bruttoinlandprodukt (kaufkraftbereinigt, Milliarden US-Dollar), 2018	Anteil der KMU- Beschäftigten (Unternehmen bis 250 Mitarbeiter), 2014	Wagniskapital: Volumen der 20 grössten Finanzierungsrunden (Millionen US-Dollar), 2018
Schweiz	8'513'227	580	69%	687
Schweden	10'175'214	542	64%	605

Tabelle 2: Vergleich der Volkswirtschaften der Schweiz und Schweden
[(Weltbank, 2020), (Bundesamt für Statistik [BFS] 2017, S. 19), (Heimann, Kyora, Pedergnana & Geilinger, 2019, S. 15)]

Weshalb also verfügt Schweden trotz ähnlicher Wirtschaftsstruktur über eine höhere Anzahl von IPOs im Bereich der Micro, Small und Mid Caps? Basierend auf dieser Ausgangslage erfolgt in der vorliegenden Arbeit eine Beschäftigung mit den treibenden Faktoren für die Attraktivität von Handelsplätzen in Bezug auf IPOs von Micro, Small und Mid Caps. Im Zentrum dieser Abhandlung steht ein Vergleich zwischen Schweden und der Schweiz.

1.1. Relevanz des Themas

Die Entwicklungen von Börsen und ihrer Indizes sind nicht nur bedeutende Indikatoren zur Beurteilung der ökonomischen Lage eines Landes, sondern öffentliche Handelsplätze dienen auch für Unternehmen als relevante Quelle zur Aufnahme von Kapital für die Finanzierung von Wachstumsplänen (European IPO Task Force, 2020, S. 9). Gemäss der European IPO Task Force (2020, S. 9) führen gut funktionierende Kapitalmärkte zu höherem Wirtschaftswachstum, grösserer Innovationsbereitschaft und der Möglichkeit, makroökonomische Erschütterungen besser zu bewältigen. Für Unternehmen ist der Zugang zum Publikumsmarkt ebenfalls vorteilhaft: Im Vergleich zu anderen Finanzierungsarten erlaubt ein Börsengang unter anderem eine Erweiterung der Investorenbasis, die Stärkung des Unternehmensbildes in der Öffentlichkeit und Optionen zur finanziellen Anreizsetzung für Arbeitnehmer, z. B. via Mitarbeiterbeteiligungspläne (European IPO Task Force, 2020, S. 9). Verglichen mit *Venture Capital* erlaubt ein IPO eine breitere Streuung der neuen Aktionäre und einen in geringerem Masse dominanten Einfluss bzw. eine niedrigere Abhängigkeit von einer geringen Zahl von Anteilseignern (Institutional Money, 2017).

Eine Verbesserung des IPO- und Börsenumfeldes in der Schweiz ist daher nicht nur für die Handelsplatzbetreiber und Emissionsbanken von Interesse, sondern auch für Unternehmen, die zukünftig als Emittenten von Beteiligungspapieren auftreten möchten. Für den Börsenplatz Schweiz und seine Akteure dürften die Erkenntnisse, die im Rahmen dieser Arbeit zusammengetragen wurden, als Inspiration für weitere Verbesserungsmassnahmen und Innovationen im Bereich von Micro, Small und Mid Caps dienen.

1.2. Forschungsfragen

Anhand von Forschungsfrage 1 wird untersucht, mittels welcher Kriterien Micro, Small und Mid Caps einen Handelsplatz für einen IPO evaluieren und weshalb sie sich gegen eine lokale Kotierung zu Gunsten einer ausländischen entscheiden.

In Forschungsfrage 2 werden sowohl Vor- als auch Nachteile von Schweden und der Schweiz bzw. ihrer Handelsplätze in Bezug auf IPOs von Micro, Small und Mid Caps anhand mehrerer Eigenschaften untersucht sowie kritisch beurteilt.

Am Ende wird bei der Forschungsfrage 3 auf den Erkenntnissen der Forschungsfrage 2 aufgebaut: Wie kann die Schweiz als Börsenstandort ihre bestehenden Vorteile weiter fördern, Nachteile abschwächen und Erfolgsfaktoren von Schweden replizieren? Im Zentrum der Betrachtung stehen dabei primär Faktoren, welche nicht ausschliesslich standortspezifisch sind.

1.3. Erläuterungen zum Aufbau der Arbeit

Diese Bachelorarbeit ist in vier Teile gegliedert. Im ersten Teil erfolgt eine Einführung in das Thema und die drei Forschungsfragen. In Teil 2 werden einige grundlegende Begriffe, die im Kontext dieser Abhandlung relevant sind, erläutert. Weiter wird der aktuelle Stand des Wissens vermittelt. Im dritten Teil wird zuerst die Forschungsmethodik erörtert. Anschliessend werden in je einem Kapitel die Ergebnisse und das Fazit pro Forschungsfrage präsentiert. In Teil 4 wird ein generelles Fazit zur Arbeit gezogen und es werden Vorschläge für weitergehende Forschungen unterbreitet.

1.4. Einschränkungen

Mit dieser Arbeit soll ein Einblick in die bedeutendsten Entscheidungskriterien gegeben werden, die kleinere Unternehmen bei der Wahl ihrer IPO-Lokalität anwenden. Des Weiteren wird ein Vergleich zwischen Schweden und der Schweiz hinsichtlich der Umfeldattraktivität für solche IPOs vorgenommen. Da einschlägige Literatur nur punktuell vorhanden ist, erfolgte die Erforschung anhand von Expertengesprächen. Sie ist daher auf kleine Stichproben beschränkt. Die Erkenntnisse sind folglich gemäss wissenschaftlicher Definition nicht repräsentativ, sondern als Hypothesen zu verstehen.

Eine weitere Einschränkung muss hinsichtlich der Vollständigkeit vorgenommen werden. Da die Zeit zur Erstellung der Bachelorarbeit begrenzt war und das Themenfeld breitgefächert ist, kann in der vorliegenden Abhandlung nicht auf sämtliche Aspekte eingegangen werden. Wo die Möglichkeit dazu bestand, wurden Erkenntnisse mittels statistischer Analysen bzw. Abfragen von Datenbanken (z. B. FactSet oder Bloomberg) unterlegt. Der Autor war bemüht, eine hohe Datenqualität mit Hilfe von Stichproben und Vergleichen zu erzielen. Eine vollständige Datenkorrektheit kann jedoch entgegen aller Anstrengungen nicht gewährleistet werden, weshalb die Präzision und Vollständigkeit zu einem gewissen Masse eingeschränkt sind.

2. Theoretische Fundierung und Stand der Forschung

2.1. Börsengang, Handelsplatz und Marktkapitalisierung

2.1.1. Definition Börsengang

Achleitner (2018) definiert einen Börsengang (auf Englisch *Initial Public Offering*, kurz *IPO*) wie folgt: «[...] erstmaliges öffentliches Angebot einer bislang nicht börsennotierten Aktiengesellschaft [...], Aktien des emittierenden Unternehmens zu zeichnen mit der Zielsetzung, diese an einer Wertpapierbörse zum Handel zuzulassen und zu notieren.» Der Börsengang mit Platzierungsangebot stellt die konventionelle Variante dar. Zusätzlich existieren weitere Arten von Börsengängen, bei welchen keine Beteiligungspapiere bei neuen Anlegern platziert werden (SIX Swiss Exchange AG [SIX], 2018, S. 24):

Deutscher Begriff	Englischer Begriff	Beispiel
Direkte Kotierung	Direct Listing	Eine Unternehmung ersucht lediglich um die Kotierung und Handelszulassung ihrer Aktien an einer Börse, ohne neue Aktien zu platzieren.
Zweitkotierung	Dual Listing	Eine Unternehmung, deren Anteilsscheine bereits an einer Börse kotiert sind, ersucht um die Kotierung und Handelszulassung an einem weiteren Handelsplatz.
Umkotierung	Relisting	Eine Unternehmung gibt die Kotierung an einer Börse auf und wechselt an einen anderen Handelsplatz.
Abspaltung	Spin-off	Eine bereits kotierte Gesellschaft spaltet einen Unternehmensbereich ab und beantragt die Kotierung und Zulassung zum Handel ihrer Aktien an einer Börse.
Übernahme eines Börsenmantels	Reverse Merger	Eine bisher private Unternehmung übernimmt eine Gesellschaft, die bereits an der Börse kotiert ist. Damit kann sich der Akquisiteur den Kotierungsprozess sparen.

Tabelle 3: Arten von Börsengängen ohne Platzierungsangebot (SIX, 2018, S. 24)

Im Rahmen dieser Forschungsarbeit ist primär die Variante *Börsengang mit Platzierungsangebot* von Bedeutung. Bei den oben genannten Definitionen handelt es sich um global verwendete Begriffe. Diese werden entsprechend in Schweden und der Schweiz genutzt.

2.1.2. Definition Handelsplatz

In der Schweiz existieren gemäss Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) mit Börsen und multilateralen Handelssystemen zwei Arten von Handelsplätzen (Art. 26 FinfraG, Bundesversammlung der Schweizer Eidgenossenschaft (BVers), 2020a). In Verbindung mit Beteiligungsrechten wie Aktien ist auch der ausserbörsliche Handel bzw. Over-the-counter-Markt (kurz OTC-Markt) zu erwähnen, welcher in der Schweiz gemäss FinfraG als organisiertes Handelssystem eingestuft wird. Da gemäss Von Der Crone und Projer (2016, S. 49) die Möglichkeiten zur Kapitalaufnahme im OTC-Markt limitiert sind, werden diese Handelssysteme im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht betrachtet.

Die Europäische Union (EU) unterscheidet in ihrer Finanzmarktrichtlinie (MiFID) drei Arten von Handelsplätzen (Art. 4 (1) 24 MiFID, Europäisches Parlament [EP] und Europäischer Rat [ER], 2014a): (i) Regulierter Markt, (ii) multilaterales Handelssystem (auf Englisch *Multilateral Trading Facility*, kurz *MTF*) und (iii) organisiertes Handelssystem (auf Englisch *Organised Trading Facility*, kurz *OTF*). Der Hauptunterschied zwischen Regulierten Märkten und MTFs besteht darin, dass Letztere sich auch durch eine Wertpapierfirma (z. B. eine Bank) betreiben lassen, während Regulierte Märkte nur durch reine Marktbetreiber (etwa eine Börsenorganisation) verwaltet werden können (Art. 4 (1) 21.–22. MiFID, EP & ER, 2014a). An OTFs der Europäischen Union werden keine Beteiligungsrechte gehandelt, sondern nur Instrumente wie Schuldverschreibungen, Emissionszertifikate und Derivate (Art. 4 (1) 23. MiFID, EP & ER, 2014a). Deshalb sind sie im Rahmen dieser Abhandlung nicht von Belang.

Regulierte Märkte der EU sind folglich als Äquivalent zur schweizerischen Börse zu verstehen. Im Rahmen dieser Forschungsarbeit wird zur Vereinfachung der Begriff *Börsengang* ebenso für Transaktionen an MTFs verwendet, obwohl rechtlich betrachtet diese keine Börsen bzw. Regulierten Märkte sind. Die Begriffe *Handelszulassung*, *Listing* und *Kotierung* werden als Synonyme verwendet, wenn auch der letztgenannte Terminus nur an einer Börse bzw. einem Regulierten Markt rechtlich korrekt ist.

2.1.3. Definition Micro, Small und Mid Cap

Die finanzielle Bewertung von Gesellschaften, die an einem Handelsplatz kotiert sind, kann über die Marktkapitalisierung hergeleitet werden. Dabei wird der Kurs einer Aktie mit der Anzahl ausstehender Anteilsscheine multipliziert (Wenke, 2018). Unternehmen können anhand dieser Börsenbewertung in mehrere Klassen eingeteilt werden: Micro,

Small, Mid und Large Caps. *Cap* ist die Kurzbezeichnung für *Market Capitalization*, dem englischen Begriff für *Marktkapitalisierung* (HarperCollins, 2020a).

Eine global einheitliche Klassifizierung existiert indes nicht. Die World Federation of Exchanges (2019, S. 17) versteht Large Caps als Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung über 1.3 Milliarden US-Dollar, Mid Caps als solche mit einer Börsenkapitalisierung zwischen 1.3 und 200 Millionen US-Dollar, Small Caps als solche mit einer Marktkapitalisierung zwischen 200 und 65 Millionen US-Dollar und Micro Caps als solche mit einer Bewertung unter 65 Millionen US-Dollar.

Die Einteilung an der Schweizer Börse SIX erfolgt nicht anhand absoluter Bandbreiten. Im Swiss Performance Index (kurz SPI) wird entlang einer Ordinalskala der Börsenkapitalisierung kategorisiert, wobei die 20 Gesellschaften mit der höchsten Kapitalisierung als Large Caps eingestuft werden. Die nächstgrösseren 80 Unternehmen sind Mid Caps und die verbleibenden zirka 100 Firmen werden der Kategorie Small Caps alloziert. Eine dedizierte Kategorie für Micro Caps existiert nicht (SIX Group AG, 2019, S. 23). Anhand der Analyse des SPIs per 6. April 2020 wird deutlich, dass die Grenze zwischen Large und Mid Caps bei ungefähr 15 Milliarden Schweizer Franken liegt, während eine Trennung von Mid und Small Caps approximativ bei 975 Millionen Schweizer Franken anzusetzen ist (Bloomberg, 2020a).

An der Nasdaq Stockholm orientiert sich die Kategorisierung näher an jener der World Federation of Exchanges. Large Caps sind Gesellschaften mit einer Kapitalisierung über 1 Milliarde Euro, als Small Caps gelten Firmen mit einer Börsenbewertung kleiner als 150 Millionen Euro und zwischen diesen beiden Schwellenwerten liegen Mid Caps (Nasdaq Nordic Ltd., 2019a).

Aufgrund einer fehlenden weltweit harmonisierten Einteilung wird in dieser Arbeit die folgende Klassifizierung angewendet (alle Werte in US-Dollar):

- Large Cap: Marktkapitalisierung > 2.0 Milliarden
- Mid Cap: 2.0 Milliarden > Marktkapitalisierung > 200 Millionen
- Small Cap: 200 Millionen > Marktkapitalisierung > 65 Millionen
- Micro Cap: < 65 Millionen

Die Verwendung des Begriffes *kleinere Unternehmen* ist in dieser Arbeit indes als Zusammenfassung von Micro, Small und Mid Caps und als Abgrenzung gegenüber Large Caps zu verstehen.

2.2. Stand der Forschung

Entscheidungskriterien von Micro, Small und Mid Caps bei der Wahl des IPO-Handelsplatzes

Das Thema Börsengang wird in zahlreichen Forschungsarbeiten und literarischen Werken abgehandelt. Zur Wahl des Börsenplatzes von Micro-, Small- und Mid-Cap-Unternehmen sowie zum Aspekt, welche die bedeutendsten Evaluationskriterien sind, sind allerdings kaum wissenschaftliche Werke zu finden. Über die Forschungsarbeit «Micro Cap IPOs – Chancen und Potenziale in der DACH Region» durch das Institut für Financial Management der ZHAW School of Management and Law wurde zwar informiert, jedoch wurden bisher keine Resultate veröffentlicht (ZHAW SML – Institut für Financial Management, 2019).

Im Hinblick auf die Kotierungsentscheidung zwischen der New York Stock Exchange (NYSE) und der Nasdaq US haben Corwin und Harris (2001, S. 38–42) 438 IPOs untersucht, die zwischen 1991 und 1996 an diesen Handelsplätzen stattgefunden haben. Dabei haben sie festgestellt, dass durch folgende fünf Kriterien der Kotierungsentscheid beeinflusst wird:

- Gebühren der Erstkotierung und jährliche Kotierungsgebühr,
- Erfahrung der Börse bezüglich des Sektors und verwandter Unternehmen,
- Voraussetzungen zur Aufrechterhaltung der Kotierung und mögliche Kosten einer Dekotierung,
- Visibilität bzw. Ausstrahlungskraft der Börse und Grösse des Investorenkreises sowie
- Liquidität der Börse und zukünftige Finanzierungsperspektiven.

In ihrer Arbeit liefern Corwin und Harris Antworten auf die Frage, weshalb sich Unternehmensführer für die NYSE oder die Nasdaq US entschieden, jedoch wird dabei keine systematische Perspektive von kleineren Firmen eingenommen.

Baker und Johnson (1990, S. 7–11) haben in einer Umfrage mit 289 Unternehmen ermittelt, welche Motive im Zentrum stehen, ob ein Unternehmen sich an einer Börse (New York Stock Exchange, American Exchange oder Nasdaq US) kotieren lässt oder im ausserbörslichen Handel bleibt. Über die drei Marktplätze konsolidiert, haben die Umfrageteilnehmer (primär CFOs) den folgenden drei Motiven am meisten zugestimmt:

- Kotierung erhöht die Sichtbarkeit des Unternehmens,
- Kotierung steigert das Ansehen des Unternehmens,
- Kotierung verbessert die Absatzfähigkeit der Unternehmensaktie.

Die Umfrage liefert repräsentative Einblicke zur Meinung von Managern über die Kotierung bzw. einen Börsengang. Die Untersuchung erfolgte jedoch aus einem US-amerikanischen Blickwinkel und betrachtet wurden hauptsächlich Large-Cap-Unternehmungen. Des Weiteren standen eher die Motive für den Börsengang als die Faktoren zur Marktplatzwahl im Vordergrund.

Eine praktische Orientierungshilfe bei der Wahl des passenden Börsenplatzes liefert das Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsunternehmen Ernst & Young mit dem *EY's IPO destination compass* (EYGM Limited, 2018, S. 17). Dieser schlägt vor, dass Unternehmen, welche einen Börsengang in Betracht ziehen, sich an vier Hauptkriterien orientieren sollen. Diese sind in der unten abgebildeten Tabelle inklusive einhergehender Überlegungen aufgelistet:

Hauptkriterium	Überlegungen
Kosten	Kotierungsgebühren und fortlaufende Kosten nach Börsengang
	Kotierungsvoraussetzungen und fortlaufende Bedingungen
	Rechts- und Marktrisiken
	Liquidität der Börse
Strategie	regulatorische Bestimmungen des Kapitalmarktes
	strategische Übereinstimmung: Konsumenten und Wachstumsmärkte
	Geschwindigkeit des Bewilligungsprozesses
	Währung: M&A-Zielmarkt und Quelle für Unternehmensfinanzierung
Präferenzen	Sprache und Kultur
	Ansehen und kritische Grösse der Börse
	Potenzial Markenwiedererkennung
	Teilnahme in Indizes
Bewertung	Verfügbarkeit von Analysten-Fachwissen
	Investorenbasis und Investorenaufmerksamkeit
	Bewertungsniveau von vergleichbaren Konkurrenten
	gleichwertige Unternehmungen

Tabelle 4: EY's IPO destination compass (EYGM Limited, 2018, S. 17)

Obwohl in diesem Rahmenwerk keine Differenzierung und Priorisierung bezüglich potenzieller Marktkapitalisierungsgrösse vorgenommen wird, diente es als vorliegende Basis zur Etablierung eines Fragebogens zur Vertiefung der Forschungsfrage 1.

Vor- und Nachteile für einen IPO von Micro, Small und Mid Caps in Schweden und der Schweiz

Wissenschaftliche Arbeiten zu den Vor- und Nachteilen eines IPOs in Schweden und der Schweiz für kleinere Unternehmen sind gemäss Recherche des Autors bisher nicht vorhanden. Vor kurzem wurde zwar durch Jörnhammar und Allaf (2020) eine Bachelorarbeit über IPOs von Micro- und Small-Cap-Unternehmen am schwedischen Aktienmarkt Spotlight Stock Market veröffentlicht, allerdings widmet sich die

Publikation dem Forschungsgebiet *IPO Underpricing* und ist im IPO-Prozess systematisch nach der Kotierung angesiedelt. Eine kurze Aufstellung über die Vorteile für IPOs in Schweden unternimmt Segerstrom (2018) in einem Blogartikel auf FactSet.com. Er nennt als generellen Vorteil, dass mehrere Handelsplattformen existieren, die den verschiedenen Marktkapitalisierungsklassen, speziell im Hinblick auf Kotierungsvoraussetzungen, Rechnung tragen. Weiter zählt er die traditionsreiche, über 150-jährige Existenz der Stockholm Stock Exchange und deren Reputation als zentralen Vorteil auf. Letztlich profitiere der Aktienmarkt von einem tiefen Zinsumfeld und einer relativ geringen Marktvolatilität.

Eine detaillierte Analyse der Vor- und Nachteile des Kapitalmarktes Schweiz nimmt der Beirat Zukunft Finanzplatz (BZR) im Rahmen eines Berichtes an den Bundesrat (BR) vor. Das 19-köpfige Gremium, bestehend aus hochrangigen Vertretern seitens der Wissenschaft, Wirtschaft und Behörden, sieht als positive Aspekte das hohe Angebot an Kapital, bedeutungsvolle Kapitalnachfrager und grosse Bankinstitute, die über entsprechendes Fachwissen für Primärmarkttransaktionen verfügen (BZR, 2018, S. 4). Nachteile im Vergleich zu ausländischen Kapitalmärkten erkennt der Beirat sowohl bei den steuerlichen Rahmenbedingungen (Emissionsabgabe, Umsatzabgabe und Verrechnungssteuer) als auch bei regulatorischen Themen wie komplexen Rechnungslegungsnormen und hohen Transparenzvorschriften (BZR, 2018, S. 9–10, 21–25). Für kleinere Unternehmen sieht das Gremium als weiteres Problemfeld sowohl die hohen Fixkosten, die für die Kotierung und die Erfüllung der Börsenvorschriften anfallen, als auch die zusätzlichen Informationspflichten wie die Ad-hoc-Publizität preisrelevanter Ereignisse (Beirat Zukunft Finanzplatz, 2018, S. 23–24).

Vorschläge zur Stärkung des Börsenstandortes Schweiz

Um die Bedeutung des Schweizer Kapitalmarktes weiter zu stärken, schlägt der Beirat Zukunft Finanzplatz dem Bundesrat im Bereich Steuern drei Massnahmen vor: (i) Reform der Verrechnungssteuer, (ii) Aufhebung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital und (iii) Einstellung der Umsatzabgabe (BZR, 2018, S. 19). Als nichtsteuerliche Handlungsvorschläge werden sowohl die Beibehaltung bzw. kontinuierliche Stärkung der Rechtssicherheit als auch simplere Vorschriften für kleine und mittlere Unternehmen genannt (BZR, 2018, S. 22–24). Es bleibt anzumerken, dass weitere kritische Faktoren bestehen, die zwar nur begrenzt beeinflusst werden können, jedoch den Kotierungsentscheid wesentlich prägen. Dazu gehören die Präsenz von Konkurrenten und vergleichbaren Unternehmen, der Hauptabsatzmarkt einer Unternehmung, die

Heimatmarktneigung der künftigen Anleger und steuerliche Anreize, welche in der Schweiz aufgrund der kantonalen Steuerhoheit lediglich limitiert realisierbar sind (BZR, 2018, S. 24–25).

Forschungslücke

Wie anhand der Ausführungen in Kapitel 2.2. deutlich wird, werden Börsenplatz-Entscheidungskriterien und deren Relevanz bei IPOs von kleineren Gesellschaften nur punktuell thematisiert. Ebenfalls fehlt gegenwärtig eine Abhandlung, in welcher schweizerische und schwedische Handelsplätze und deren Umfeld in Bezug auf IPOs von Micro, Small und Mid Caps verglichen werden.

3. Empirische Abhandlung der Fragestellung

3.1. Methodik und Daten

Methodik und Vorgehen

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wurde in einem ersten Schritt eine detaillierte Literaturrecherche betrieben. Dabei hat der Autor vorhandenes Wissen zusammengetragen sowie die anwendbaren Gesetze, Kotierungsreglemente und Marktstrukturen analysiert. Anschliessend wurden im Rahmen der qualitativen Forschung Experteninterviews geführt (Javet, 2018, S. 12), um die vorher gebildeten Hypothesen zu verifizieren und weitere Erkenntnisse zu gewinnen. Für die Vorbereitung, Durchführung und Auswertung der Interviews folgte der Autor grösstenteils den Empfehlungen von Mieg und Näf (2005, S. 10–23). Es wurde ein Leitfaden erstellt, welcher analog zur Arbeit entlang der drei Forschungsfragen gegliedert wurde. Die Fachpersonen haben jeweils einige Tage vor dem Interview ein Dokument erhalten, welches die Forschungsfragen enthielt. Somit wurde eine optimale Vorbereitung gewährleistet. Am 26. März 2020 fand ein *Pretest* statt. Dabei simulierte der Autor zusammen mit einem Arbeitskollegen, der im Bereich *Corporate Finance* tätig ist, den Gesprächsablauf. Durch den *Pretest* wurde sowohl die Verfeinerung des Leitfadens unterstützt als auch eine sinnvolle Zeitnutzung mit den Experten ermöglicht.

Datenerhebung

Um die drei Forschungsfragen zu beantworten, wurden insgesamt sechs Interviews mit neun Experten geführt. Dieses Vorgehen dient entsprechend als primäres Datenerhebungsmittel der vorliegenden Arbeit. Hochgradige Fachpersonen von Emissionsbanken, Brokern, Beratungsgesellschaften und Handelsplatzbetreibern standen mit ihrer Erfahrung und Expertise auskunftsbereit zur Verfügung. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die geführten Interviews und Gesprächspartner:

#	Experte	Position
1	Bankexperte A	Head Client Coverage einer Schweizer Emissionsbank
	Bankexperte B	Mitarbeiter Client Coverage einer Schweizer Emissionsbank
2	Andreas Neumann	Head Equity Capital Markets, Zürcher Kantonalbank
3	Patrick Förg	Head Sales, Primary Markets, SIX
	Fabian Gerber	Senior Relationship Manager, Primary Markets, SIX
4	Carsten Stäcker	Partner, Capital Markets, PwC Germany
	Christophe Bourgoïn	Partner, Capital Markets & Accounting Advisory Services, PwC Switzerland
5	Carl Johan Högbom	Member Management Pepins Group AB Member Disciplinary Committee Nasdaq Stockholm
6	Viktor Waxin	Business Development Manager, Spotlight Stock Market

Tabelle 5: Übersicht der Interviews und Gesprächspartner

Da in der Schweiz zum Zeitpunkt der Bachelorarbeit die ausserordentliche Lage in Verbindung mit Covid-19 ausgerufen wurde, konnten die Gespräche nicht persönlich stattfinden, sondern mussten per Telefon geführt werden.

Datenerfassung

Gespräche, die in einem formalen Interviewrahmen mit Tonaufnahme und anschliessender Transkription stattfanden, werden im Anhang ausgewiesen. Erkenntnisse aus Konversationen, die nicht transkribiert werden konnten (z. B. aufgrund firmeninterner Richtlinien) oder die lediglich auf isolierte Themengebiete abzielten, werden weder im Anhang noch im Literaturverzeichnis aufgeführt. Im Kurzbeleg wird gemäss den Weisungen der American Psychological Association (APA) vermerkt, dass es sich um ein persönliches Gespräch bzw. um bilaterale Kommunikation handelt (American Psychological Association, 2012). Entsprechende Nachweise wurden an die Betreuungsperson übermittelt. Nach der Übertragung der Ergebnisse in die vorliegende Arbeit verifizierten die Befragten die verwendeten Zitate und die Formulierung der Paraphrasen. Die Abschrift der Interviews erfolgte in zusammenfassender Form. Der Autor verzichtete auf eine wortwörtliche Transkription sowie auf die Integration von para- und nonverbalen Ereignissen, da diese den Inhalt kaum tangiert hätten bzw. aufgrund der Durchführung per Telefon nicht wahrnehmbar waren.

Datenauswertung

Die Interviewtranskripte wurden mit der Software MAXQDA ausgewertet. Die Antworten der Experten wurden anschliessend nach mehreren Kategorien gruppiert, so dass deckungsgleiche Muster bzw. Differenzen ermittelt werden konnten. Es ist anzumerken, dass durch die Meinung der Experten nicht zwingend die Ansicht ihrer Arbeitgeber repräsentiert wird.

3.2. Entscheidungskriterien bei der Wahl des Handelsplatzes

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse zur ersten Forschungsfrage präsentiert. Es wurde untersucht, anhand welcher Kriterien Unternehmen einen Handelsplatz evaluieren und weshalb sie sich gegen eine lokale Kotierung zu Gunsten einer ausländischen entscheiden. Am Ende des Kapitels 3.2. wird ein Fazit gezogen.

3.2.1. Unterschiede zwischen Micro, Small und Mid Caps

Als erste Erkenntnis kann festgehalten werden, dass die Entscheidungskriterien, die Unternehmen bei der Wahl einer IPO-Lokalität anwenden, marginal aufgrund von deren Marktkapitalisierung variieren. Je grösser und internationaler die Firma ist, desto mehr potenzielle Handelsplätze kommen in Frage. Kleinere Gesellschaften verfügen infolge eingeschränkter finanzieller Mittel, begrenzten Know-hows, kleinerer Netzwerken und anderer Faktoren über eine geringere Zahl von Optionen (Förg, 2020, Anhang B-27).

3.2.2. Einzigartigkeit von Börsengängen

Aus den durchgeführten Experteninterviews ging hervor, dass jeder Börsengang einzigartig ist. Jede Transaktion erfolgt vor einem anderen Hintergrund und die Ausgangslagen der Firmen divergieren stark. Dadurch sind die Faktoren und deren Bedeutung bei der Wahl des Handelsplatzes von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich (Förg, 2020, Anhang B-16). Deshalb kann keine allgemeingültige Aussage dazu getroffen werden, welche zu jeder Zeit die dominierenden Kriterien bezüglich der Handelsplatzwahl bei Micro-, Small- und Mid-Cap-Unternehmen sind. Es gibt jedoch eine Auswahl von Faktoren, welche vorausgesetzt sind, denen tendenziell eine erhöhte Bedeutung zukommt, und solche, die meistens in geringerem Masse relevant sind. In den folgenden Unterkapiteln werden die in den Interviews genannten Handelsplatzeigenschaften aufgelistet und den Relevanzgruppen *Grundvoraussetzungen*, *Haupt-* bzw. *Zusatzfaktoren* und *untergeordnete Faktoren* zugeteilt.

3.2.3. Grundvoraussetzungen

Makroökonomisches und regulatorisches Umfeld

Damit Unternehmen ein Land und dessen Handelsplätze für einen Börsengang in Betracht ziehen, müssen die rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Eigenschaften so gestaltet sein, dass eine Kotierung attraktiv ist (Förg, 2020, Anhang B-13). Bourgoin (2020, Anhang C-27) führt aus, dass dazu unter anderem politische Stabilität, Rechtssicherheit und klar definierte regulatorische Bestimmungen gehören.

Börseninfrastruktur und -zugang

Durch die Abwesenheit einer funktionierenden oder passenden Börseninfrastruktur im Heimatland der Unternehmung wird die Handelsplatzwahl erheblich beeinflusst. Stäcker (2020, Anhang C-14) hält fest, dass diese Ausgangslage oft auf Unternehmen aus Schwellenländern zutrifft, welche sich für eine Kotierung an fortgeschritteneren Handelsplätzen in den USA oder Europa entscheiden. In die gleiche Kategorie können Börsengänge eingeteilt werden, die durch Emittenten erfolgen, die im Heimatland das Angebot der Handelsplätze als nicht passend erachten. Förg (2020, Anhang B-13) erklärt, dass einige europäische Börsenplätze ein dediziertes Marktsegment für kleinere Unternehmen anbieten, sogenannte KMU-Wachstumsmärkte (Englisch *SME Growth Markets*), welche in der Marktstrukturform eines MTFs betrieben werden. Diese verfügen über tiefere Kotierungs- und Aufrechterhaltungsanforderungen als Börsen bzw. Geregelte Märkte. Folglich sei es möglich, dass sich schnell wachsende Betriebe gegen eine hiesige Kotierung entscheiden, falls lokal kein passendes Segment angeboten werde.

Gemäss Stäcker (2020, Anhang C-20) ist für Micro und Small Caps das Engagement des Handelsplatzes relevant. Dies sei etwa durch Aktivitäten definiert, welche die Betreiberorganisation vornehme, um die Emittenten mit den Analysten und Investoren in Kontakt zu bringen. Gerade für diese kleineren Unternehmen sei es von entscheidender Bedeutung, dass sie durch Analysten abgedeckt werden, so dass Banken und Broker die Unternehmung verstehen und den *Investment Case*¹ an Investoren herantragen können.

3.2.4. Hauptfaktoren

Investorenbasis und -umfeld

Bei Börsengängen mit Platzierungsangebot wird das aufgenommene Kapital meistens zur Wachstumsfinanzierung (sowohl organisch als auch für Akquisitionen), zur Reduktion von Fremdkapital oder generell zur Finanzierung des operativen Geschäftes verwendet (SIX, 2018, S. 11). Demzufolge ist es von entscheidender Bedeutung, dass das angestrebte Kapitalaufnahmeziel erreicht wird. Dies erfolgt, wenn die entsprechende Nachfrage der Investoren vorhanden ist (Bankexperte A, 2020, Anhang A-15). Die Investorengemeinschaft lässt sich dabei prinzipiell in drei Gruppen einteilen: (i) Long-only-Investoren, wie Pensionskassen, (ii) Hedge Fonds und (iii) Privatanleger (Bankexperte A, 2020, Anhang A-15) – wobei es sich bei den ersten beiden Gruppen

¹ Als *Investment Case* lässt sich die Zusammenfassung von Argumenten bezeichnen, weshalb in ein Unternehmen investiert werden soll (SIX, 2018, S. 12).

zusammengefasst um institutionelle Anleger handelt. Stäcker (2020, Anhang C-14) betont, dass die Anlegerbasis und der Zugang zu relevanten Investoren zu den bedeutendsten Evaluationskriterien bei der Handelsplatzwahl zählen. Zum Faktor einer kapitalkräftigen Investorenbasis gehört ebenso deren Umfeld, das sich durch die Anwesenheit sowohl von Banken und Brokern mit einer hohen Platzierungskraft als auch von spezialisierten Research-Unternehmen auszeichnet (Gerber, 2020, Anhang B-17). Bei der Handelsplatzwahl ist daher die Frage zu stellen, an welcher IPO-Lokalität es möglich ist, die benötigte Nachfrage zu generieren bzw. die höchste Bewertung zu erzielen. In direkter Verbindung dazu stehen die beiden Faktoren *Nexus der Unternehmung* und *Sektorenexpertise eines Handelsplatzes*.

Home Bias und Nexus der Unternehmung

Dass Börsengänge grenzüberschreitend stattfinden, also die Kotierung in einem Land erfolgt, das nicht zugleich Heimat der Unternehmung ist, geschieht nur selten. Förg (2020, Anhang B-13) drückt dies wie folgt aus: «[...] im IPO-Geschäft gibt es einen sehr starken Home Bias, Cross-border-IPOs erfolgen fast nie und falls sie erfolgen, dann erfolgen sie aufgrund von sehr spezifischen Hintergründen.» Die bestätigt auch eine Erhebung von EYGM Limited (2019, S. 6): Unabhängig von der Marktkapitalisierung schwankte der weltweite Anteil von Cross-border-IPOs im Zeitraum von 2015 bis 2019 zwischen 6 und 10 Prozent. Bei Micro, Small und Mid Caps ist diese Tendenz zur Heimkotierung stärker ausgeprägt als bei Large Caps (FactSet, 2020). Der *Home Bias* ist als Folge des Hauptfaktors *Nexus der Unternehmung* zu verstehen.

Bankexperte A (2020, Anhang A-15) vermerkt, dass unter diesem Faktor Eigenschaften wie der Hauptsitz der Unternehmung, Betriebsstätten, Hauptmärkte und der Sitz des Managements zusammengefasst werden können. Stäcker (2020, Anhang C-14) formuliert zur Ermittlung des Nexus die zielgerichtete Frage: «[...] what's the natural home of the company?». Dass der Nexus der Unternehmung deshalb so relevant ist, begründet Förg (2020, Anhang B-13) damit, dass die Gesellschaft die Gesetze und Regularien versteht, etablierte Beziehungen hat, möglicherweise schon potenzielle Investoren kennt und die Unternehmung selbst den hiesigen Anlegern bekannt ist. Bei kleineren IPOs sei es von grossem Nutzen, wenn sich der Handelsplatz im gleichen Land wie der Sitz der Unternehmung befindet. Verschiedene Rechtsräume würden bisweilen zu divergierenden rechtlichen und regulatorischen Bestimmungen führen, was die Kotierung komplexer gestalten und zu höheren Kosten führe (Neumann, persönliches Gespräch, 2. April 2020). Bankexperte B (2020, Anhang A-28) verweist darauf, dass eine

physische Nähe des Managements zu den Investoren im IPO-Prozess unterstützend wirke. Gerade bei *Roadshows*² würden Investoren erwarten, dass man Mitglieder der Geschäftsleitung treffe. Weiter würden es institutionelle Anleger schätzen, wenn sie die zuständige Investor-Relations-Person schnell und unkompliziert angehen könnten.

Aus den Konversationen mit den Experten gingen drei Hauptgründe hervor, weshalb sich eine Firma gegen eine Heimkotierung zu Gunsten einer Cross-Border-Kotierung entscheidet: (i) Abwesenheit einer funktionierenden oder passenden Börseninfrastruktur, welche bereits unter den Grundvoraussetzungen erläutert wurde, (ii) eine hohe Sektorenexpertise eines Handelsplatzes und (iii) transaktionsspezifische Gründe. Nachfolgend werden die Überlegungen zum zweiten Entscheidungsgrund erläutert, während der dritte jeweils von der Transaktion abhängig ist und dementsprechend allerlei Ursprung haben kann.

Sektorenexpertise eines Handelsplatzes

Als weiteren zentralen Faktor vermerken die befragten Experten die Sektorenexpertise eines Handelsplatzes. Gemäss Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) stehen dabei die Sektoren Life Sciences, Technologie sowie Erdöl und -gas im Fokus. Bei Unternehmen dieser Sektoren gibt es ein übergeordnetes Interesse, den IPO an einem spezialisierten Handelsplatz durchzuführen. Für andere Sektoren wie Versorger sei dies in geringerem Masse relevant. Stäcker (2020, Anhang C-14) erwähnt, dass sich im Bereich Life Sciences die Nasdaq in New York als spezialisierter Marktplatz etabliert habe. Man finde dort zahlreiche vergleichbare Unternehmen (auf Englisch *Peers*) und entsprechend ein hoch entwickeltes Umfeld mit Investoren, Analysten, Banken und Brokern, die über sektorenspezifisches Wissen verfügen. Bankexperte B (2020, Anhang A-8) vermerkt, dass auch die SIX eine erhöhte Ausstrahlungskraft für Life-Sciences-Unternehmen hat. Für die Bereiche Technologie verfüge die Nasdaq in New York über einen exzellenten Ruf, während sich für die Öl- und Gasindustrie die London Stock Exchange in Europa als spezialisierter Handelsplatz hervorgetan hat (Förg, 2020, Anhang B-22). Eine Kotierung an solch einem industrie-affinen Handelsplatz bringe den Nutzen, dass mehr spezialisierte Banken und Broker präsent sind und die Research-Abdeckung letztlich in der Regel in einer fundierteren Beurteilung und im Idealfall sogar in einer höheren Bewertung resultiert (Neumann, persönliches Gespräch, 2. April 2020).

² Als *Roadshow* wird eine Serie von Informationsveranstaltungen bezeichnet, die ein Börsengang-Kandidat im Rahmen seiner IPO-Vorbereitungen tätigt, um Werbung bei den Investoren für Investitionen zu machen (Heldt, 2018).

Liquidität der Börse

In enger Verbindung sowohl mit der Investorenbasis und dem Anlegerumfeld als auch mit der Sektorenexpertise eines Handelsplatzes steht der Faktor *Liquidität der Börse*. Förg (2020, Anhang B-13) betont, dass ein Handelsplatz von der Liquidität lebt. Dieser Faktor sei sowohl für institutionelle Anleger als auch für Emittenten wesentlich.

3.2.5. Zusatzfaktoren

Wie in Kapitel 3.2.2. ausgeführt, ist jeder Börsengang einzigartig. Je nach Hintergrund der Transaktion können Kriterien für die Wahl des Handelsplatzes entscheidend sein, welche bei anderen IPOs vernachlässigbar sind. In diesem Unterkapitel werden Faktoren erläutert, die bei der Handelsplatzwahl teilweise ebenso betrachtet werden, jedoch hinsichtlich Priorität nach den Hauptfaktoren einzuordnen sind. Sie werden auch dann in Betracht gezogen, wenn nach der Anwendung der Hauptfaktoren immer noch mehrere Handelsplätze zur Verfügung stehen (Högbom, 2020, Anhang D-8).

Image der Börse

Losgelöst von der Sektorenexpertise eines Marktes könne der Kotierungsentscheid manchmal auch aufgrund des Images einer Börse gefällt werden (Neumann, persönliches Gespräch, 2. April 2020). Stäcker (2020, Anhang C-17) erachtet dabei die Unterschiede zwischen den europäischen Börsen als geringfügig. Sowohl die London Stock Exchange und deren Wachstumsmarkt AIM als auch Euronext, Deutsche Börse, SIX oder Nasdaq Nordic seien allesamt gut etablierte Börsen. Bedeutender sei hingegen der Unterschied zwischen europäischen und US-amerikanischen Börsen im Vergleich mit Handelsplätzen von Schwellenländern.

Einfachheit und Geschwindigkeit des Kotierungsprozesses

Die Einfachheit und Geschwindigkeit des Kotierungsprozesses können ebenfalls bei der Handelsplatzwahl richtungsbestimmend sein – z. B. im Falle eines *Fire Sales*.³ Förg (2020, Anhang B-16) erwähnt dazu den Börsengang von Landis + Gyr, bei welchem Toshiba – der in finanzielle Schwierigkeiten geratene, ursprüngliche Eigentümer – die Tochtergesellschaft möglichst schnell an die Börse bringen wollte. In diesem Fall entschied sich die Gesellschaft für jenen Handelsplatz, an welchem der IPO schnell und

³ Als *Fire Sale* bezeichnet man den Verkauf eines Unternehmens oder einer Geschäftseinheit wenn der Eigentümer oder die Unternehmung in finanziellen Schwierigkeiten ist (Cambridge Dictionary, 2019).

ohne Komplikationen durchgeführt werden konnte. Bankexperte B (2020, Anhang A-26) bestätigt, dass es in diesem Bereich wesentliche Differenzen zwischen Börsen gibt.

Marketing-Überlegungen

Mitunter wird auch durch Marketing-Überlegungen die Wahl des Handelsplatzes beeinflusst. Förg (2020, Anhang B-13) erläutert dieses Phänomen anhand des italienischen Fashion-Konzerns Prada. Dieser habe den IPO in Hong Kong durchgeführt. Grund dafür sei gewesen, dass die Unternehmensführung realisiert habe, dass die Marke Prada den kaufkräftigen chinesischen Konsumenten kaum bekannt sei. Mit dem Börsengang konnte Prada den Bekanntheitsgrad in China erhöhen und hat entsprechend den IPO als Marketing-Instrument genutzt.

In diesem Kontext verweist Bankexperte B (2020, Anhang A-18) darauf, dass es gerade für kleinere Unternehmungen von Nutzen sein könne, wenn der IPO an einem Handelsplatz erfolge, wo der *Börsengang*⁴ ein nicht alltägliches Ereignis darstelle. Lasse man sich z. B. in London oder New York kotieren, dann werde man als kleine Gesellschaft kaum gesehen. Würde jedoch eine Kotierung an einem Handelsplatz mit weniger regem Kotierungsbetrieb erfolgen, so würde auch eine kleinere Gesellschaft eine breite Abdeckung durch die Finanzpresse und eine verhältnismässig hohe Beachtung für den IPO erhalten. Daraus könne ein zusätzlicher, kostenloser Werbeeffect resultieren.

3.2.6. Untergeordnete Faktoren

Kotierungsgebühren

Beim Faktor der Kotierungsgebühren waren sich die Experten einig, dass diese nicht komplett irrelevant sind, sie jedoch die Handelsplatzwahl in der Regel nicht signifikant beeinflussen. Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) drückt dies wie folgt aus: «Die Kotierungskosten liegen in der Regel deutlich unter 1 Prozent der gesamten Kosten des Börsengangs, fallen folglich kaum ins Gewicht und variieren zudem nicht wesentlich von Marktplatz zu Marktplatz.» Weiter sei eine Orientierung an den Kotierungsgebühren insofern nicht zielführend, als die Kotierung am richtigen Handelsplatz zu mehr Nachfrage seitens der Investoren und folglich zu einer höheren Bewertung führe. Eine

⁴ Am ersten Handelstag treffen sich normalerweise Vertreter der IPO-Gesellschaft und der involvierten Parteien (z. B. Banken, Anwaltskanzleien, Handelsplatzorganisation) im Gebäude des Handelsplatzes und zelebrieren den Handelsstart. Zur Handelseröffnung wird meist symbolisch eine Glocke geläutet oder ein Gong geschlagen. Diese Anlässe werden rege von der Finanzpresse verfolgt.

solche Bewertungsdifferenz mache dann ohnehin allfällige Unterschiede bei den Gebühren des Handelsplatzes wett (Bankexperte A, 2020, Anhang A-23).

Steuerliche Faktoren

Durch steuerliche Überlegungen wird die Wahl des Handelsplatzes indes kaum beeinflusst. Für die steuerlichen Rahmenbedingungen ist primär der Hauptsitz der Unternehmung bestimmend und im Falle einer Schweizer Firma ist gemäss Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) eine allfällige Emissionsabgabe unabhängig vom Börsenplatz zu entrichten. Auch Bourgoin (2020, Anhang C-15) stellt fest, dass die steuerlichen Faktoren in der Vergangenheit bei IPOs selten ein Thema gewesen sind, mit Ausnahme der Steuerkonsequenzen für Anteilseigner. Steuerliche Überlegungen werden grundsätzlich angestellt, falls eine gleichzeitige Verschiebung des Unternehmenssitzes in das Börsenland in Betracht gezogen wird (BZR, 2018, S. 22).

Partizipation in Indizes

Die Teilnahme in Indizes ist ein weiterer Faktor, bei welchem die Experten mehrheitlich eine untergeordnete Relevanz allozieren. Eine Aufnahme in einen Index sei anzustreben, weil als Konsequenz Index-Tracking durch gewisse Fonds ermöglicht werde. Dadurch könne sowohl das Investorenuniversum ausgebaut als auch die Liquidität einer Aktie erhöht werden. Die Aufnahme in Indizes sei meistens noch einige Jahre entfernt und somit erst später relevant (Bankexperte B, 2020, Anhang A-17). Eine Indexaufnahme unterstütze Investitionen durch institutionelle Anleger wie z. B. Pensionskassen, die manchmal aufgrund ihrer Anlagereglemente nur in Titel investieren dürfen, die in einem Index enthalten sind (Neumann, persönliches Gespräch, 2. April 2020). Insofern biete die Aufnahme in Indizes Vorteile bezüglich der Sichtbarkeit des Emittenten und erhöhe die Nachfrage, habe sich bisher aber selten als eines der dominierenden Kriterien bei der Wahl des Handelsplatzes herausgestellt (Gerber, 2020, Anhang B-20).

3.2.7. Fazit – Entscheidungskriterien bei der Wahl des Handelsplatzes

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass sich die Entscheidungskriterien hinsichtlich der Wahl der Börsengang-Lokalität nur minimal in Bezug auf Micro, Small und Mid Caps unterscheiden. Die Relevanz der jeweiligen Faktoren hängt signifikant vom Transaktionshintergrund und vom Angebot an Handelsplätzen ab. Ausschlaggebend dürfte in den meisten Fällen der Aspekt sein, wo die höchste Investorennachfrage erwartet wird und entsprechend die höchste Bewertung erzielt werden kann. Indirekt damit

verbunden ist die Frage, ob die Unternehmung in einem Sektor tätig ist, für den es spezialisierte Handelsplätze gibt, oder ob der Heimmarkt als IPO-Destination am erfolgversprechendsten ist. Falls anschliessend immer noch mehrere Handelsplätze zur Auswahl stehen, werden weitere Faktoren zur Entscheidungsfindung beigezogen.

Nachdem die Entscheidungskriterien erläutert wurden, folgt im nächsten Kapitel eine Übersicht der bedeutendsten Eigenschaften von der Schweiz und Schweden und deren Handelsplätzen für Micro-, Small- und Mid-Cap-IPOs.

3.3. Vor- und Nachteile der Vergleichsländer und Handelsplätze

Im Rahmen des zweiten Forschungsschwerpunktes werden die Vor- und Nachteile von Schweden und der Schweiz in Bezug auf IPOs von Micro, Small und Mid Caps untersucht sowie kritisch beurteilt. Die Präsentation der Ergebnisse erfolgt in deduktiver Weise und ist anhand der folgenden Vergleichskategorien gegliedert:

- Wettbewerbsfähigkeit/Standortattraktivität,
- steuerliche Rahmenbedingungen,
- Anlagevermögen,
- Nachfrage der Anleger,
- Handelsplätze, deren Sektorenexpertise und Regularien sowie
- Ökosystem rund um die Handelsplätze.

Ein besonderer Fokus wird auf die Kategorien *Nachfrage der Anleger* und *Handelsplätze, deren Sektorenexpertise und Regularien* gelegt. Dort sind die grössten Unterschiede zwischen den beiden Vergleichsländern zu finden.

3.3.1. Wettbewerbsfähigkeit/Standortattraktivität

Die Mehrheit der Schweizer Experten vermerkte im Interview, dass die heimischen Handelsplätze von einer hohen Standortattraktivität und Rechtssicherheit profitieren. Bourgoin (2020, Anhang C-27) nannte in diesem Kontext gut ausgebildete Arbeitskräfte, ein stabiles politisches Umfeld, eine internationale Ausrichtung und wirtschaftsfreundliche Gesetze als zentrale Elemente. Förg (2020, Anhang B-31) argumentierte in dieselbe Richtung. Er verwies dabei auf das grundsätzlich kompetitive Steuersystem sowie auf das gut abgestimmte rechtliche und regulatorische Umfeld.

Zur quantitativen Unterlegung dieses Vorteiles und zum Vergleich mit Schweden zieht der Autor als Annäherung den *Global Competitiveness Index* des World Economic Forum (WEF) heran. Beide Staaten verfügen über eine hohe Wettbewerbsfähigkeit. Im Vergleich mit 139 weiteren Ländern liegt die Schweiz auf Platz 5 und Schweden auf dem achten Rang (WEF, 2019, S. xiii). Der globale Ländervergleich basiert auf einem Index, bei welchem zwölf Hauptindikatoren anhand von insgesamt 103 Parametern bewertet werden (WEF, 2019, vii).

Beide Länder verfügen über den höchsten Wert in der makroökonomischen Stabilität, was langfristig tiefen Inflationswerten und einer niedrigen Staatsverschuldung zuzuordnen ist. Bei den meisten Hauptindikatoren sind die Unterschiede minimal. Über sichtbare Vorteile verfügt die Schweiz in den Bereichen Infrastruktur und Arbeitsmarkt.

Schweden weist sowohl bei der Nutzung von Informations- und Kommunikationstechnologie als auch in der Kategorie Wirtschaftsdynamik bessere Werte auf. Gemäss WEF ist in Schweden die positive Einstellung zu unternehmerischen Risiken stärker ausgeprägt; zugleich wachsen innovative Unternehmen schneller und generell sind Firmen offener für disruptive Ansätze (WEF, 2019, S. 530–537).

Festzuhalten ist, dass die Unterschiede hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit global betrachtet gering sind, denn beide Nationen verfügen über hoch kompetitive Wirtschaften und eine hohes Mass an Rechtssicherheit. In beiden Märkten herrscht folglich eine gute Ausgangslage für IPOs von Micro, Small und Mid Caps.

3.3.2. Steuerliche Rahmenbedingungen

Einen wesentlichen Einfluss auf die Standortattraktivität haben auch die steuerlichen Rahmenbedingungen, die im vorher genannten WEF-Bericht nicht reflektiert sind. Es folgt eine kurze Erläuterung der bedeutendsten steuerlichen Aspekte.

Körperschaftsteuersätze

Mit der Wahl des Handelsplatzes geht manchmal auch der Umzug des Firmensitzes einher (BZR, 2018, S. 22). Die Höhe der Körperschaftsteuern macht dabei einen wesentlichen Anteil der fiskalischen Attraktivität eines Landes aus. Der Körperschaftsteuersatz liegt in Schweden aktuell bei 21.4 Prozent. In der Schweiz ist dieser abhängig vom jeweiligen Kanton und der Gemeinde – entsprechend besteht eine Bandbreite von zirka 12 bis 24 Prozent (Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2019, S. 15).

Steuern in Verbindung mit der Kapitalbeschaffung

Als Nachteil für den Schweizer Börsenplatz stellte der Autor bereits während der Literaturrecherche einige Eigenheiten des helvetischen Steuersystems fest. Gemäss BZR (2018, S. 9) sind, international verglichen, die folgenden Steuern bzw. die Höhe der Steuersätze nachteilig und verhindern eine Expansion des lokalen Kapitalmarktes: (i) Emissionsabgabe, (ii) Umsatzabgabe und (iii) Verrechnungssteuer. Förg (2020, Anhang B-47) bestätigt, dass diese einen Nachteil für den Schweizer Kapitalmarkt darstellen. In Tabelle 6 werden die Steuern in Verbindung mit der Kapitalbeschaffung verglichen:

Land	Emissionsabgabe	Umsatzabgabe auf Wertschriften		Verrechnungssteuer bzw. Quellensteuer	
		Inländische Titel	Ausländische Titel	Dividenden	Zinsen
Schweiz	1.0%	0.15%	0.3%	35.0%	35.0%
Schweden	-	-	-	30.0%	-

Tabelle 6: Vergleich der Steuern in Verbindung mit der Kapitalbeschaffung (ESTV, 2020a, S. 5–7)

Emissionsabgabe

Nimmt eine Schweizer Gesellschaft mittels der Ausgabe von Beteiligungsrechten (wie Aktien oder Partizipationsscheinen) Kapital auf, wird eine Emissionsabgabe von 1 Prozent über einem Freibetrag von 1 Million Schweizer Franken fällig (Eidgenössische Steuerverwaltung [ESTV], 2016). Diese Steuer auf Eigenkapital erhöht die durchschnittliche Belastung auf Investitionen seitens einer Unternehmung und wirkt sich damit nachteilig auf die Attraktivität des Standortes Schweiz aus (BZR, 2018, S. 15). Schweden verfügt hinsichtlich dieses Aspekts über einen Vorteil, da keine Emissionsabgabe erhoben wird (ESTV, 2020a, S. 6). Innerhalb des Rechtsraumes Schweiz führt die Emissionsabgabe gleichzeitig zu einer steuerlichen Bevorzugung von Fremdkapital und deren Finanzierung (BZR, 2018, S. 16). Im Umkehrschluss bedeutet dies einen Nachteil für Vorgänge zur Eigenkapitalaufnahme, z. B. Börsengänge.

Umsatzabgabe

Bei Erwerb oder Veräusserung von Wertpapieren erhebt der Schweizer Fiskus eine Umsatzabgabe von 0.15 Prozent für inländische und 0.3 Prozent für ausländische Titel. Als Bemessungsgrundlage gilt der Erwerbswert bzw. Verkaufserlös (ESTV, 2017). Obwohl die Umsatzabgabe jüngst Gegenstand mehrerer Reformen war und das Gesetz mittlerweile einige Ausnahmen vorsieht, führt sie nach wie vor zu Verzerrungen sowohl bei den Kapitalnachfragern und -gebern als auch bei den Finanzintermediären (BZR, 2018, S. 17–18). Der BZR argumentiert, dass für Emittenten durch diese Abgabe die Finanzierungskosten erhöht werden, da Investoren nur in betroffene Titel investieren, wenn sie mit einem höheren Ertrag entschädigt werden. Das Vergleichsland sieht auch bezüglich dieses Aspekts von einer Steuererhebung ab (ESTV, 2020a, S. 7).

Verrechnungssteuer

Sowohl Schweden als auch die Schweiz erheben eine Quellensteuer auf gewisse Kapitalerträge, deren primäres Ziel die Sicherung von Einkommens- bzw. Vermögenssteuern ist (BZR, 2018, S. 11). Schweden wendet diese jedoch nur bei Dividenden an, während in der Schweiz ebenso Zinserträge der *Verrechnungssteuer* (Schweizer Begriff für Quellensteuer) unterstehen (ESTV, 2020a, S. 5). Als Folge verlagern gewisse Schweizer Unternehmen ihre Finanzierungsaktivitäten, vor allem auf der Fremdkapitalseite, in das Ausland. Dies wirkt sich letztlich auch indirekt auf die Anzahl der Sitzverlegungen in die Schweiz und die anschliessenden Börsengänge an den

dortigen Handelsplätzen aus, weil durch die Schweizer Verrechnungssteuer die Standortattraktivität geschmälert wird (BZR, 2018, S. 12).

Aus dem bisher Gesagten folgt, dass Schweden im Bereich der Steuern ein leicht vorteilhafteres Umfeld für den Eigenkapitalmarkt geschaffen hat. Bankexperte B (2020, Anhang A-34) relativierte in diesem Kontext die Massgeblichkeit. Falls man die Gegebenheit der Emissionsabgabe aus dem schweizerischen Steuerrecht entfernen könnte, wären die Rahmenbedingungen nochmals etwas attraktiver. Er glaubt jedoch nicht, dass durch die Emissionsabgabe ein IPO verhindert wird.

3.3.3. Anlagevermögen

Die Mehrzahl der Experten hob während der Interviews den Vorteil hervor, dass die Schweiz über ein grosses Angebot an Kapital und platzierungskräftigen Banken verfügt. Gemäss Bankexperte B (2020, Anhang A-8) wird die IPO-Nachfrage in anderen Ländern fast exklusiv durch institutionelle Investoren getrieben, während in der Schweiz vermögende Privatanleger einen überdurchschnittlich hohen Kapitalanteil beisteuern. Dies sei schlussendlich ein Vorteil für kleinere Unternehmen und auch ein Grund, weshalb zum Teil eine Kotierung in der Schweiz angestrebt werde. Högbom (2020, Anhang D-4) erkennt ebenfalls in diesem Aspekt einen relativen Vorteil für die Schweiz gegenüber Schweden, da man über mehr vermögende Privatpersonen verfüge. Dies sei insofern eine gute Ausgangsbasis, weil gerade Micro- und Small-Cap-IPOs stark von Privatinvestoren abhängig seien.

Um die Signifikanz des Anlagevermögens zu illustrieren, lässt sich als Näherungswert das jeweilige geschätzte Vermögen der Länder heranziehen.

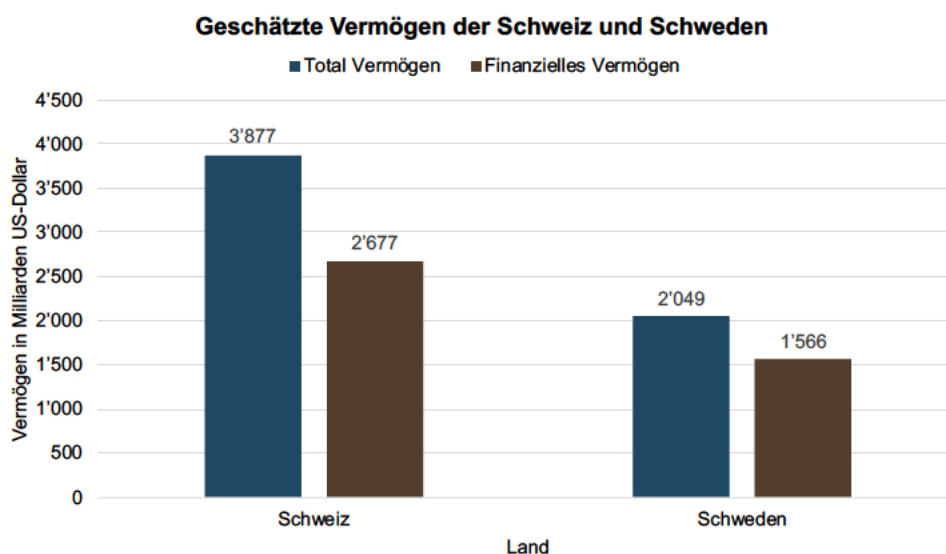


Abbildung 3: Geschätzte Vermögen der Schweiz und Schweden, 2019
[Eigene Illustration mit Daten vom Credit Suisse Research Institute (2019, S. 110)]

Die Schweiz verfügt mit 2677 Milliarden US-Dollar über 70 Prozent mehr finanzielles Vermögen als Schweden mit 1566 Milliarden US-Dollar. Bourgoïn (2020, Anhang C-27) verweist auch auf die international verwalteten Vermögen, welche aus der Schweiz heraus betreut werden, denn das Vermögen der Schweizerinnen und Schweizer ist ein Teil des signifikanten Anlagevermögens. Der andere Teil stammt von ausländischen Anlegern, welche ihr Vermögen grenzüberschreitend in der Schweiz verwalten lassen.

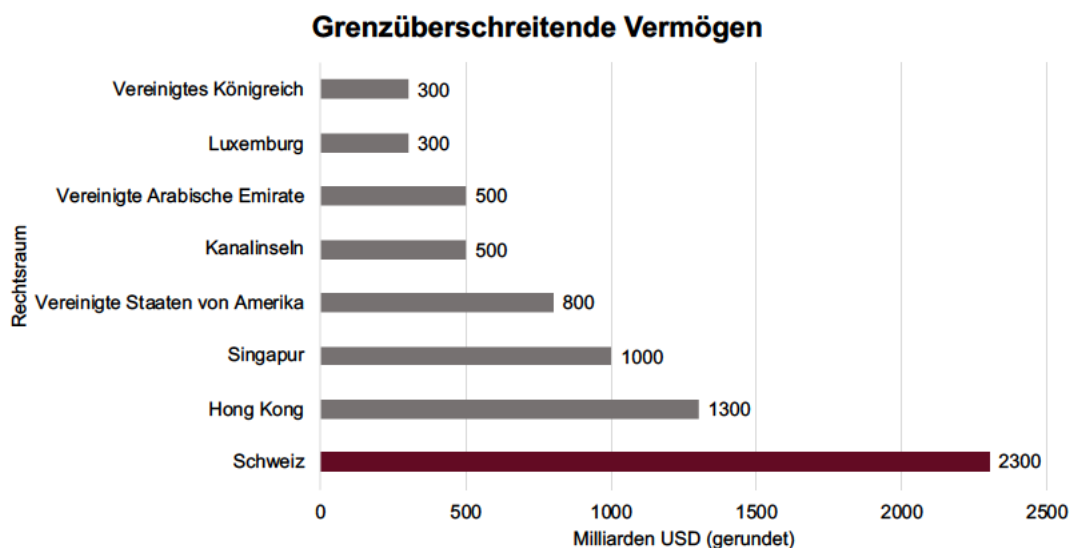


Abbildung 4: Grenzüberschreitende Vermögen, 2018, Top 8 der Offshore-Zentren
[Eigene Illustration mit Daten von Boston Consulting Group (2019, S. 10)]

Andere Offshore-Banking-Zentren wie Singapur oder Hong Kong konnten in den vergangenen Jahren ihre verwalteten Vermögen ausbauen und die Differenz zum Schweizer Finanzplatz reduzieren. Dennoch gilt die Schweiz nach wie vor als weltweiter Marktführer. Schweden ist indes nicht als Dreh- und Angelpunkt für internationale Vermögensverwaltungsgeschäfte bekannt (Boston Consulting Group, 2019, S. 10). Entsprechend wird die aufgrund der lokalen Vermögen bereits exponierte Stellung der Schweiz durch eine substantielle Erweiterung mit Cross-border-Vermögen verstärkt. Stäcker (2020, C-29) relativiert diesen Vorteil jedoch. Grosse Vermögensverwalter würden Kundenvermögen weltweit über mehrere Länder, Sektoren und Anlageklassen investieren. Infolgedessen profitiere der lokale Aktienmarkt nur bedingt.

Festzuhalten ist, dass die Schweiz im Bereich des Kapitalangebots über eine bessere Ausgangslage als Schweden verfügt. Jedoch ist die Risikofähigkeit ein zu berücksichtigender Aspekt. Weitere Faktoren sind das Interesse der Investoren, an Börsengängen von kleineren Unternehmen zu partizipieren, und der Punkt, wie das Ökosystem mit Handelsplätzen und Anbietern dies unterstützt. Das Interesse wird im nachfolgenden Unterkapitel erörtert. Anschliessend erfolgt eine Beurteilung der Handelsplätze und der Ökosysteme.

3.3.4. Nachfrage der Anleger

Aktienkultur und Nachfrage Privatanleger

Stäcker (2020, Anhang C-29) hebt hervor, dass sowohl Schweden als auch die Schweiz über eine spürbare Aktienkultur verfügen. Diese zeige sich anhand einer relativ hohen Partizipation von Privatanlegern bei Börsengängen. Förg (2020, Anhang B-36) sieht in der Schweiz hinsichtlich des Punktes Risikoappetit aber Entwicklungspotenzial. Zwar sei die Risikofähigkeit vorhanden, jedoch falle der Risikoappetit niedriger aus als in anderen Wirtschaftsräumen. Insofern ist die Frage zu stellen, wie ausgeprägt die Risikoneigung in den beiden Vergleichsländern ist.

Als Annäherung lässt sich dazu die Verteilungserhebung der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zu den finanziellen Vermögen von Haushalten in den Vergleichsländern verwenden.

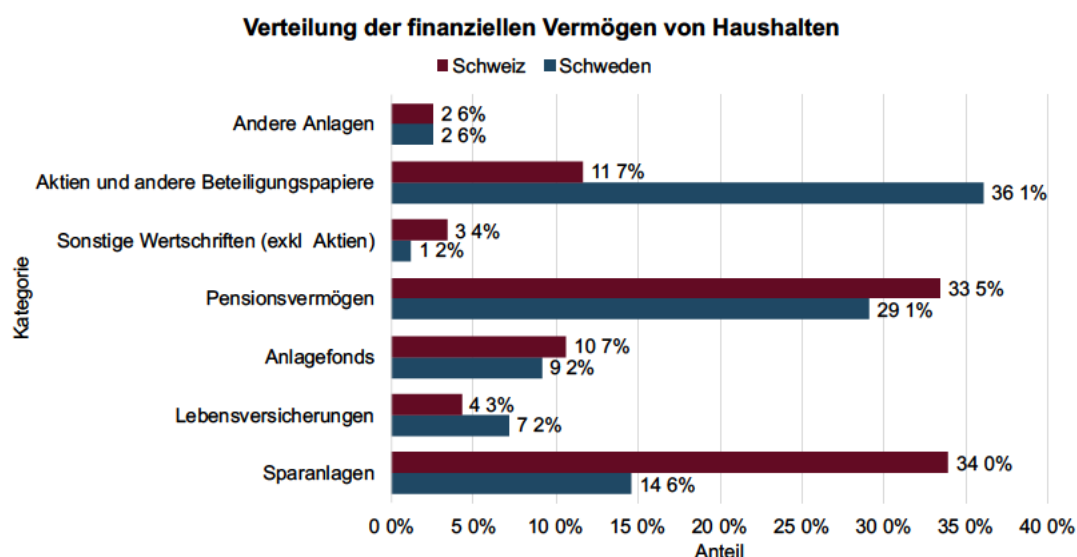


Abbildung 5: Verteilung der finanziellen Vermögen von Haushalten
[Eigene Illustration mit Daten von OECD (2019)]

Für das Jahr 2018 ist erkennbar, dass in Schweden 36.1 Prozent der finanziellen Haushaltsvermögen in Aktien investiert waren. In der Schweiz lag dieser Wert deutlich tiefer, d. h. bei 11.7 Prozent. Als Nächstes ist deshalb die Frage zu stellen, wie diese erhöhte Anlagebereitschaft in Schweden entstanden ist. Zusätzlich ist für die Betrachtung relevant, inwiefern dabei Aktien als Anlageklasse sowie speziell Micro, Small und Mid Caps profitiert haben.

Die ausgeprägte schwedische Aktienkultur und das Interesse von Privatanlegern führt Högbom (2020, Anhang D-16) auf drei gesetzliche Reformen bzw. Anreize zurück, welche seit den 1980er-Jahren implementiert und geschaffen wurden: (i) *Allemansspar*, (ii) *Premiepension* und (iii) *Investeringsparkonto*.

Das im Jahr 1984 lancierte Regierungsprogramm *Allemansspar* erlaubte schwedischen Privatinvestoren, steuerlich bevorzugt in Fonds zu investieren. Da aufgrund von Währungsrestriktionen in jenen Jahren grundsätzlich nur Aktienfonds verfügbar waren, die in schwedische Aktien investierten, haben diese wesentlich zum Gedeihen der lokalen Aktienmärkte beigetragen (Fondbolagens förening, 2017). Högbom (2020, Anhang D-4) erwähnt, dass bereits in den 1980er-Jahren neben dem Hauptmarkt (Stockholm Stock Exchange) zwei Märkte für kleinere Unternehmen bestanden, wodurch die breite Verankerung der KMUs im Publikumsbesitz erheblich beeinflusst wurde.

Die zweite Massnahme, die *Premiepension*, ist im Bereich der staatlichen Vorsorge *Allmän pension* verankert und existiert seit dem Jahr 2000 (Fondbolagens förening, 2017). Beitragspflichtige Personen müssen von ihrem Einkommen pro Jahr 16 Prozent in die staatliche Vorsorge *Inkomstpension* einzahlen, weitere 2.5 Prozent gehen in die *Premiepension*. Die Beiträge der *Inkomstpension* werden durch vier staatliche Fonds verwaltet (Pensionsmyndigheten, 2020a). Für die Beiträge der *Premiepension* können die beitragspflichtigen Personen aus einem Spektrum von 491 Fonds insgesamt fünf Instrumente auswählen (Pensionsmyndigheten, 2020b). Falls keine individuelle Selektion erfolgt, fliessen die Beiträge in den staatlich geführten Fonds *AP7* (Pensionsmyndigheten, 2020c). Högbom (2020, Anhang D-18) vermerkt zwar, dass die *Premiepension* einen Einfluss auf die Aktienmärkte hatte – es lasse sich z. B. ein Fonds mit Anlagefokus auf KMUs auswählen. Er relativiert aber die Bedeutung für die starke Entwicklung zu Gunsten kleinerer Unternehmen, da sich keine grosse Zahl von beitragspflichtigen Personen aktiv für diese Auswahlmöglichkeit entscheidet (Högbom, 2020, Anhang D-18). Anhand entsprechender Erhebungen wird dies bestätigt: Immerhin 70 Prozent der beitragspflichtigen Personen, die im Rahmen der *Premiepension* im Jahr 2000 individuelle Anlageentscheidungen treffen konnten, haben diese Wahlmöglichkeit zwar genutzt (Palme et al., 2005, S. 12), doch gemäss Weaver (2005, S. 14) hat diese hohe Teilnahme in den folgenden Jahren abrupt abgenommen. Im Jahr 2001 fiel die Zahl der Aktiventscheider auf 17.6 Prozent, im Jahr 2002 auf 14.1 Prozent, im Jahr 2003 auf 8.4 Prozent und stabilisierte sich schliesslich im Folgejahr bei 9.4 Prozent. Auch Waxin (2020, Anhang E-12) erachtet die jüngst lancierte Initiative *Investeringssparkonto*, die zu Steuervorteilen bei Anlagesparkonti führt, als relevanteren Treiber für die Nachfrage von Privatanlegern in Aktien und IPOs.

Als dritte Massnahme ist das 2012 eingeführte *Investeringssparkonto* zu nennen. Bei Anlagen innerhalb dieses Kontos erfolgt keine Besteuerung von Kapitalgewinnen, sondern eine jährliche Pauschalbesteuerung, wodurch entsprechend Anreize für

Investitionen in kotierte Aktien geschaffen werden (Högbom, 2020, Anhang D-24). Waxin (2020, Anhang E-12) bestätigt, dass seit der Einführung nochmals eine Zunahme von Privatanlegern gesehen wurde und diese die Opportunitäten bei IPOs von kleineren, schnell wachsenden Gesellschaften genutzt hätten. Bis Mitte 2018 haben gemäss *Riksrevisionen* (2018, S. 2) über 2.2 Millionen Privatanleger ein entsprechendes Konto eröffnet.

Gesamthaft betrachtet hat die Anlageklasse Aktien – und somit IPOs – von all diesen Massnahmen erheblich profitiert. Wie oben erwähnt, waren kaum Alternativen zu Aktienfonds im Rahmen des Programmes *Allemansspar* vorhanden. Bei der *Premiepension* sind gemäss Fondbolagens förening (2020) seit 2000 im Durchschnitt 78 Prozent der Fondsvermögen in Aktien investiert worden. Eine Aufschlüsselung in Länder oder Marktkapitalisierungsklassen lässt sich aufgrund fehlender Daten nicht vornehmen. Inwiefern diese höhere Aktien-Anlagebereitschaft in der Teilnahme an Börsengängen von lokalen Micro, Small und Mid Caps reflektiert wird, ist wegen fehlender Statistiken ebenfalls nicht abschliessend beantwortbar. Jedoch konnten mit den umgesetzten Massnahmen in Schweden eine starke Aktienkultur und eine entsprechende Nachfrage bei Privatinvestoren herbeigeführt werden. Waxin (2020, Anhang E-14) vermerkt derweilen auch, dass zunehmende Anlegerschutz-Bestimmungen im Rahmen von MiFID II keinen grossen Einfluss hatten. Sowohl schwedische Kleinanleger als auch vermögende Private seien unabhängig; der Zugang zu Handel und Informationen sei unkompliziert und gewährleistet. Es sei in Schweden üblich, dass man Aktien halte und handle.

In der Schweiz existieren gemäss der Recherche des Autors keine vergleichbaren, staatlich getriebenen Initiativen, die teilweise Steuererleichterungen und gleichzeitig eine so individuelle Anlageselektion erlauben, wie es im Rahmen der Programme *Allemansspar*, *Premiepension* oder *Investeringsparkonto* möglich ist.

Mit der Einführung der dritten Säule als Teil der Altersvorsorge wurde zwar ein Gefäss geschaffen, mit dem sich das steuerbare Einkommen reduzieren und gleichzeitig in Finanzanlagen investieren lässt (Bundesamt für Sozialversicherungen [BVS], 2020), die freien Wahlmöglichkeiten sind jedoch trotz neuester Innovationen eingeschränkt (Gerbl, 2018). Auch die im Jahr 2006 neu geschaffene Option des 1e-Planes der beruflichen Vorsorge erlaubt nur eine Auswahl aus zehn Anlagestrategien, die durch die Pensionskasse vorgegeben werden (Vermögenszentrum, 2019). Bei der Umsetzung hielten sich aber die hiesigen Pensionskassen bis 2017 zurück, da bis dahin das

Verlustrisiko bei der Pensionskasse lag. Erst seit einer Gesetzesänderung, welche im Oktober 2017 in Kraft trat, ist das Verlustrisiko auf die Versicherten übertragen worden (Gerbl, 2018). Der 1e-Plan ist indes nur für einen Teil der Vorsorgenehmer verfügbar: Lediglich Beitragszahlungen, die für Lohnbestandteile über 127'980 Schweizer Franken anfallen, können in solche Pläne investiert werden (Vermögenszentrum, 2019).

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass beide Länder über eine etablierte Aktienkultur verfügen. In Schweden wurde diese jedoch stärker gefördert und sie hat, historisch betrachtet, auch die Etablierung von Märkten für kleinere Unternehmen begünstigt.

Nachfrage institutionelle Anleger

Bei den institutionellen Anlegern, der anderen Gruppe der Investoren, ist die Gestaltung der Anlagerichtlinien und der Investment-Strategie ausschlaggebend. Bankexperte B (2020, Anhang A-47) erklärt hierzu, dass institutionelle Investoren in der Schweiz oft auf die Teilnahme in sehr kleinen IPOs verzichten müssen. Ihre Regularien legen fest, dass Investitionen einen definierten Prozentsatz des Free-Float-Anteils einer Aktie nicht übersteigen dürfen. Wenn beispielsweise ein internationaler Anlagefonds-Manager mehrere Millionen investieren möchte, dann werde gerade bei Micro und Small Caps dieser Free-Float-Anteil schnell überschritten. Entsprechend muss der Fonds von einer Partizipation absehen.

In Schweden bestehen gemäss Högbom (2020, Anhang D-4) ähnliche Herausforderungen in Bezug auf institutionelle Investoren. Die grossen Marktteilnehmer möchten absolut betrachtet signifikante Positionen aufbauen, aber sie sollten gleichzeitig nicht einen zu substanziellen, relativen Anteil der Aktien eines Unternehmens halten. Es ist dennoch anzumerken, dass durch die Initiativen *Allemanfonder*, *Premiepension* und *Investeringssparkonto* gewisse Fonds Mittel erhalten haben, die aufgrund des Anlagefokus dann in kleinere Unternehmen in Schweden investiert wurden, wobei primär Aktien an Geregelten Märkten profitiert haben dürften.

Abgesehen davon ist die Nachfragesituation von institutionellen Investoren in Schweden mit derjenigen in der Schweiz vergleichbar. Je kleiner der Börsengang ist, desto geringere Möglichkeiten haben institutionelle Investoren, daran teilzunehmen. Im Umkehrschluss ist die Partizipation seitens der Privatanleger umso bedeutender, je kleiner der IPO ist.

Research-Abdeckung als bedeutender Treiber der Nachfrage

Die Nachfrage der Anleger in Aktien wird auch wesentlich durch die Verfügbarkeit von Analysten-Reports gefördert. Als Folge des Research-Unbundlings im Rahmen von

MiFID II hat die Research-Abdeckung seitens der Banken und Broker für kleinere Unternehmen weiter abgenommen (Förg, 2020, Anhang B-22). Stäcker (2020, Anhang C-48) erklärt, dass seit dieser Änderung Banken und Broker die Kosten zur Erstellung von Research nicht mehr über generierte Handelsgebühren kompensieren dürfen. Die separate Berechnung habe zu geringerer Research-Nachfrage sowie zu Preisdruck und in der Folge zu einer niedrigeren Zahl von Anbietern geführt. Gemäss Högbom (2020, Anhang D-36) ist Schweden ebenfalls von den negativen Implikationen durch MiFID II betroffen und daraus habe auch eine tiefere Research-Abdeckung resultiert.

Bei einem Vergleich der auf Bloomberg publizierten Empfehlungen von Analysten fällt auf, dass Schweden im Bereich der Micro, Small und Mid Caps absolut betrachtet über eine breitere Abdeckung verfügt. Anhand der folgenden Abbildung wird dieser Umstand veranschaulicht.

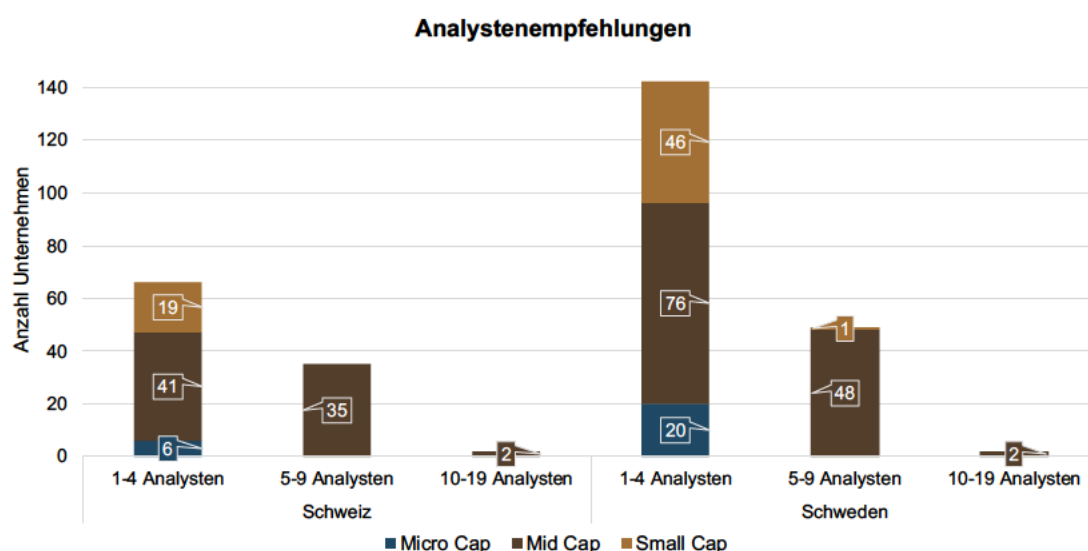


Abbildung 6: Analystenempfehlungen
 [Eigene Illustration mit Daten von Bloomberg (2020b), beinhaltet nur Analysten-Reports mit Empfehlungen (d. h. Kaufen, Halten, Verkaufen)]

In der Schweiz waren per Anfang Mai 2020 insgesamt 103 Schweizer Micro, Small und Mid Caps durch mindestens einen Analysten abgedeckt, während in Schweden 193 Unternehmen von einer Abdeckung und somit von einer grösseren Visibilität gegenüber Investoren profitierten.

Zusammensetzung der Investorennachfrage

Neumann (persönliche Kommunikation, 4. Mai 2020) schätzt, dass bei den ihm bekannten IPOs in der Schweiz durchschnittlich 10 Prozent der Nachfrage von Privatinvestoren und zirka 90 Prozent von institutionellen Anlegern kam. Dies hänge jedoch auch in erheblichem Masse von der Vermarktungsstrategie und dem *Investment Case* ab. Je konsumorientierter das Unternehmen gewesen sei, desto höher sei das

Interesse von Privatanlegern gewesen. Bei komplexeren Geschäftsmodellen sei der Anteil der institutionellen Investoren jeweils höher.

Waxin (2020, Anhang E-16) betont, dass der Markt für kleinere Unternehmen in Schweden primär durch Privatanleger getrieben wird. Für Gesellschaften, die an einem MTF kotiert sind, schätzt er den Anteil von institutionellen Investoren auf lediglich 15 Prozent, während die restlichen 85 Prozent Privatanleger ausmachen. Högbom (2020, Anhang D-8) argumentiert in dieselbe Richtung. Bei einem Unternehmen, das eine Marktkapitalisierung von 200 Millionen Euro anstrebe, gäbe es zwar institutionelle Anleger wie kleinere Investment-Boutiquen, jedoch werde der Hauptanteil von Privatanlegern beigesteuert. Anders sei dann die Konstellation bei den grösseren Unternehmen im Hauptmarkt. Dort schätzt Högbom (2020, Anhang D-4) den Anteil der Privatanleger zwischen 12 und 15 Prozent, den Rest würden institutionelle Investoren ausmachen.

Im bisherigen Verlauf wurde deutlich, dass Schweden bei kleineren IPOs stark auf die Nachfrage von aktiven, selbstgetriebenen Privatanlegern zählen kann. Die Handelsplätze und deren Umfeld wurden entsprechend ausgerichtet. Diese werden in den nachfolgenden Unterkapiteln analysiert und verglichen.

3.3.5. Handelsplätze, deren Sektorexpertise und Regularien

Übersicht der Handelsplätze

Mit der BX Swiss und der SIX existieren in der Schweiz zwei regulierte Börsen, an welchen Aktien kotiert werden können (Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA], 2020, S. 4). Schweden verfügt über fünf Handelsplätze, wobei die Nasdaq Stockholm und die NGM Equity Geregelte Märkte gemäss MiFID II sind. Bei den Handelsplätzen Nasdaq First North, NGM Nordic SME und Spotlight Stock Market handelt es sich um MTFs nach MiFID II (Finansinspektionen, 2020a). Die MTFs können in der EU zusätzlich als KMU-Wachstumsmärkte klassifiziert werden, was aktuell mit gewissen Erleichterungen bei der Prospektpflicht – und ab 2021 auch bei der Anwendung der Marktmissbrauchsrichtlinien – einhergeht (A&L Goodbody, 2019). Bisher hat sich in der EU nur eine niedrige Zahl von MTFs als KMU-Wachstumsmärkte registrieren lassen, was gemäss A&L Goodbody (2019) den marginal differenzierten Regelwerken zwischen MTFs und KMU-Wachstumsmärkte geschuldet ist.

In Tabelle 7 werden die betrachteten Handelsplätze in den Vergleichsländern präsentiert.

Land	Name Handelsplatz	Typ Handelsplatz	Eigentümer des Handelsplatzes	EU-KMU-Wachstumsmarkt	Primär kotierte Unternehmen					Total Markt-kapitalisierung, Millionen US-Dollar	Spezielle Angebote für kleinere Unternehmen
					Anzahl	Anteil					
						Micro Caps	Small Caps	Mid Caps	Large Caps		
Schweiz	SIX	Börse	122 Schweizerische und internationale Finanzinstitute	n. a.	227	11%	16%	41%	32%	1'641'710	▪ Stage-Programm
	BX Swiss	Börse	100% Börse Stuttgart GmbH	n. a.	14	64%	21%	14%	-	1801	-
	Total					241	14%	16%	40%	30%	1'643'511
Schweden	Nasdaq Stockholm	Geregelter Markt	100% Nasdaq Inc.	-	346	21%	20%	42%	18%	633'391	-
	Nasdaq First North	MTF	100% Nasdaq Inc.	Ja	299	80%	14%	5%	0%	23'246	-
	NGM Equity	Geregelter Markt	100% Börse Stuttgart GmbH	-	8	88%	12%	-	-	257	▪ Handelsgebühren-Rückvergütung
	NGM Nordic SME	MTF	100% Börse Stuttgart GmbH	Ja	60	95%	2%	3%	-	1921	▪ Handelsgebühren-Rückvergütung
	Spotlight Stock Market	MTF	100% ATS Finans AB	-	176	95%	5%	0%	-	2601	▪ Visibilitätspaket
Total					856	62%	13%	18%	7%	661'416	

Tabelle 7: Übersicht der betrachteten Handelsplätze

[(SIX Group AG, 2020a), (Börse Stuttgart GmbH, 2020), (Nasdaq Nordic Ltd., 2020a), (ATS Finans AB, 2020a), (Bloomberg, 2020c). «-» bedeutet, dass keine Unternehmen in dieser Marktkapitalisierungs-kategorie kotiert sind, während «0%» aufgrund der Dezimalrundung zustande kommt. Bei 0% gibt es also kotierte Unternehmen in dieser Klasse, jedoch ist deren Anteil unwesentlich.]

Bei der Analyse der Tabelle fällt auf, dass der schwedische Aktienmarkt breiter aufgestellt ist. Dort gibt es fünf Handelsplätze mit total 856 primärkotierten Unternehmen, während die Schweiz mit zwei Börsen auf 241 Gesellschaften kommt. Gleichzeitig ist festzustellen, dass die Marktkapitalisierung aller primärkotierten Schweizer Unternehmen nahezu 2.5-mal grösser ist als diejenige der schwedischen. Stäcker (2020, Anhang D-40) spricht in diesem Zusammenhang davon, dass die Schweiz einen hohen Anteil an Large Caps habe, während Schweden tendenziell ein breiter aufgestellter Markt sei. Förg (2020, Anhang B-6) nennt hierzu eine Eigenheit des hiesigen Kapitalmarktes: Im Vergleich zum Ausland habe man zwar eine deutlich niedrigere Zahl von IPOs, jedoch sei die durchschnittliche Transaktionsgrösse nahezu doppelt so substantiell. Entsprechend sei die Schweiz fähig, grössere und internationalere IPOs zu tragen.

Anhand des Vergleichs wird überdies deutlich, dass die SIX im Aktienbereich nahezu komplett den Markt ausmacht, während die BX Swiss gerade einmal 14 Gesellschaften primärkotiert hat. Letztere fokussiert sich mittlerweile indes in geringerem Masse auf Aktien, sondern vermehrt auf Derivate und strukturierte Produkte (Grundlehner, 2019) – nachdem sich die Strategie, ein Schweizer KMU-Handelsplatz zu sein, auch wegen neuer Regularien als schwierig erwiesen hat (Stefano, 2014, S. 30). Obwohl Large Caps an der SIX mit 32 Prozent einen substantiellen Anteil der Unternehmen darstellen, hat der Handelsplatz auch Massnahmen getroffen, die auf kleinere Unternehmen ausgerichtet sind. Um diese bei der Börsenpräsenz zu unterstützen, wurde im Herbst 2016 das Stage-Programm lanciert. Dabei können Unternehmen gegen Bezahlung über die SIX als Vermittlerin Research-Abdeckung von Banken und Brokern beziehen. Um Interessenskonflikte zu vermeiden, erfolgt die Zuteilung der Abdeckung per Los (Grundlehner, 2016).

Wie aus der Tabelle hervorgeht, ist die Nasdaq Stockholm der Geregelte Markt für grössere Firmen. Das gleiche Unternehmen betreibt mit First North einen Handelsplatz für kleinere und schnell wachsende Gesellschaften. Manche davon wagen ihren IPO an der Nasdaq First North, um später an den Hauptmarkt zu wechseln (Waxin, 2020, Anhang E-4). Die NGM positioniert sich mit ihren Handelsplätzen NGM Equity und NGM Nordic SME vor allem für KMUs (Levin, 2018). Eine Differenzierung zu den anderen Handelsplätzen erzielt NGM durch eine Rückvergütung an die Emittenten. Ein Viertel der generierten Handelsgebühren wird durch NGM an die Emittenten überwiesen (NGM AB, 2020a). Spotlight Stock Market richtet ihr Angebot auf kleinere, schnell wachsende Unternehmen aus und versteht sich als Inkubator für das Small- und Mid-Cap-

Segment (Ernst & Young P/S, 2018). Waxin (2020, Anhang E-30) erwähnt, dass Spotlight im Vergleich zu den anderen Handelsplätzen ein Komplettanbieter ist. Dieser bietet für Emittenten alles aus einer Hand inklusive des Visibilitätspakets, was zusammen mit Analysten und Nachrichtenagenturen eine adäquate Repräsentanz in den Finanzmedien sichergestellt werde. Als Beispiel dazu ist der IPO-Guide auf der Internetseite des Wirtschaftsmagazins *Affärsvärlden* zu nennen, wo eine Liste aller vergangenen und kommenden Börsengänge geführt wird. Dazu werden auch gewisse Analysen durch die Redaktion vorgenommen (ATS Finans AB, 2020b).

Wie die folgenden Abschnitte zu den Regularien zeigen werden, sind die Anforderungen für eine Kotierung an einem MTF – verglichen mit Geregelten Märkten – reduziert. Um sicherzustellen, dass eine akzeptable Emittentenqualität gewährleistet ist und sich die Emittenten auch nach der Kotierung an alle Regularien halten, haben MTFs mehrere Massnahmen entwickelt. Börsengang-Kandidaten müssen an der Nasdaq First North und der NGM Nordic SME durch eine Corporate-Finance-Unternehmung während des IPOs sowie nach diesem begleitet werden (Waxin, 2020, Anhang E-30). An der Nasdaq First North werden solche Corporate-Finance-Gesellschaften *Certified Advisors* und an der NGM Nordic SME *Mentors* genannt. Spotlight stellt die Qualität über eine unternehmensinterne Stelle sicher (Waxin, 2020, Anhang E-32).

Sektorenexpertise der Handelsplätze

Wie im Rahmen der Forschungsfrage 1 thematisiert wurde, kann eine vergleichsweise hohe Sektorenexpertise eines Landes oder Handelsplatzes ein Grund für ausländische Unternehmen sein, eine Cross-border-Kotierung in Betracht zu ziehen. Deshalb folgt nun eine Betrachtung der Sektorengliederung der Handelsplätze. Diese wurde anhand des Global-Industry-Classification-Standards von MSCI Inc. (2020) vorgenommen.

Gemäss Gerber (2020, Anhang B-23) ist die SIX im Life-Sciences-Bereich der führende Marktplatz Europas. Als Grund hierfür benennt er ein vielseitiges Ökosystem, welches durch eine tiefgreifende Verflechtung der lokalen Pharma-, Biotech- und Medtech-Unternehmen sowie der Banken, Analysten, Bildungsinstitutionen und Interessensverbänden gefördert wird. Dieser Vorteil lässt sich bestätigen, wenn die Liste der Cross-border-Kotierungen seit Anfang 2000 an der SIX betrachtet wird: Nahezu 60 Prozent der Emittenten stammen aus dem Gesundheitswesen (FactSet, 2020).

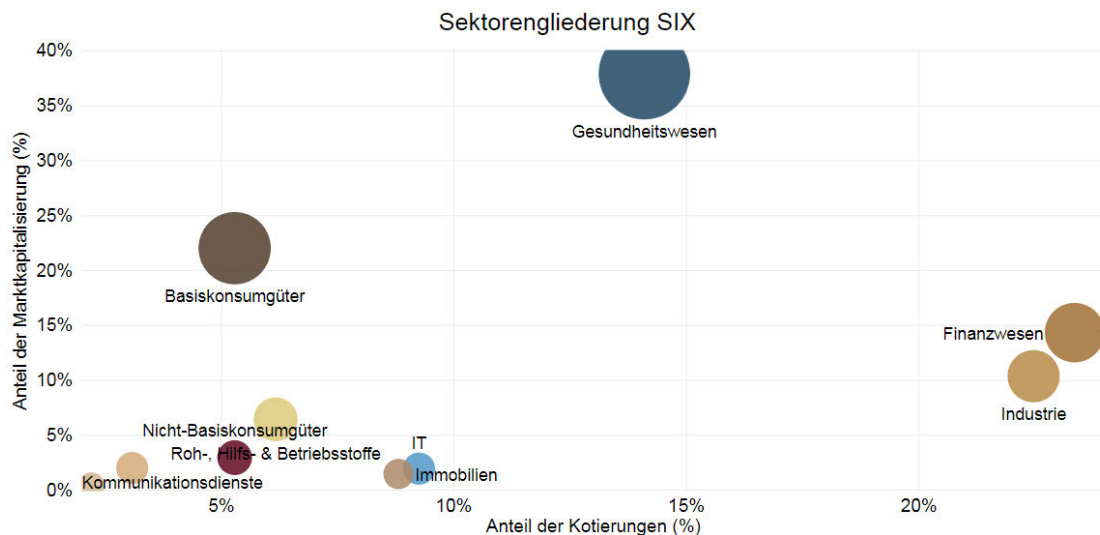


Abbildung 7: Sektorengliederung SIX

[Eigene Illustration mit Daten von Bloomberg (2020c), die Blasengrösse stellt die summierte Marktkapitalisierung eines Sektors dar, in Relation zur gesamten Marktkapitalisierung des Handelsplatzes]

Anhand der Sektorengliederung der SIX wird deutlich, dass neben dem oben genannten Sektor auch Effekten des Finanzwesens und der Industrieunternehmen breit vertreten sind. Die hohe Marktkapitalisierung des Sektors der Basiskonsumgüter kann grösstenteils auf den Grosskonzern Nestlé zurückgeführt werden. Eine Grafik zur BX Swiss ist aufgrund der niedrigen Anzahl an primärkотиerten Unternehmen nicht notwendig. Von den 14 Firmen sind mehr als die Hälfte Immobiliengesellschaften, weitere 30 Prozent sind Beteiligungsgesellschaften (Sektor Finanzwesen) und die übrigen zwei Firmen stammen aus dem IT-Sektor bzw. Gesundheitswesen.

Stäcker (2020, Anhang C-34) sieht in Schweden derweilen eine gewisse Spezialisierung in den Bereichen der Kommunikationstechnologie und des Gesundheitswesens. Als Grund für die erste Ausprägung ist das Ökosystem zu nennen, welches rund um die bekannten, teils ehemaligen skandinavischen Konzerne wie Ericsson oder Nokia entstanden ist. Ungefähr 70 Prozent der Cross-border-IPOs seit Anfang 2000 stammen aus den Sektoren Gesundheitswesen und Kommunikationsdienstleistungen oder aus deren nahestehenden Branchen (FactSet, 2020). Aus der Sektorenübersicht der Nasdaq (Hauptmarkt und First North) geht hervor, dass neben den zwei genannten Fokusgebieten auch Industrieunternehmen rege am Markt vertreten sind. Bei den Handelsplätzen der NGM sind vor allem IT-Gesellschaften in hohem Masse präsent. An der Spotlight lassen sich hauptsächlich Firmen aus dem Gesundheitswesen und dem IT-Sektor finden. Waxin (2020, Anhang E-4) fügt bezüglich des Themas der Sektorenexpertise an, dass sämtliche Marktplätze in Schweden über eine breite Streuung verfügen. Bei einem IPO in diesem Land sei deshalb in geringerem Masse die Sektorenexpertise bedeutend, sondern mehr

das Angebot des Handelsplatzes. In den folgenden Abbildungen werden die Sektorengliederungen aller drei Betreiberorganisationen gezeigt.

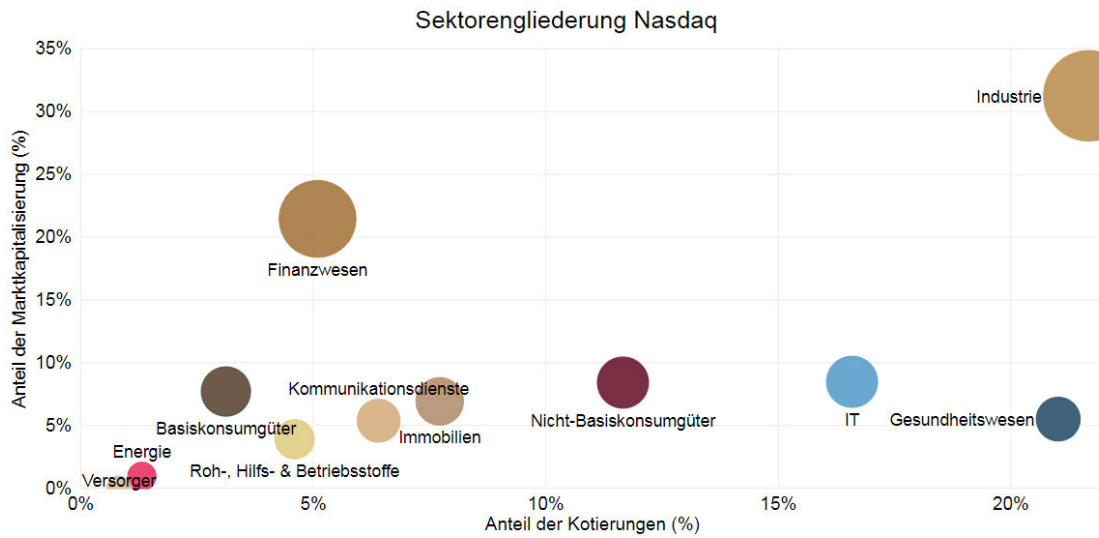


Abbildung 8: Sektorengliederung Nasdaq Stockholm und Nasdaq First North
[Eigene Illustration mit Daten von Bloomberg (2020c)]

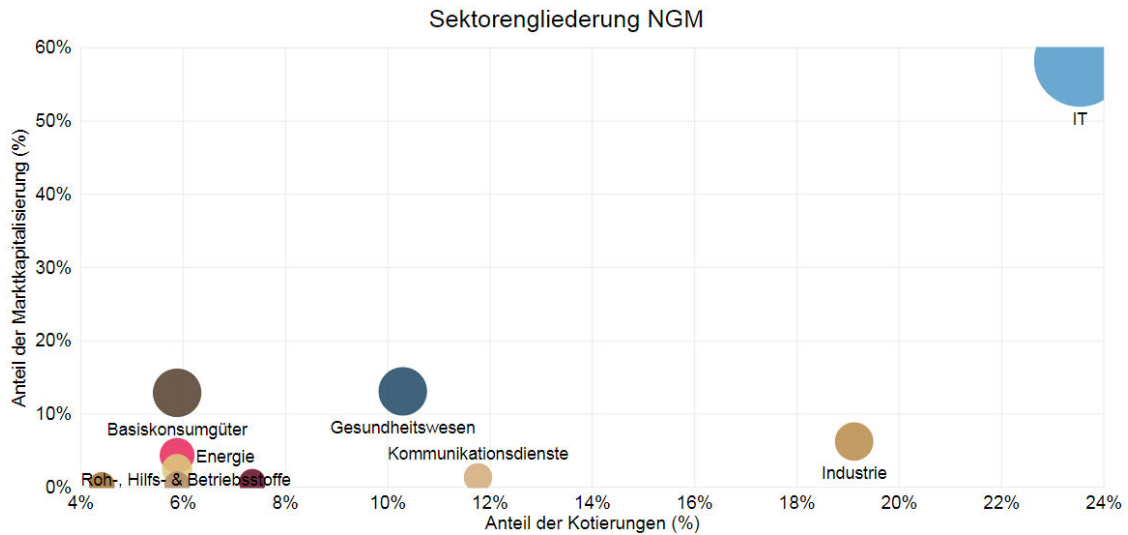


Abbildung 9: Sektorengliederung NGM Equity und NGM Nordic SME
[Eigene Illustration mit Daten von Bloomberg (2020c)]

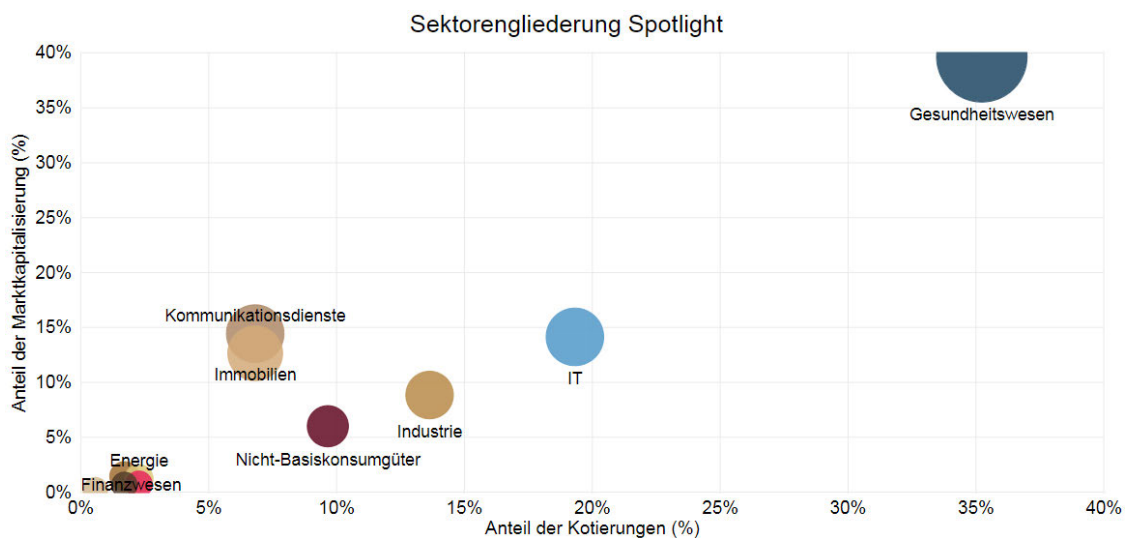


Abbildung 10: Sektorengliederung Spotlight Stock Market
[Eigene Illustration mit Daten von Bloomberg (2020c)]

Die Sektorexpertise der schweizerischen und schwedischen Handelsplätze steht in enger Verbindung zur wirtschaftshistorischen Entwicklung dieser Länder. Diesbezüglich dürfte Schweden über einen Vorteil verfügen, da neben dem Gesundheitswesen auch die Sektoren Kommunikationsdienste und Technologie überdurchschnittlich häufig vertreten sind. Gerade in diesen beiden Sektoren liess sich in den vergangenen fünf Jahren eine hohe Anzahl an IPOs beobachten (FactSet, 2020). Abschliessend lässt sich dieser Vorteil aber nicht evaluieren, da diese signifikanten Volumen auch durch andere Faktoren, z. B. durch die Verfügbarkeit von adäquaten Handelsplätzen, begründet sein könnten.

Ein weiterer bedeutender Aspekt für die Attraktivität von IPOs bei Micro, Small und Mid Caps ist das regulatorische Umfeld, welches in den nächsten Abschnitten erörtert wird.

Handelsplatzregulierung

Beim *Go Public*, wie ein IPO im angelsächsischen Sprachraum auch genannt wird (HarperCollins, 2020b), sind mehrere Gesetze und Regularien zu beachten. Die Erfüllung der Anforderungen endet aber nicht mit dem ersten Handelstag, sondern auch im Rahmen des *Being Public* muss ein Emittent verschiedene Erfordernisse einhalten, damit dessen Kotierung bestehen bleibt (Högbom, 2020, Anhang D-46). Ein Teil der Vorgaben wird durch die nationale Gesetzgebung festgelegt, während je nach Handelsplatz unterschiedliche Anforderungen an die kotierten Gesellschaften gestellt werden.

Zuerst werden die Kotierungsanforderungen der vorher genannten Handelsplätze in Tabellenform zusammengefasst und anschliessend werden diese kommentiert. Danach folgt eine Erörterung der relevantesten Gesetze und Verordnungen in Verbindung mit Börsengängen und der Aufrechterhaltung der Kotierung. Dann werden die bedeutendsten Voraussetzungen zur Aufrechterhaltung einer Kotierung ebenfalls in einer Tabelle zusammengeführt. Als Abschluss dieses Unterkapitels erfolgt eine Einschätzung des Autors hinsichtlich der Attraktivität der Handelsplätze für IPOs von Micro, Small und Mid Caps.

Kotierungsanforderungen der Handelsplätze

Typ Handelsplatz		Börse	Börse	Geregelter Markt	Geregelter Markt	MTF	MTF	MTF
EU-KMU-Wachstumsmarkt		-	-	-	-	Ja	Ja	-
Anforderung		SIX	BX Swiss	Nasdaq Stockholm	NGM Equity	Nasdaq First North	NGM Nordic SME	Spotlight Stock Market
Emittent	Geografischer Bezug	-	Bezug zur Schweiz oder nahem Ausland	-	-	-	-	-
	Financial Track Record/ Unternehmensalter	3 Jahre	1 Jahr	3 Jahre	-	6 Monate	-	-
	Profitabilität/ Nachweis Umlaufvermögen	-	-	Profitabilität grundsätzlich vorausgesetzt oder Nachweis, dass genügend Umlaufvermögen für die nächsten 12 Monate vorhanden ist (ab erstem Handelstag)				
	Historische Jahresabschlüsse	3 Jahre, gemäss GAAP	1 Jahr, gemäss GAAP	3 Jahre, gemäss GAAP	-	-	-	-
	Minimum Kapitalausstattung	Eigenkapital CHF 2.5 Mio.	Aktienkapital CHF 2 Mio.	-	-	-	-	-
Effekte	Streuung (Free Float) im Publikumsbesitz	20%	15%	25%	10%	10%	10%	10%
	Minimum Marktkapitalisierung	CHF 25 Mio. (Free-Float-Anteil)	CHF 2 Mio.	EUR 1 Mio.	-	-	-	-
GAAP	Akzeptierte Standards	Swiss GAAP FER Bankengesetzlicher Standard IFRS US GAAP		IFRS	IFRS	K3 IFRS	K3 IFRS	K3 IFRS

Tabelle 8: Kotierungsanforderungen der Handelsplätze

[(Art. 12, 15, 19, 49 KR, SER, 2020a), (Art. 4.1, 4.3, 4.5, 4.6, 5.2, 5.5d KR, BX Swiss AG, 2020a), (2.7.1, 2.9.1, 2.13.2, 2.14.1, E-23-24 RB Nasdaq MM, Nasdaq Nordic Ltd., 2020b), (2.3.1–2.3.3, 4.3 RB Nasdaq FNGM, Nasdaq Nordic Ltd., 2019b), (2.2.3, 2.2.6, 2.2.9 RB NGM EQ, NGM AB, 2019), (2.2.2, 2.2.4, 2.2.8, 4.2.2 RB NGM Nordic SME, NGM AB, 2020b), (2.2, 2.6, 2.9 SR, ATS Finans AB, 2019) – An der SIX sind indes fünf regulatorische Kotierungsstandards verfügbar, welche sich hauptsächlich in den Punkten Rechnungslegung und Unternehmensalter unterscheiden. Im Rahmen der Arbeit und der obigen Tabelle werden die Standards *International Reporting Standard* und *Swiss Reporting Standard* angezeigt.]

Die Kotierungsanforderungen der verschiedenen Börsen und MTFs variieren hinsichtlich ihres Detailgrads erheblich. Bei einer Betrachtung des Vergleiches wird realisiert, dass die Kotierungsanforderungen der Schweizer Handelsplätze generell restriktiver (mehr Anforderungen) bzw. höher angelegt sind als die der schwedischen. Beim Unternehmensalter sind grundsätzlich zeitlich kürzere oder gar keine Bestimmungen vorgesehen. In diesem Kontext ist zu erwähnen, dass sowohl die SIX als auch die BX Swiss Richtlinien erlassen haben, die Ausnahmen für jüngere und schnell wachsende Unternehmen erlauben. Beim ersten Handelsplatz ist bei Erfüllung zusätzlicher Kriterien eine Kotierung mit einem Unternehmensalter von einem Jahr möglich (RLTR, SER, 2020b), während beim zweiten dies ab sechs Monaten machbar ist (RTR, BX Swiss AG, 2012).

Restriktiver sind die Schweizer Handelsplätze auch bei der minimalen Kapitalausstattung, während in Schweden diesbezüglich keine Vorgaben existieren. Hinsichtlich der Streuung der Aktien (auf Englisch *Free Float*) – d. h. bezüglich des Aspekts, welcher Prozentsatz der Aktien sich nach dem IPO im Publikumsbesitz befindet – haben schwedische Handelsplätze teils tiefere Ansätze mit bis zu 10 Prozent, während die BX Swiss 15 Prozent und die SIX 20 Prozent verlangen. Bei den Vorgaben zur minimalen Marktkapitalisierung fällt auf, dass gerade die SIX vergleichsweise hohe Voraussetzungen definiert hat. Nach dem Börsengang muss der Aktienanteil im Publikumsbesitz mindestens eine Marktkapitalisierung von 25 Millionen Schweizer Franken ausmachen. Diese Vorschriften dürften für einen Grossteil der Micro Caps eine Herausforderung darstellen. Je nach Kapitalaufnahmeziel dürften auch Small Caps am unteren Ende der Bandbreite Schwierigkeiten haben, diese Anforderung zu erfüllen. Schlussendlich hängt dies jedoch von den Transaktionseigenschaften ab.

Als letzter Punkt im Vergleich zeigt sich in Schweden ein Vorteil bei den Rechnungslegungsanforderungen. Für eine Kotierung an MTFs ist es ausreichend, wenn die Unternehmung die handelsrechtlichen K3-Regeln befolgt, welche auf dem internationalen Standard *IFRS for SMEs* basieren (IFRS Foundation, 2016). In der Schweiz ist der handelsrechtliche Abschluss gemäss Art. 957ff Obligationenrecht zu erstellen (WBF, 2019), der allerdings nicht dem Prinzip von *True and Fair View* entspricht (KPMG, 2020). Somit bedeutet eine Kotierung an den Schweizer Börsen einen Zusatzaufwand, da neben dem handelsrechtlichen Abschluss auch ein solcher nach Swiss GAAP FER, IFRS oder US GAAP erstellt werden muss. Die Bedeutung dieses Unterschiedes dürfte allerdings von limitierter Relevanz sein. Gemäss einer repräsentativen Umfrage von Leibfried et al. (2016, S. 22) wenden in der Schweiz schon

zahlreiche nichtkотиerte Unternehmen freiwillig Swiss GAAP FER oder IFRS an: bei Unternehmen mit 50 bis 249 Mitarbeitern sind dies 35 Prozent, bei Gesellschaften mit 250 bis 500 Mitarbeiter bereits 56 Prozent und bei Firmen mit mehr als 500 Mitarbeiter 77 Prozent.

Regulatorische Instanzen

Die FINMA ist in der Schweiz der primäre Regulator für Aktivitäten am Kapitalmarkt. Ein Grossteil der Regulierungskompetenzen in Bezug auf Börsen wurde jedoch an die Handelsplätze delegiert (Iffland & Hattar, 2018). Somit besteht weitgehend eine Selbstregulierung. Die Regulierungskompetenzen sind bei der SIX vom operativen Börsenbetrieb abgesondert und werden durch mehrere Organe (unter anderem die SIX Exchange Regulation AG) wahrgenommen (SIX Group AG, 2020b). Bei der BX Swiss werden diese Aufgaben durch interne, unabhängige Fachstellen, jedoch nicht durch eine separate juristische Einheit erledigt (BX Swiss AG, 2020b). Bankexperte A (2020, Anhang A-26) erachtet die Selbstregulierung in der Schweiz als einen Vorteil, da der Regulator praxisnahe agiere und zusammen mit den Börsengang-Kandidaten Lösungen suche.

In Schweden nimmt die Behörde *Finansinspektionen* einen Grossteil der Aufgaben sowohl für Geregelt Märkte als auch für MTFs war (Finansinspektionen, 2020b). Hier herrscht ebenfalls teilweise eine Selbstregulierung, primär jedoch im Bereich von öffentlichen Übernahmeangeboten und bei der Ausgestaltung der Corporate-Governance-Richtlinien (Levin, 2018).

Prospektpflicht

Bei einem öffentlichen Angebot von Aktien in Schweden und der Schweiz, wie es im Rahmen eines klassischen IPOs stattfindet, besteht grundsätzlich die Pflicht zur Erstellung eines Prospektes. Durch diesen sollen den Anlegern umfassende Grundlagen zur Entscheidungsfindung geboten werden. Mit der Einführung des neuen Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) werden die bisherigen Prospektregularien der SIX und BX Swiss abgelöst und nationale Bestimmungen eingeführt, die nahezu vollständig mit den Vorgaben der Europäischen Union harmonisiert sind (Spillmann & Giger, 2019, S. 182–183). Obwohl FIDLEG generell per 1. Januar 2020 in Kraft getreten ist, werden die neuen Prospektbestimmungen erst sechs Monate nach der Ernennung der ersten Zulassungsstelle, jedoch frühestens ab dem 1. Oktober 2020 gültig sein (SIX & Bär & Karrer AG, 2019, S. 4). Dies ist indes auch eine der wesentlichen Änderungen: Neu muss der Prospekt von einer von der FINMA anerkannten Prüfstelle vor dem

Börsengang bewilligt werden. Zum Zeitpunkt der Arbeitserstellung haben sich zwar die SIX Exchange Regulation AG und die BX Swiss AG um eine Zulassung beworben (Spillmann & Giger, 2019, S. 198), aber eine Entscheidung der FINMA ist noch ausstehend (FINMA, 2020). Für konventionelle IPOs (Definition gemäss Unterkapitel 2.1.1.) wird aktuell an beiden Börsen die Veröffentlichung eines umfangreichen Prospektes vorausgesetzt (Art. 9ff KR, BX Swiss AG, 2020a; Art. 27ff KR, SER, 2020a). Für Unternehmen, die ihren Börsengang in Schweden durchführen, gelten die Bestimmungen der EU-Prospektverordnung (Levin, 2018). Bei einem IPO an einem Regulated Market oder an einem MTF wird ein ausführlicher Prospekt vorausgesetzt und dieser muss durch die schwedische Finanzmarktaufsicht *Finansinspektionen* bewilligt werden (Pousette & Tipner, 2018). Ausgenommen sind Kleinstbörsengänge, solange das Platzierungsangebot innerhalb von 12 Monaten niedriger als 2.5 Millionen Euro ist. Bei diesen verlangen die Handelsplätze ein *Information Memorandum* bzw. eine *Company Description*, d. h. ein vergleichsweise kurz gehaltenes Dokument (2.16. SR, ATS Finans AB, 2019; 3.5 RB Nasdaq FNGM, Nasdaq Nordic Ltd., 2019b; 6 RB NGM Nordic SME, NGM AB, 2020b). Seit Juni 2019 haben Emittenten, die gemäss EU-Definition als KMU gelten und den Börsengang an einem MTF vornehmen, die Möglichkeit, ein leicht vereinfachtes Dokument (sogenannter EU-Wachstumsprospekt) einzureichen (Lohmander & Ploman, 2019). Das Gleiche gilt für kleinere Unternehmen, die zwar nicht als KMU zählen, jedoch an einem KMU-Wachstumsmarkt der EU ihren IPO durchführen und eine Marktkapitalisierung unter 500 Millionen Euro anstreben (Art. 15 Prospektverordnung, EP & ER, 2017).

Wie vorher erwähnt, werden mit der Einführung von FIDLEG die schweizerischen Prospektanforderungen zu einem grossen Teil mit denen der EU harmonisiert. Der Schwellenwert für Kleinstbörsengänge liegt bei einem Platzierungsangebot von 8 Millionen Schweizer Franken (Art. 36e FIDLEG, BVers, 2020b). Erleichterte Prospektanforderungen für KMUs sind ebenfalls in der dazugehörigen Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV) determiniert, aber der Bundesrat ging in der Ausgestaltung der Erleichterungen bisher nicht so weit wie die EU (vgl. Anhang 1 FIDLEV, BR, 2020; Anhang 23, 24, 26 Prospektverordnung, EP & ER, 2017a).

Zu vermerken ist, dass bei einem Börsengang grundsätzlich in beiden Vergleichsländern ein ausführlicher Prospekt eingereicht werden muss. Mit der Einführung der neuen Prospektbestimmungen durch FIDLEG werden die Rahmenbedingungen in Schweden

und der Schweiz nahezu gleichwertig sein. Als kleiner Vorteil für Schweden kann der KMU-Wachstumsprospekt erachtet werden, welcher allerdings erst seit kurzem als Option verfügbar ist.

Bestimmungen zur Verhinderung von Marktmissbrauch

Beide Vergleichsländer verfügen über ausführliche Bestimmungen, durch die Marktmissbrauch an Handelsplätzen verhindert werden soll. Die Schweizer Grundlagen sind im FinfraG, in der dazugehörigen Verordnung (FinfraV) und in den Richtlinien der Börsen geregelt (Art. 122–128 FinfraV, BR, 2020b; Art. 142f., 154f. FinfraG, BVers, 2020a; Art. 17–18 KR, BX Swiss AG, 2020a; Art. 53–56 KR, SER, 2020a). In Schweden gelten die EU-Regeln gemäss der Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) und der Marktmissbrauchsrichtlinie (MMR) für Geregelte Märkte und MTFs (Finansinspektionen, 2020c). In diesem Kontext ist zu erwähnen, dass bis zur Änderung der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie im Jahre 2016 die MTFs von gewissen Regeln nicht betroffen waren. Seit jener Anpassung sind die Anforderungen jedoch für Emittenten am Geregelten Markt und für MTFs nahezu gleichwertig (Waxin, 2020, Anhang E-6).

Basierend auf diesen Regularien herrscht in beiden Ländern die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Dabei wird verlangt, dass Ereignisse, die den Kurs eines Titels wesentlich verändern können, ohne signifikante Verzögerung den Marktteilnehmern durch die kotierten Unternehmen mitgeteilt werden müssen (Finanz und Wirtschaft, 2007). Weiter müssen Mitglieder des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung ihre Eigengeschäfte mit den Aktien des Unternehmens an den Emittenten melden, welcher diese wiederum dem Handelsplatz bzw. dessen Regulator melden muss (Art. 18 KR, BX Swiss AG, 2020a; Art. 19 MMVO, EP & ER, 2014b; Art. 56 KR, SER, 2020a). In der EU existiert indes eine Besonderheit, über welche das Schweizer Gesetz nicht verfügt: Emittenten müssen eine Insiderliste führen. Darin sollen sämtliche Personen aufgeführt sein, die potenziell Zugang zu Insiderinformationen haben, beispielsweise Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeiter der Buchhaltungsabteilung oder externe Angestellte von Beratungsfirmen (Art. 18 MMVO, EP & ER, 2014b).

Festzuhalten ist, dass die Marktmissbrauchsvorschriften in den Vergleichsländern zu grossen Teilen ähnlich sind, mit Ausnahme der Pflicht zur Führung einer Insiderliste. Da die Schweizer Regularien keine vergleichbare Pflicht vorschreiben, lässt sich dies – aus Emittentenperspektive – als kleiner Vorteil für Schweizer Handelsplätze erachten. Jedoch sind die Aufwände zur Sicherstellung der Ad-hoc-Publizität ein wesentlicher Kostenverursacher der Marktmissbrauchsvorschriften und gerade für kleinere

Unternehmen nicht zu unterschätzen (Högbom, 2020, Anhang D-44). Bezüglich dieses Aspekts haben beide Länder vergleichbare Vorschriften.

Bestimmungen für öffentliche Kaufangebote

Sowohl Schweden als auch die Schweiz verfügen über ausführliche Bestimmungen zur Abgabe von öffentlichen Kaufangeboten, damit eine Gleichstellung der Marktteilnehmer sichergestellt werden kann. In der Schweiz gelten für börsenkotierte Gesellschaften die Regeln der Übernahmeverordnung (Übernahmekommission [UEK], 2016). In Schweden wurden Übernahmeregelungen segregiert für Geregelte Märkte und MTFs etabliert, jedoch sind diese in den wesentlichen Details gleichwertig (Swedish Corporate Governance Board [SCGB], 2020). Die Bestimmungen für öffentliche Kaufangebote sind bei geplanten Übernahmen durch den Emittenten oder bei Akquisitionsangeboten für den Emittenten relevant. Eine weitere Vertiefung erfolgt hierbei nicht, da die Bestimmungen in den beiden Ländern gemäss der Interpretation des Autors ähnlich sind.

Bestimmungen zur Corporate Governance

Unter *Corporate Governance* ist das Netzwerk von Regeln, internen Kontrollen und Prozessen zu verstehen, das zur Steuerung eines Unternehmens verwendet wird (CFA Institute, 2018, S. 3). Ein Corporate-Governance-Rahmenwerk weist verschiedenen Funktionen und Anspruchsgruppen klar definierte Rollen, Rechte und Verantwortlichkeiten zu. Dazu gehören unter anderem der Verwaltungsrat, die Geschäftsleitung und die Aktionäre. Aus der Etablierung und Aufrechterhaltung einer adäquaten Corporate Governance resultieren aber auch wesentliche Kosten für eine Unternehmung und dieser Aspekt kann gerade für kleinere Unternehmen folgenreich sein (Envisia, 2017). Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll, zu analysieren, welche Corporate-Governance-Richtlinien an den jeweiligen Handelsplätzen befolgt werden müssen.

In der Schweiz ist per 1. Januar 2014 die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) in Kraft (BR, 2013) getreten. Diese lässt sich grundsätzlich dem Themenfeld *Corporate Governance* zuweisen (Malacrida & Spillmann, 2013, S. 2). Konsequenzen der VegüV sind unter anderem, dass börsenkotierte Gesellschaften einen jährlichen Vergütungsbericht erstellen müssen, über welchen an der Generalversammlung abgestimmt wird und der durch die Revisionsstelle geprüft werden muss (Art. 13ff VegüV, BR, 2014). Weiter gab es Anpassungen bei der Stimmrechtsvertretung: Bisherige Formen für die institutionelle Stimmrechtsvertretung wurden abgeschafft, neu wurde ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter eingeführt. Die

Verordnung schreibt weiter vor, dass Aktionäre diesem Vertreter ihre Weisungen auch auf elektronischem Weg zustellen können (Wenger Plattner, 2013, S. 1–3). Infolge der VegüV wurde die Attraktivität für eine Börsenpräsenz durch KMUs weiter geschmälert, da die Kosten zur Erfüllung der Pflichten entsprechend gestiegen sind. Es wurden dadurch auch Dekotierungen von Unternehmen gesehen (Stefano, 2014, S. 30). Hinsichtlich *Corporate Governance* existieren zudem Richtlinien der SIX, die sich auf die Regelung beschränken, welche Informationen zur *Corporate Governance* im jährlichen Geschäftsbericht ausgewiesen werden müssen (Anhang RLCG, SER, 2020c). Dazu gehören detaillierte Ausführungen über die Konzernstruktur, das Aktionariat, die Kapitalstruktur und die Zusammensetzung des Verwaltungsrates. Die BX Swiss erliess keine bindenden Bestimmungen zur Umsetzung der Corporate Governance (KR, BX Swiss AG, 2020a).

Im Vergleich dazu sind die Bestimmungen in Schweden nach Handelsplatztyp zu unterscheiden. Gesellschaften an einem Geregelten Markt, d. h. der Nasdaq Stockholm oder NGM Equity, müssen die Regeln des Swedish Corporate Governance Code (SCGC) befolgen (Swedish Corporate Governance Board [SCGB], 2020a). Das 28-seitige Werk definiert mehrere Bestandteile der zu etablierenden *Corporate Governance*, wie die Organisation der bedeutendsten Gremien, die Zusammensetzung unterschiedlicher Ausschüsse und des Verwaltungsrates sowie deren Qualifikation (I-III SCGC, SCGB, 2020b). Unternehmen, die an MTFs kotiert sind, müssen keinen definierten Corporate-Governance-Kodex umsetzen. Sie sind jedoch angewiesen, den Best-Practice-Empfehlungen des SCGBs zu folgen, und zusätzlich haben die Handelsplätze gewisse Transparenzanforderungen definiert (1.2. iv. SR, ATS Finans AB, 2019; B–RB NGM FNGM, Nasdaq Nordic Ltd., 2019b; 4.2.8 RB NGM Nordic SME, NGM AB, 2020). Anhand des Beispiels des Spotlight Stock Market wird deutlich, dass diese im Vergleich zum ausführlichen SCGB rudimentär gestaltet wurden. Es werden primär Vorgaben zur Komposition, zur Besetzung und zum Leumund des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung gemacht (2.10–2.14 SR, ATS Finans AB, 2019).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Corporate-Governance-Richtlinien in grossem Masse divergieren, nicht nur zwischen den Ländern, sondern auch bezüglich der betrachteten Handelsplätze. Striktere Bestimmungen existieren in der Schweiz aufgrund der VegüV, während in Schweden kleinere Unternehmen an MTFs mit niedrigeren Corporate-Governance-Anforderungen konfrontiert sind. Unternehmen können diese mehrheitlich nach eigenen Vorstellungen gestalten. Im direkten Vergleich mit Schweden besteht hier ein Nachteil für Schweizer Handelsplätze und insbesondere für kleinere

Unternehmen, welche über geringere Ressourcen verfügen. Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) erachtet ebenfalls die verhältnismässig hohen Transparenzvorschriften als unangemessen für kleinere Unternehmen und sieht die VegüV als Nachteil für die Attraktivität von kleineren IPOs. Bankexperte B (2020, Anhang A-34) bestätigt, dass die Regulierungsdichte in den vergangenen Jahren merklich zugenommen hat. Höhere Transparenzanforderungen seien allerdings ein internationales Thema und würden auch zunehmend von den Investoren gefordert.

Meldepflichten

Abschliessend bleibt zu erwähnen, dass Emittenten an sämtlichen Handelsplätzen unterschiedliche Meldepflichten zu erfüllen haben. Unternehmen müssen dabei eine dedizierte Stelle des Handelsplatzes über Änderungen wie den Wechsel der Revisionsstelle, die Veränderungen in der Kapitalstruktur oder den Wechsel in der Geschäftsleitung informieren. Eine detaillierte Analyse wird hier nicht vorgenommen, jedoch bleibt anzumerken, dass der Umfang der Meldepflichten bei MTFs etwas geringer ausfällt als bei Börsen bzw. Geregelten Märkten.

Auf der nächsten Seite folgt eine Zusammenfassung der Anforderungen zur Aufrechterhaltung einer Kotierung an den einzelnen Handelsplätzen.

Anforderungen zur Aufrechterhaltung der Kotierung

Typ Handelsplatz		Börse	Börse	Geregelter Markt	Geregelter Markt	MTF	MTF	MTF
EU-KMU-Wachstumsmarkt		-	-	-	-	Ja	Ja	-
Anforderung		SIX	BX Swiss	Nasdaq Stockholm	NGM Equity	Nasdaq First North	NGM Nordic SME	Spotlight Stock Market
Berichterstattung	Publikation Jahresbericht	4 Monate nach Abschluss	6 Monate nach Abschluss	2 Monate nach Abschluss		3 Monate nach Abschluss	2 Monate nach Abschluss	2 Monate nach Abschluss
	Periodizität/Publikation Zwischenberichte	halbjährlich, 3 Monate nach Abschluss	halbjährlich, 4 Monate nach Abschluss	quartalsmässig, 2 Monate nach Abschluss		halbjährlich, 2 Monate nach Abschluss	halbjährlich, 2 Monate nach Abschluss	quartalsmässig, 2 Monate nach Abschluss
Offenlegungs- und Meldepflichten	Informationspflicht bei potenziell kursrelevanten Tatsachen (Ad-hoc-Publizität)	Obligatorisch						
	Offenlegung von Management-Transaktionen (VR und GL)	Obligatorisch						
	Führen einer Insiderliste	-			Obligatorisch			
	Anwendbare Corporate-Governance-Richtlinien/Verordnungen	Richtlinie Corporate Governance der SER, VegüV	VegüV	Anwendung Swedish Corporate Governance Code		Anwendung Best-Practice-Empfehlungen des Swedish Corporate Governance Board		
	Anwendbare Verordnung bei Übernahmen	Übernahmeverordnung (UEV)			Swedish Takeover Act		Takeover Regulations for Certain Trading Platforms	

Tabelle 9: Anforderungen zur Aufrechterhaltung der Kotierung

[(Art. 49–50, 53–56 KR, SER, 2020a), (RLCG, SER, 2020c), (Art. 15, 17, 18 KR, BX Swiss AG, 2020a), (UEV, Übernahmekommission, 2016), (Art. 120 Abs. 1, FinfraG, BVers, 2020a), (B 24–25, RB Nasdaq MM, Nasdaq Nordic Ltd., 2020b), (4.2.2–4.2.3, RB NGM EQ, NGM AB, 2019), (4.2.2–4.2.3, RB NGM Nordic SME, NGM AB, 2020b), (4.1–4.2 SR, ATS Finans AB, 2019), (Art. 17 Abs. 1, Art. 19 Abs. 1–2 MMVO, EP & ER, 2014b), (SCGB, 2020a)]

Bei einem Vergleich der Aufrechterhaltungsanforderungen in einem Gesamtkontext sind einige Differenzen sowohl zwischen der Schweiz und Schweden als auch zwischen den einzelnen Handelsplätzen zu erkennen. Emittenten in der Schweiz haben den Vorteil, dass sowohl Jahresberichte als auch Zwischenberichte weniger schnell publiziert werden müssen. Bei der Prospektpflicht werden die Rahmenbedingungen in baldiger Zukunft nahezu gleichwertig sein, in Schweden existiert mit dem KMU-Wachstumsprospekt jedoch seit Juni 2019 eine leicht reduzierte Prospektvariante, wovon Micro, Small und kleinere Mid Caps profitieren.

Bei den Marktmissbrauchsregeln haben Emittenten in der Schweiz den Vorteil, dass keine Insiderlisten geführt werden müssen. Den Aufwand zur Gewährleistung der Ad-hoc-Publizität und der Offenlegung von Management-Transaktionen müssen Unternehmen in beiden Ländern tragen. Aufgrund der Abwesenheit einer VegüV-ähnlichen Verordnung in Schweden bestehen in Schweden vor allem Vorteile für kleinere Unternehmen im Bereich der Corporate-Governance-Richtlinien, solange sie ihre Publikumspräsenz an einem MTF planen.

Fazit zu den Handelsplätzen und deren Regularien

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass in beiden Ländern Handelsplätze existieren, an denen IPOs von Micro, Small und Mid Caps möglich sind, wobei in Schweden die Kotierungs- und Aufrechterhaltungsanforderungen gerade für Micro und Small Caps generell adäquater angesetzt sind und auch tatsächlich eine Auswahl von Handelsplätzen verfügbar ist. Ebenfalls herrscht in Schweden im Bereich der Corporate-Governance-Bestimmungen mehr Flexibilität, da keine VegüV-ähnlichen Gesetze existieren.

In der Schweiz dürfte für IPO-Kandidaten die Attraktivität der BX Swiss begrenzt sein, da nur eine geringe Zahl von Firmen kotiert ist. Folglich ist der Fokus der Investoren auf die SIX gerichtet. Ein IPO an der SIX dürfte für Micro Caps und kleinere Small Caps jedoch aufgrund der relativ hohen Free-Float-Bestimmungen nur in geringen Fällen eine realistische Option darstellen – was mitunter auch ein Grund sein könnte, weshalb seit dem Jahr 2010 lediglich zwei konventionelle IPOs mit einer Marktkapitalisierung unter 200 Millionen Schweizer Franken stattgefunden haben. Anders ist die Konstellation bei Mid Caps, denn diesbezüglich weist die SIX über den gleichen Zeitraum bereits 22 Transaktionen auf (SIX, 2020). Je grösser das Unternehmen ist, desto attraktiver dürfte ein IPO in der Schweiz werden, da die Aufwände in Verbindung mit den Corporate-Governance-Anforderungen (v. a. VegüV) verhältnismässig niedriger sind.

3.3.6. Ökosystem rund um die Handelsplätze

Die SIX (2018, S. 15) schreibt in ihrem IPO-Guide, dass es für eine erfolgreiche Umsetzung eines Börsenganges mehrere Partner braucht. Typischerweise sind bei einer Erstkotierung Banken, IPO-Berater, Rechtsanwälte, Revisionsgesellschaften, Investor-Relations-Agenturen und der Handelsplatz involviert. Bezüglich der Attraktivität für IPOs von kleineren Unternehmen ist deshalb die Frage zu stellen, inwiefern das Börsengang-Ökosystem auf Micro, Small und Mid Caps ausgerichtet ist.

Hohes Preisniveau: Lohnkosten als wesentlicher Treiber im Ökosystem

Förg (2020, Anhang B-39) nannte das hohe Preisniveau und die hohen Schweizer Löhne als wesentliche Gründe, weshalb sich kleinere IPOs im Vergleich zu anderen Ländern überproportional unattraktiv gestalten. Für einen Börsengang seien Spezialisten wie die vorher genannten nötig und deren Stundenansätze reflektieren sich in den IPO-Kosten. Ein direkter Vergleich der involvierten Löhne ist nicht möglich, da die entsprechenden Angaben nicht veröffentlicht werden oder repräsentative Erhebungen nur unter hohen Kosten zugänglich sind. Jedoch lassen sich zur Annäherung und Visualisierung des Unterschiedes die Bruttomedianlöhne der zwei Länder heranziehen.

	Berufseinsteiger nach Vollendung der Hochschule	Angehörige des mittleren Managements
Schweiz	USD 88'498	USD 163'443
Schweden	USD 44'465	USD 86'116

Tabelle 10: Bruttomedianlöhne Schweiz und Schweden
(Willis Towers Watson, 2019)

Wie anhand der Daten von Willis Towers Watson deutlich wird, ist das Lohnniveau in der Schweiz substanziell höher als in Schweden. Diesen Umstand erachtet Förg (2020, Anhang B-39) als wesentlichen Nachteil für kleinere Gesellschaften und deren IPO-Pläne. Dies dürfte mitunter ein Grund sein, weshalb Unternehmen länger privat gehalten werden und ihr Wachstum mit anderen Instrumenten finanzieren.

Den mit Abstand grössten Kostenblock machen bei IPOs in der Regel die Dienstleistungen der Emissionsbanken aus (PwC, 2017, S. 6). Deshalb erfolgt in der weiteren Analyse des Ökosystems eine Konzentration auf die Emissionsbanken.

Emissionsbanken

Während die Schweiz zwar über eine breite Palette von Banken verfügt, hat die Anbieteranzahl im IPO-Bereich in den letzten Jahren abgenommen (Neumann, persönliches Gespräch, 2. April 2020). Richtig aktiv im IPO-Geschäft, sind gemäss Neumann, in der Schweiz noch die beiden Grossbanken (UBS und Credit Suisse) sowie

die Zürcher Kantonalbank. Bei grossen Börsengängen mit internationaler Platzierung sowie bei gewissen Transaktionen mit ausländischen Eigentümern oder Investoren beteiligen sich auch ausländische Banken. Im Jahr 2017 hat die Bank am Bellevue ihre Brokerage- und Corporate-Finance-Aktivitäten eingestellt (Hegglin, 2017). Zwei Jahre darauf hat sich auch die Bank Vontobel aus dem Kapitalmarktgeschäft zurückgezogen (Krähenbühl, 2019). Grund dafür ist in beiden Fällen, dass es zunehmend schwierig wurde, das Brokerage-Geschäft seit der Einführung des MiFID-II-Research-Unbundlings profitabel zu führen (Hegglin, 2017; Krähenbühl, 2019). In der Schweiz gibt es somit grundsätzlich ein kleines Feld an Anbietern, die das IPO-Geschäft betreiben. Als Nächstes ist entsprechend die Frage zu stellen, inwiefern davon Micro, Small und Mid Caps tangiert sind.

Förg (2020, Anhang B-45) identifiziert eine Lücke bei der Abdeckung von Unternehmen, die eine Marktkapitalisierung von unter 100 Millionen Schweizer Franken anstreben. Ebenfalls fehlen Nischenanbieter, die sich auf gewisse Sektoren oder Unternehmen mit höherem Risikoprofil fokussieren. Kleinere IPOs unterscheiden sich nur marginal von grösseren Börsengängen in Bezug auf Aufwand und Umfang. Die meisten Arbeiten seitens der involvierten Partner brauche es unabhängig von der Transaktionsgrösse; entsprechend hoch seien die Fixkosten. Damit Banken solche kleineren Transaktionen profitabel oder zumindest kostendeckend durchführen könnten, müsse die Dienstleistungsgebühr erhöht werden, wodurch der IPO für den Emittenten unattraktiv werde. Als verschärfenden Faktor nennt Förg (2020, Anhang B-45) zusätzlich die niedrige Anzahl an wiederkehrenden Transaktionen. Man habe eine zu geringe Anzahl in diesem Grössenbereich, damit die Banken entsprechend Personal und Ressourcen bereitstellen können. Für Bankexperte B (2020, Anhang A-42) resultiert die Abwesenheit von Nischenanbietern für Kleinst-IPOs aus einer Kombination von zwei Umständen. Gäbe es die Nachfrage seitens der Investoren und ein entsprechendes Segment am Marktplatz, dann gäbe es auch ein Geschäftsmodell für Nischenanbieter.

Während in der Schweiz derweilen nur eine geringe Zahl von Banken am IPO-Markt tätig ist, herrscht in Schweden eine andere Situation. Högbom (2020, Anhang D-30 i. V. m. D-32) erklärt, dass sich die schwedischen Grossbanken (Nordea, Svenska Handelsbanken, SEB und Swedbank) in guten Marktzeiten auf Transaktionen über 100 Millionen Euro fokussieren. Ihre Organisationen seien zu komplex, um diese kleineren Transaktionen profitabel durchzuführen. Der Markt unter diesem Schwellenwert, der in Schweden substanziell sei, sei deshalb offen für kleinere Marktteilnehmer. Entsprechend habe sich in den letzten 30 bis 40 Jahren ein breites Feld an Anbietern entwickeln können,

das ihr Geschäft mit tieferen Salären und Gebühren betreibe. Waxin (2020, Anhang E-38) berichtet ebenfalls, dass man kleinere Investment-Banken und Corporate-Finance-Boutiquen habe, deren Geschäftsmodelle auf kleinere IPOs an MTFs ausgerichtet seien. Stäcker (2020, Anhang C-48) sieht indes in Schweden einen Vorteil für Nischenanbieter, denn die Handelsplätze in Skandinavien werden häufig als eine Börsenregion betrachtet. Dies erlaube kleineren Brokern die Fokussierung auf gewisse Sektoren, die in allen nördlichen Ländern vertreten seien. Dass das Umfeld an Anbietern in Schweden um einiges breiter ist als in der Schweiz, lässt sich anhand vergangener Transaktionen visualisieren. Bei Börsengängen an MTFs zwischen 2017 und 2019 waren – abgesehen von den vier schwedischen Grossbanken und ausländischen Banken – etwa 30 Corporate-Finance-Gesellschaften involviert (Waxin, persönliche Kommunikation, 11. Mai 2020). Festzuhalten ist, dass die Schweiz generell über eine geringere Zahl von Emissionsbanken und zudem kaum über Nischenanbieter verfügt, die IPOs begleiten. Schweden ist in diesem Bereich breiter aufgestellt. Die Abwesenheit von spezialisierten Nischenanbietern in der Schweiz ist aber mehreren Faktoren geschuldet, wie der fehlenden Nachfrage der Investoren, der Abwesenheit eines passenden und gleichzeitig attraktiven Handelsplatzes bzw. Segmentes für Kleinstbörsengänge und den generell substanziellen IPO-Kosten aufgrund des hohen Schweizer Preis- bzw. Lohnniveaus.

3.3.7. Fazit – Vor- und Nachteile der Vergleichsländer und Handelsplätze

Wie anhand der Zwischenfazite deutlich wurde, haben sich die schwedischen und schweizerischen Kapitalmärkte sowie ihre jeweiligen Umfeldler unterschiedlich entwickelt. Beide Länder verfügen über hoch kompetitive Wirtschaften und ein grundsätzlich attraktives Steuerumfeld, wenn auch die Schweiz im Bereich der Eigenkapitalbeschaffung geringfügige Nachteile aufweist.

Durch vom Staat getriebene steuerliche Anreize und Wahlmöglichkeiten bei der Altersvorsorge wurde in Schweden sowohl eine ausgeprägte Aktienkultur als auch eine hohe Nachfrage nach Aktien bei Privatanlegern ausgelöst. Die hiesigen Anleger sind unabhängig und treffen ihre Anlageentscheide selbstständig. Aufgrund der frühen Anwesenheit von dedizierten Märkten für kleinere Unternehmen ist ein dynamisches Umfeld entstanden, von welchem Micro, Small und Mid Caps profitieren.

In der Schweiz fehlten solche staatlichen Impulse weitgehend. Zudem hat sich der Aktienmarkt in diesem Land aufgrund mehrerer Faktoren wie der mangelnden Nachfrage seitens der Privatanleger, des hohen Preis- bzw. Lohnniveaus, der Abwesenheit von Nischenanbietern und der zunehmenden Regulierungen eher mit Fokus auf Mid und Large Caps entwickelt.

Wegen einer breiten Auswahl an Handelsplätzen, einem grossen Interesse von Privatanlegern, tieferer bzw. weniger weitgehender Regularien und einem breiten Feld an Transaktionsunterstützern ist ein IPO in Schweden für Micro und Small Caps im Vergleich zur Schweiz attraktiver. Es bleibt festzuhalten, dass für Mid Caps beide Länder eine hohe Attraktivität aufweisen, wenn auch im Bereich der Regularien und Emissionsbanken in Schweden eine grössere Flexibilität bzw. Auswahl besteht als in der Schweiz.

3.4. Vorschläge zur Stärkung des Börsenstandortes Schweiz

Die Vor- und Nachteile der beiden Länder sowie ihrer Handelsplätze wurden im Rahmen der zweiten Forschungsfrage thematisiert. Basierend auf diesen Erkenntnissen ist nun abschliessend die Frage zu stellen, welche Massnahmen die Schweiz und ihre Handelsplätze ergreifen können, um ihre Positionierung für Micro, Small und Mid Caps zu stärken.

Während die Experten den Schweizer Börsenplatz mit der SIX generell als sehr gut aufgestellt erachten, gibt es einige Aspekte, welche bezüglich der weiteren erfolgreichen Entwicklung beachtet werden sollten. Diese werden nachfolgend erläutert.

3.4.1. Beibehaltung der Rechtssicherheit und internationale Kompatibilität der regulatorischen Bestimmungen

Als primäres Handlungsfeld sehen die Schweizer Experten, dass die regulatorischen Bestimmungen der Schweiz und ihrer Handelsplätze international kompatibel bleiben. Bankexperte B (2020, Anhang A-42) stellt fest, dass es sowohl für kleinere als auch für grössere Unternehmen essenziell ist, dass die hiesigen Regularien – international betrachtet – gleichwertig sind. Wenn dies sichergestellt sei, bleibe die Schweiz als Börsenplatz auch für internationale institutionelle Anleger interessant. Bankexperte A (2020, Anhang A-45) pflichtet dem bei: Analysiere man das Zuteilungsbuch bei einem Börsengang, dann komme je nach Fall ein wesentlicher Anteil der Nachfrage von Anlegern ausserhalb der Schweiz. Damit diese Investoren nicht von einer Teilnahme absehen, sei es zentral, dass Regularien international kompatibel sind.

Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) erachtet ebenfalls einen übermässigen *Swiss Finish*⁵ bei den regulatorischen Bestimmungen als nicht zielführend für die weitere erfolgreiche Entwicklung des Börsenstandortes. Von Bedeutung sei der Aspekt, dass die Gesetzgeber und Regulatoren bei der Erstellung neuer Regularien zwischen Bestimmungen, welche tatsächlich notwendig sind, und solchen, die tendenziell zu einer erhöhten Bürokratie führen, unterscheiden.

⁵ Mit dem Begriff *Swiss Finish* werden Schweizer Regularien bezeichnet, welche höher angesetzt sind als internationale Standards (Schweizerische Nationalbank, 2020).

3.4.2. Etablierung eines dedizierten Handelsplatzes für kleinere Unternehmen

In Schweden ist es gelungen, Handelsplätze bzw. Segmente speziell ausgerichtet auf Micro Caps, Small Caps und kleinere Mid Caps zu etablieren. Entsprechend ist die Frage zu stellen, inwiefern sich die schwedischen Erfolgsfaktoren in der Schweiz replizieren lassen.

Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) vertritt dazu die Meinung, dass ein Segment mit eigenen Regeln erstrebenswert sei. Er identifiziert jedoch als hauptsächliche Herausforderung die Nachfrage der Investoren, denn ausschliesslich das Interesse seitens der Banken, Börse und Emittenten sei nicht ausreichend. Letztlich bedürfe es v. a. auch Investoren, welche das Kapital bereitstellen und eine akzeptable Liquidität bzw. einen adäquaten Handel in den Titeln ermöglichen. In die gleiche Richtung argumentiert Bankexperte B (2020, Anhang A-47): Entsprechende Versuche habe es in der Vergangenheit gegeben, diese seien dann aber teilweise aufgrund fehlender Nachfrage wieder eingestellt worden. Schlussendlich seien die Aufwände für eine Börsenpräsenz nur zu rechtfertigen, wenn die Aktie auch gehandelt werde (Bankexperte B, 2020, Anhang A-50).

Aufgrund der Gespräche mit den Experten und der Beobachtungen bei der Erstellung der Arbeit erachtet der Autor die folgenden Faktoren als zentral, damit solch ein Handelsplatz ebenso in der Schweiz erfolgreich sein kann:

- ***Anreize für Investoren***

Da auch in Schweden die kleineren Handelsplätze mehrheitlich auf das Kapital von Privatanlegern angewiesen sind, bedarf es Massnahmen, durch die eine Kanalisierung des Kapitals in solch ein Segment realisierbar ist. Schweden hat dies primär über steuerliche Anreize und sekundär über Wahlmöglichkeiten bei der Altersvorsorge geschaffen.

- ***Reduzierte Kotierungs- und Aufrechterhaltungsanforderungen***

Damit sowohl für schnell wachsende Unternehmen als auch für etablierte Gesellschaften mit ambitionierten Wachstumsplänen solch ein Segment attraktiv ist, müssen die Kotierungs- und Aufrechterhaltungsanforderungen reduziert werden. Tiefere Free-Float-Anforderungen und weniger strikte Corporate-Governance-Richtlinien haben in Schweden zu attraktiven Bedingungen geführt. Ebenfalls haben bis zur Erweiterung der Marktmissbrauchsrichtlinie auf MTFs im Jahre 2016 Unternehmen an MTFs von in geringerem Masse strikten

Regularien bei der Ad-hoc-Publizität, der Offenlegung von Management-Transaktionen und der Führung von Insiderlisten profitiert.

- ***Attraktives Angebot für Emittenten***

Für Emittenten ist ein Angebot notwendig, durch das eine Publikumspräsenz attraktiv wird – und dies zu vertretbaren Kosten und akzeptablen Aufwänden. Anhand des Beispiels von Spotlight wird deutlich, dass ein umfassendes Dienstleistungspaket auch Kleinstbörsengänge attraktiv machen kann. Neben reduzierten Anforderungen sollte ein Handelsplatz sicherstellen, dass Unternehmen über eine elektronische Plattform alle administrativen Erledigungen und die Beziehungspflege zu den Investoren abwickeln können. Weiter sollte ein Visibilitätspaket angeboten werden, mit welchem Emittenten sowohl einen unkomplizierten Zugang zu Nachrichtenagenturen und zur Finanzpresse als auch eine Abdeckung durch Analysten erhalten. Aus einem attraktiven Angebot folgt als Konsequenz ebenso eine fortlaufende Zufuhr von neuen Emittenten, wodurch schlussendlich die Etablierung von Nischenanbietern gefördert wird, welche solche kleineren Börsengänge begleiten.

- ***Sicherstellung der Emittentenqualität***

Damit Investoren kontinuierlich in kleinere Unternehmen investieren, muss eine adäquate Qualität vorhanden sein. Eine Due-Diligence-Prüfung entweder durch den Handelsplatz oder via externe Partner, z. B. in Form eines *Mentors* oder *Certified Advisors*, ist unabdingbar, damit das Vertrauen der Investoren in solch ein Segment geschaffen wird und bestehen bleibt.

- ***Nischenanbieter, die kleinere Börsengänge begleiten***

Ein Börsengang ist ein kostenintensives Vorhaben. In Schweden wurde die Attraktivität für kleinere IPOs mittels der Präsenz von Nischenanbietern gefördert, welche mit anderen Kostenstrukturen und Salären agieren als die schwedischen Grossbanken.

- ***Klare Trennung hinsichtlich des Markenauftritts***

In Schweden wurden diese Segmente bzw. Handelsplätze in Bezug auf den Markenauftritt klar differenziert von den Hauptmärkten positioniert. Dies ist insofern bedeutsam, als dadurch nochmals Klarheit gegenüber den Investoren geschaffen wird, dass das Investitionsrisiko potenziell ein höheres Niveau aufweist als an den Hauptmärkten.

Gemäss Einschätzung des Autors dürfte die Replikation der schwedischen Erfolgsfaktoren in der Schweiz herausfordernd sein. Da zahlreiche Regierungskompetenzen bei den Kantonen liegen, sind z. B. steuerliche Anreize nur unter grossen Koordinationsbemühungen umsetzbar. Die Schaffung einer Aktienkultur, von welcher kleinere Unternehmen überproportional profitieren, dürfte aufgrund der heutzutage strikteren Anlegerschutzrichtlinien nur limitiert realisierbar sein. Zuletzt sollten zwar durch tiefere Kotierungs- und Aufrechterhaltungsanforderungen die Kosten für einen IPO gesenkt werden, jedoch sind auch hier die Möglichkeiten aufgrund des hohen Kosten- bzw. Lohnniveaus der Schweiz begrenzt.

Im bisherigen Verlauf wurde deutlich, dass die Errichtung eines solchen Segmentes herausfordernd ist, denn es gilt, die Anforderungen unterschiedlicher Anspruchsgruppen zu erfüllen. Inwiefern die erfolgreiche Umsetzung solch eines Projektes realistisch ist, kann erst nach tiefgreifenden Abklärungen mit den einzelnen Anspruchsgruppen beurteilt werden.

Förg (2020, Anhang B-47) bestätigt derweilen, dass die SIX solch ein Vorhaben aktuell analysiert und mit diversen Marktteilnehmern in Kontakt ist, um den Bedarf abzuklären.

3.4.3. Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen

Als weiteres Handlungsfeld ist die Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen zu empfehlen – obwohl auch hier, wie im Unterkapitel 3.2.6. erwähnt, die Meinungen der Experten divergieren, ob eine Verbesserung tatsächlich zu einer grösseren Zahl von Börsengängen kleinerer Unternehmen führen würde. Nachfolgend werden die aktuellen Reformvorhaben kurz erläutert.

Reform der Emissions- und Umsatzabgabe

Am 10. Dezember 2009 wurde die parlamentarische Initiative «Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen» eingereicht, welche eine vollständige Streichung der vorher erwähnten Emissions- und Umsatzabgabe erwirken möchte (BVers, 2020c). In der Zwischenzeit wurden zwar mittels zwei Reformen gewisse Erleichterungen für konzerninterne Finanzierungen und ausländische Marktteilnehmer erzielt, jedoch ist die weitgehende Abschaffung beider Abgaben noch hängig (Eidgenössisches Finanzdepartement [EFD], 2020).

Die mit der Initiative beauftragte Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates (WAK-N) hat das Projekt in zwei separate Gesetzesentwürfe gegliedert. Der erste Entwurf behandelt die Abschaffung der Emissionsabgabe, während der zweite

unter anderem die Abschaffung der Umsatzabgabe behandelt. Eine Zustimmung für den ersten Entwurf erfolgte durch die WAK-N bereits im Frühling 2013, doch im März 2020 hat die entsprechende Kommission des Ständerates (WAK-S) diesen ein weiteres Mal vorläufig eingestellt (EFD, 2020). Der Nationalrat bzw. die WAK-N solle zuerst über den zweiten Entwurf entscheiden, bevor die WAK-S sich wieder mit der Abschaffung der Emissionsabgabe befasse (WAK-S, 2020). Aktuell wird erwartet, dass die Initiative erst im Herbst 2020 weiter behandelt wird (EFD, 2020).

Reform der Verrechnungssteuer

Die Verrechnungssteuer stellt primär bei der Beschaffung von Fremdkapital eine wirtschaftspolitische Hürde dar (ESTV, 2020b). Da sie jedoch indirekt auch zur Standortattraktivität der Schweiz beiträgt, werden die aktuellen Reformbemühungen an dieser Stelle kurz erläutert.

Gemäss ESTV (2020b) wurde bereits in mehreren Vorstössen versucht, die schweizerische Verrechnungssteuer neu zu gestalten. Ein Vorschlag des Bundesrates im Jahre 2014 sah vor, Schweizer Zinsanlagen für institutionelle und ausländische Investoren von der Quellensteuer zu befreien. Aufgrund der vorwiegend negativen Reaktionen der Parlamentarier während der Vernehmlassungen wurde die Reform zurückgestellt (BR, 2015). Im Jahr 2019 erfolgte eine weitere Auseinandersetzung des Bundesrates mit der Verrechnungssteuer und anschliessend wurde das EFD beauftragt, eine neue Vorlage vorzubereiten. Am 1. April 2020 eröffnete der Bundesrat die Vernehmlassung zur Revision der Verrechnungssteuer, welche bis zum 8. Juli 2020 andauert. Die aktuelle Vorlage beinhaltet unter anderem die Verrechnungssteuer-Befreiung auf Zinserträgen für schweizerische juristische Personen und ausländische Investoren.

Es konnte die Feststellung des Autors bestätigt werden, dass die Stärkung des steuerlichen Umfeldes relevant ist und ein Thema im Schweizer Politikbetrieb ist. Ob die oben genannten Reformen zeitnah angenommen und umgesetzt werden, lässt sich zum aktuellen Zeitpunkt nicht beurteilen.

3.4.4. Weiterführung spezifischer Massnahmen und Möglichkeiten

Beibehaltung Stage-Programm an der SIX

Wie Stäcker (2020, Anhang D-20) betonte, sei für kleinere Unternehmen die Abdeckung durch Research-Unternehmen von essenzieller Bedeutung, damit Finanzdienstleister deren *Investment Case* den Anlegern präsentieren. Neumann (persönliches Gespräch,

2. April 2020) vermerkte ebenfalls, dass Research noch bedeutender geworden sei, da in der Schweiz die Breite des Qualitätsjournalismus aufgrund des Kostendrucks in jener Branche tendenziell nachgelassen habe. Deshalb solle weiter am Ausbau der Möglichkeiten gearbeitet werden, damit Unternehmen Research beziehen können. In diesem Kontext wies Neumann darauf hin, dass das Stage-Programm der SIX ein guter Ansatz sei und dieses beibehalten werden solle.

Beibehaltung der Zulassung von Market-Makern

Als weiteren bedeutenden Faktor, der unbedingt beibehalten werden soll, erwähnte Neumann (persönliches Gespräch, 2. April 2020) die Zulassung von Market-Makern. Da die Handelsliquidität von kleineren Unternehmen geringer ausfällt, könne mittels Market-Making verhindert werden, dass durch zufällig platzierte Bestens-Aufträge grössere Kursschwankungen verursacht werden.

4. Schlussfolgerungen der Arbeit

Anhand der vorliegenden Arbeit konnten Erkenntnisse generiert werden, aus denen hervorgeht, welche Evaluationskriterien Micro, Small und Mid Caps bei der Wahl des Handelsplatzes anwenden. Da diese in grossem Masse abhängig vom Transaktionshintergrund sind, ist eine 100-prozentige akkurate und allgemeingültige Kategorisierung grundsätzlich nicht möglich. Es gelang jedoch dem Autor, eine Aufstellung darüber, welche Kriterien tendenziell im Vordergrund stehen und durch welche seltener die Entscheidung beeinflusst wird, zu erarbeiten.

Im Rahmen dieser Abhandlung wurde erstmals ein breit angelegter Vergleich der Handelsplätze von Schweden und der Schweiz vorgenommen. Einige der Attraktivitätsfaktoren konnten allerdings nur mittels Annäherungen visualisiert werden. Trotz der Intention des Autors, diese Faktoren vertieft zu analysieren, ist diesbezüglich anzumerken, dass aufgrund fehlender Daten und Erhebungen solchen Bemühungen gewisse Grenzen gesetzt sind. Gerade bei der Ausgestaltung der Handelsplätze und deren Kotierungs- und Aufrechterhaltungsanforderungen liessen sich jedoch hilfreiche Vergleichstabellen erstellen, welche auch in der Praxis als Orientierungshilfe dienen könnten.

Zuletzt erlaubten die ermittelten Erkenntnisse die Formulierung von Vorschlägen, in welchen Gebieten sich der Schweizer Börsenplatz noch weiter verbessern kann, um die Attraktivität für IPOs von Micro, Small und Mid Caps zusätzlich zu erhöhen.

Für weitergehende Forschungen ist insbesondere eine detaillierte Analyse zu den Chancen eines dedizierten Segmentes oder Handelsplatzes für kleinere und schnell wachsende Unternehmen zu empfehlen. Dabei sollte abgeklärt werden, welche Anforderungen für Emittenten die grössten Herausforderungen darstellen und inwiefern die regulatorischen Bestimmungen dazu flexibler gestaltet werden können. Überdies sollte erforscht werden, ob das Interesse der Anleger für ein solches Segment vorhanden ist und auf welche Weise die Rahmenbedingungen ausgestaltet werden müssen, damit entsprechende Investitionen getätigt werden.

5. Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K. (2018). *Definition: IPO – Gabler Wirtschaftslexikon*. Abgerufen von <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/ipo-41684/version-265044>.
- A&L Goodbody (2019). *New EU Regulation on SME growth markets*. Abgerufen von <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=1c4e4613-6132-4f75-9dda-1854bf954be6>.
- American Psychological Association [APA] (2012). *Interviews*. Abgerufen von <https://apastyle.apa.org/learn/quick-guide-on-references>.
- ATS Finans AB (2019). *Spotlight's regulations*. Abgerufen von <https://spotlightstockmarket.com/en/become-listed/a-listing-process>.
- ATS Finans AB (2020a). *Corporate Group*. Abgerufen von <https://www.spotlightstockmarket.com/en/about-spotlight/corporate-group/ats-finans/>.
- ATS Finans AB (2020b). *Our offering*. Abgerufen von <https://spotlightstockmarket.com/en/become-listed/our-offering/>.
- Baker, H. K. & Johnson, M. (1990). A Survey of Management Views on Exchange Listing. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 1990 (29), S. 7–11.
- Bankexperte A (2020). Experteninterview 1 (siehe Anhang A).
- Bankexperte B (2020). Experteninterview 1 (siehe Anhang A).
- Beirat Zukunft Finanzplatz [BZR] (2018). *Erhebliches Entwicklungspotential für den Schweizer Kapitalmarkt – Internationaler Vergleich und Analyse der Möglichkeiten zur Verbesserung der Rahmenbedingungen*. Abgerufen von <https://www.efd.admin.ch/dam/efd/fr/dokumente/home/dokumentation/berichte/papier-schweizer-kapitalmarkt%20.pdf.download.pdf/VR-PK-d.pdf>.
- Bloomberg L. P. [Bloomberg] (2020a). *IPO – Equity Offerings*. Abgerufen am 20. April 2020 aus der Bloomberg-Datenbank.
- Bloomberg L. P. [Bloomberg] (2020b). *Total analyst recommendations for equities with primary listing on SIX Swiss Exchange, Nasdaq Stockholm, Nasdaq First North Sweden, NGM Equity, NGM Nordic SME, Spotlight Stock Market*. Abgerufen am 1. Mai 2020 aus der Bloomberg-Datenbank.
- Bloomberg L. P. [Bloomberg] (2020c). *Market capitalization and industries of Switzerland's and Sweden's stock markets – only primary listed shares*. Abgerufen am 17. April 2020 aus der Bloomberg-Datenbank.
- Börse Stuttgart GmbH (2020). *Unsere Unternehmen*. Abgerufen von <https://www.boerse-stuttgart.de/de-de/gruppe-boerse-stuttgart/unternehmen/unsere-unternehmen/>.
- Boston Consulting Group (2019). *BCG Global Wealth Report 2019: Reigniting Radical Growth*. S. 10. Abgerufen von <https://www.bcg.com/publications/2019/global-wealth-reigniting-radical-growth.aspx>.
- Bourgoin, C. (2020). Experteninterview 4 (siehe Anhang C).
- Bundesamt für Sozialversicherungen [BVS] (2020). *Gebundene Selbstvorsorge (Säule 3a)*. Abgerufen von <https://www.bsv.admin.ch/bsv/de/home/sozialversicherungen/bv/grundlagen-und-gesetze/grundlagen/gebundene-selbstvorsorge.html>.
- Bundesamt für Statistik [BFS] (2017). *Struktur der Schweizer KMU 2015*. S. 19. Abgerufen von <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/publikationen.assetdetail.4142211.html>.

- Bundesrat der Schweizer Eidgenossenschaft [BR] (2013). *Umsetzung der Abzocker-Initiative: Verordnung tritt am 1. Januar 2014 in Kraft*. Abgerufen von <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-51029.html>.
- Bundesrat der Schweizer Eidgenossenschaft [BR] (2014). *Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)*. Bern: BR.
- Bundesrat der Schweizer Eidgenossenschaft [BR] (2015). *Bundesrat vertagt Umbau der Verrechnungssteuer*. Abgerufen von <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-57815.html>.
- Bundesrat der Schweizer Eidgenossenschaft [BR] (2020a). *Verordnung über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV)*. Bern: BR.
- Bundesrat der Schweizer Eidgenossenschaft [BR] (2020b). *Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturverordnung, FinfraV)*. Bern: BR.
- Bundesversammlung der Schweizer Eidgenossenschaft [BVers] (2020a). *Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG)*. Bern: BVers.
- Bundesversammlung der Schweizer Eidgenossenschaft [BVers] (2020b). *Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG)*. Bern: BVers.
- Bundesversammlung der Schweizer Eidgenossenschaft [BVers] (2020c). *Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen*. Abgerufen von <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=20090503>.
- BX Swiss AG (2018). *Richtlinie Track Record*. Abgerufen von <https://www.bxswiss.com/regulatorische-informationen>.
- BX Swiss AG (2020a). *Kotierungsreglement der BX Swiss AG*. Abgerufen von <https://www.bxswiss.com/regulatorische-informationen>.
- BX Swiss AG (2020b). *Regulatorische Informationen*. Abgerufen von <https://www.bxswiss.com/regulatorische-informationen>.
- Cambridge Dictionary (2019). *Definition: Fire Sale*. Abgerufen von <https://dictionary.cambridge.org/de/worterbuch/englisch/fire-sale>.
- CFA Institute (2018). *The Corporate Governance of listed companies – A Manual for Investors*. (S. 3). Abgerufen von <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/corporate-governance-of-listed-companies-3rd-edition.ashx>.
- Corwin, S. A. & Harris, J. H. (2001). The Initial Listing Decisions of Firms That Go Public. *Financial Management*, 2001 (30), S. 38–42.
- Credit Suisse Research Institute (2019). *Global wealth databook 2019*. S. 110. Abgerufen von <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>.
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited (2019). *Corporate Tax Rates 2019*. S. 15. Abgerufen von <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/tax/articles/global-tax-rates.html>
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA] (2020a). *Liste der bewilligten und anerkannten Finanzmarktinfrastrukturen (inkl. Handelsplätze) sowie*

- ausländischen Teilnehmer*. Abgerufen von <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte/>.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA] (2020b). *Prüfstelle für Prospekte*. Abgerufen von <https://www.finma.ch/de/bewilligung/pruefstelle-fuer-prospekte/>.
- Eidgenössische Steuerverwaltung [ESTV] (2016). *Emissionsabgabe auf Eigenkapital*. Abgerufen von <https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/verrechnungssteuer/stempelabgaben/fachinformationen/stempelabgaben/emissionsabgabe-auf-eigenkapital.html>.
- Eidgenössische Steuerverwaltung [ESTV] (2017). *Umsatzabgabe*. Abgerufen von <https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/verrechnungssteuer/stempelabgaben/fachinformationen/stempelabgaben/umsatzabgabe.html>.
- Eidgenössische Steuerverwaltung [ESTV] (2020a). *Steuerbelastung im internationalen Vergleich – Steuersätze und Steuerquoten in verschiedenen OECD-Ländern*. S. 5–7. Abgerufen von <https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/allgemein/steuerstatistiken/fachinformationen/steuerbelastungen/internationale-steuervergleiche.html>.
- Eidgenössische Steuerverwaltung [ESTV] (2020b). *Verrechnungssteuer*. Abgerufen von <https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/verrechnungssteuer/verrechnungssteuer.html>.
- Eidgenössisches Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung [WBF] (2019). *Buchhaltungspflicht für Handelsgesellschaften*. Abgerufen von <https://www.kmu.admin.ch/kmu/de/home/savoir-pratique/finances/compatibilite-et-revision/comptabilite-obligatoire.html>.
- Eidgenössisches Finanzdepartement [EFD] (2020). *Stempelabgaben*. Abgerufen von <https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/themen/steuern/steuern-national/stempelabgaben/fb-stempelabgaben.html>.
- Envisia (2017). *Three Myths about Corporate Governance for SME (small and medium enterprises)*. Abgerufen von <https://envisia.eu/three-myths-about-corporate-governance-for-sme-small-and-medium-enterprises/>.
- Ernst & Young P/S (2018). *Nordic Capital Markets Insights – Full Year 2017 Review*. Abgerufen von [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Nordic_Capital_Markets_Insights_-_januar_2018/\\$FILE/EY-nordic-capital-markets-insights-januar-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Nordic_Capital_Markets_Insights_-_januar_2018/$FILE/EY-nordic-capital-markets-insights-januar-2018.pdf).
- Europäisches Parlament [EP] & Europäischer Rat [ER] (2014a). *Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU*. Brüssel: EP & ER.
- Europäisches Parlament [EP] & Europäischer Rat [ER] (2014b). *Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission*. Brüssel: EP & ER.
- Europäisches Parlament [EP] & Europäischer Rat [ER] (2017). *Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG*. Brüssel: EP & ER.

- European IPO Task Force (2020). *European IPO Report 2020 – Recommendations to improve conditions for European IPO markets*. S. 9, 11. Abgerufen von <https://fese.eu/blog/press-release-european-ipo-task-force-launches-report-on-how-to-improve-conditions-for-european-ipo-markets/>.
- EYGM Limited (2018). *Guide to going public*. S. 17. Abgerufen von https://www.ey.com/en_gl/ipo.
- EYGM Limited (2019). *Global IPO trends: Q4 2019*. S. 6. Abgerufen von https://www.ey.com/en_gl/ipo.
- FactSet Research Systems Inc. [FactSet] (2020). *IPOs in Europe from 2000 until 2019*. Abgerufen am 17. April 2020 aus der FactSet-Datenbank.
- Finansinspektionen (2020a). *Company register*. Abgerufen von <https://www.fi.se/en/our-registers/company-register/?huvudkategori=&cat=REGMND&area=#results>.
- Finansinspektionen (2020b). *Supervision*. Abgerufen von <https://www.fi.se/en/markets/supervision/>.
- Finansinspektionen (2020c). *Market Abuse Regulation*. Abgerufen von <https://www.fi.se/en/markets/market-abuse-mar/>.
- Finanz und Wirtschaft (2007). *Ad-hoc-Publizität*. Abgerufen von <https://www.fuw.ch/term/ad-hoc-publizitat/>.
- Fondbolagens förening (2017). *How Sweden became a world leader in fund saving*. Abgerufen von https://www.fondbolagen.se/en/Facts_Indices/sweden-a-world-champion-in-fund-savings/.
- Fondbolagens förening (2020). *Fund savings by category (quarterly statistics)*. Abgerufen von https://www.fondbolagen.se/en/Facts_Indices/fund-savings-by-category-quarterly-statistics/.
- Förg, P. (2020). Experteninterview 3 (siehe Anhang B).
- Gerber, F. (2020). Experteninterview 3 (siehe Anhang B).
- Gerbl, E. (2018). Vorsorge: Das sind die innovativsten 3a-Player. *Handelszeitung*. 17.10.2018. Abgerufen von <https://www.handelszeitung.ch/geld/das-sind-die-innovativsten-3a-player>.
- Grundlehner, W. (2016). Die SIX putzt ihre Kellerkinder heraus. *Neue Zürcher Zeitung*. 14.10.2016. Abgerufen von <https://www.nzz.ch/finanzen/boerse-foerdert-visibilitaet-die-six-putzt-ihre-kellerkinder-heraus-ld.121969>.
- Grundlehner, W. (2019). Die Schweizer Börse, die kaum einer kennt, will endlich eine Macht auf dem Handesparkett werden. *Neue Zürcher Zeitung*. 23.05.2019. Abgerufen von <https://www.nzz.ch/finanzen/bx-swiss-die-schweizer-boerse-die-kaum-einer-kennt-ld.1483995>.
- HarperCollins (2020a). *Market cap Definition und Bedeutung*. Abgerufen von <https://www.collinsdictionary.com/de/worterbuch/englisch/market-cap>.
- HarperCollins (2020b). *Go public Definition und Bedeutung*. Abgerufen von <https://www.collinsdictionary.com/de/worterbuch/englisch/go-public>.
- Hegglin, M. (2017). Sang- und klangloses Ende des Bellevue-Brokerage. *Finanz und Wirtschaft*. 22.02.2017. Abgerufen von <https://www.fuw.ch/article/bellevue-gibt-brokerage-und-corporate-finance-auf/>.
- Heimann, T., Kyora, S., Pedernana, M. & Geilinger, U. (2019). *Swiss Venture Capital Report 2019*. S. 15. Abgerufen von <https://www.startupticker.ch/en/swiss-venture-capital-report>.

- Heldt, C. (2018). *Definition: Roadshow – Gabler Wirtschaftslexikon*. Abgerufen von <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/roadshow-41935>.
- Högbom, C. J. (2020). Experteninterview 5 (siehe Anhang D).
- Iffland, J. & Hattar, A. B. (2018). *Equity Capital Markets in Switzerland*. Abgerufen von <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=214c96a7-d4e1-4b76-90d7-6f6fde62da72>.
- IFRS Foundation (2016). *Jurisdiction Profile Sweden*. Abgerufen von <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/sweden/>.
- Institutional Money (2017). *Schwedische Börse zeigt, wie's geht: Viele junge Unternehmen gelistet*. Abgerufen von <https://www.institutional-money.com/news/maerkte/headline/schwedische-boerse-zeigt-wies-geht-viele-junge-unternehmen-gelistet-138115/>.
- Javet, F. (2019). *Informationsveranstaltung Empirisches Arbeiten im Rahmen der Bachelorarbeit*. Frühlingsemester 2020. S. 12. Winterthur: ZHAW School of Management and Law, Zentrum für Innovative Didaktik.
- Jörnhammar, T. V. & Allaf, D. (2020). *IPO Underpricing on small- and microcap companies: A study of first-day returns on Spotlight Stock Market*. Uppsala: Uppsala universitet.
- Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates [WAK-S] (2020). *Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen*. S. 3. Abgerufen von https://www.parlament.ch/centers/kb/Documents/2009/Kommissionsbericht_WAK-S_09.503_2020-01-20.pdf.
- KPMG (2020). *Rechnungslegung nach Obligationenrecht*. Abgerufen von <https://home.kpmg/ch/de/home/dienstleistungen/audit/rechnungslegung-nach-obligationenrecht.html>.
- Krähenbühl, S. (2019). Vontobel trennt sich von unrentablen Geschäften. *Finanz und Wirtschaft*. 09.12.2019. Abgerufen von <https://www.fuw.ch/article/vontobel-richtet-sich-als-investmenthaus-neu-aus/>.
- Leibfried, P., Gierbl, A., Petry, H., Torlic, B., Schutz, P. & Waldmann, M. (2016). *Rechnungslegung in der Schweiz – Eine empirische Erhebung zu Swiss GAAP FER*. S. 22. Abgerufen von <https://www.alexandria.unisg.ch/258900/>.
- Levin, C. (2018). *Equity capital markets in Sweden: regulatory overview*. Abgerufen von [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-525-2227?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-525-2227?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1).
- Lohmander, C. & Ploman, A. (2019). *The New EU Prospectus Regulation*. Abgerufen von <http://www.kilpatricktownsend.se/new-eu-prospectus-regulation/>.
- Malacrida, R. & Spillmann, T. (2013). Corporate Governance im Interregnum. *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen*, 2013 (04), S. 2.
- Mieg, H. A. & Näf, M. (2005). *Experteninterviews*. S. 10-23. Zürich: ETH Zürich.
- MSCI Inc. (2020). *Global Industry Classification Standard (GICS®) Methodology*. Abgerufen von <https://www.msci.com/gics>.
- Nasdaq Nordic Ltd. (2019a). *Market Cap Segment Review at Nasdaq Nordic Exchanges*. Abgerufen von <https://www.nasdaq.com/press-release/market-cap-segment-review-at-nasdaq-nordic-exchanges-2019-12-18>.

- Nasdaq Nordic Ltd. (2019b). *Nasdaq First North Growth Market – Rulebook*. Abgerufen von <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-first-north-mtf-rules>.
- Nasdaq Nordic Ltd. (2020a). *Nasdaq Nordic Legal Structure*. Abgerufen von http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/legalstructure.
- Nasdaq Nordic Ltd. (2020b). *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*. Abgerufen von <https://www.nasdaq.com/docs/2020/03/06/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares-01-05-2020.pdf>.
- Nordic Growth Market AB [NGM] (2019). *NGM Rules – NGM Equity*. Abgerufen von <https://www.ngm.se/borsen/regelverk>.
- Nordic Growth Market AB [NGM] (2020a). *Intäktsdelning*. Abgerufen von <https://www.ngm.se/foretag/intaktsdelning>.
- Nordic Growth Market AB [NGM] (2020b). *NGM Rules – Nordic SME*. Abgerufen von <https://www.ngm.se/borsen/regelverk>.
- Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD] (2019). *Household financial assets Sweden and Switzerland*. Abgerufen von <https://doi.org/10.1787/7519b9dc-en>.
- Palme, M., Sundén, A. & Söderlind, P. (2005). *Investment choice in the Swedish Premium Pension Plan*. S. 12. Chestnut hill: Center for Retirement Research at Boston College.
- Pensionsmyndigheten (2020a). *Allmän pension*. Abgerufen von <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/sa-fungerar-pensionen/allman-pension>.
- Pensionsmyndigheten (2020b). *Fondvalsguiden – som stöd för fondval för premie pensionen*. Abgerufen von <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/valj-och-byt-fonder/fondvalsguiden-stod-for-ditt-fondval>.
- Pensionsmyndigheten (2020c). *Premiepension – en del av den allmänna pensionen*. Abgerufen von <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/sa-fungerar-pensionen/premiepension-en-del-av-den-allmanna-pensionen>.
- Pousette, C.-J. & Tipner, M. (2018). *Equity Capital Markets in Sweden*. Abgerufen von <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=153571a6-d9ac-4c31-97fb-1a6ee00b2c0a>.
- PwC (2017). *Considering an IPO to fuel your company's future? – Insight into the costs of going public and being public*. S. 6. Abgerufen von <https://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/cost-of-an-ipo.pdf>.
- Riksrevisionen (2018). *Investment savings account – a simple form of saving in a complex tax system (RiR 2018:19)*. S. 2. Abgerufen von <https://www.riksrevisionen.se/en/audit-reports/audit-reports/2018/investment-savings-account---a-simple-form-of-saving-in-a-complex-tax-system.html>.
- Schweizerische Nationalbank [SNB] (2020). *Swiss Finish – Glossar*. Abgerufen von <https://www.snb.ch/de/srv/id/glossary#S>.
- Segerstrom, S. (2018). Sweden's IPO Boom. *FactSet Insight*. 21.08.2018. Abgerufen von <https://insight.factset.com/swedens-ipo-boom>.
- SIX Exchange Regulation AG [SER] (2020a). *Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange*. Abgerufen von <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/LR-de.pdf>.

- SIX Exchange Regulation AG [SER] (2020b). *Richtlinie betr. Ausnahmen zur Dauer des Bestehens der Emittenten (Track Record)*. Abgerufen von <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/DTR-de.pdf>.
- SIX Exchange Regulation AG [SER] (2020c). *Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance*. Zugriff am 15.3.2020. Abgerufen von <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/DCG-de.pdf>.
- SIX Group AG (2019). *Swiss Index - Reglement für Aktienindizes und Real Estate Indizes*. S. 23. Abgerufen von https://www.six-group.com/exchanges/downloads/indexinfo/online/share_indices/spi/spifamily_rules_de.pdf.
- SIX Group AG (2020a). *Governance bei SIX - Aktionärsstruktur*. Abgerufen von <https://www.six-group.com/de/company/governance.html>.
- SIX Group AG (2020b). *Grundlage und Organisation – SIX Exchange Regulation*. Abgerufen von <https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/profile.html>.
- SIX Swiss Exchange AG [SIX] (2018). *IPO Guide der Schweizer Börse*. S. 11–12, 15, 24. Abgerufen von https://www.six-group.com/exchanges/download/about/div_pub/six_ipo_guide_schweiz_de.pdf.
- SIX Swiss Exchange AG [SIX] (2020). *Kotierungen an der Schweizer Börse - Liste aller Neuzulassungen seit 2000*. Abgerufen von https://www.six-group.com/exchanges/shares/companies/ipo/2019/overview_de.html.
- SIX Swiss Exchange AG [SIX] & Bär & Karrer AG (2019). *The New Swiss Prospectus Regime*. S. 4. Abgerufen von https://www.six-group.com/exchanges/issuers/equities/publications_de.html.
- Spillmann, T. & Giger, A. (2019). Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz. *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen*, 2019 (02), S. 182-183, 198.
- Stäcker, C. (2020). Experteninterview 4 (siehe Anhang C).
- Stefano, R. (2014). Berner Neuorientierung. *Handelszeitung*. 18.09.2014. S. 30. Abgerufen von <https://epaper.handelszeitung.ch/html5/S1r1URCsbd/fvIU3a2HP OJqV/page/1>.
- Swedish Corporate Governance Board [SCGB] (2020a). *The current Code*. Abgerufen von http://www.bolagsstyrning.se/the-code/current-code__3724.
- Swedish Corporate Governance Board [SCGB] (2020b). *The Swedish Corporate Governance Code*. Abgerufen von http://www.bolagsstyrning.se/the-code/current-code__3724.
- Übernahmekommission [UEK] (2016). *Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote*. Bern: UEK.
- Vermögenszentrum (2019). *1e-Plan: Die moderne Pensionskassen-Lösung für das Kader*. Abgerufen von <https://www.vermoegenszentrum.ch/ratgeber/wissensbeitraege/firmenkunden/1e-plan.html#Individuelle%20Anlagestrategien>.
- Von Der Crone, H. C. & Projer, K. (2016). Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege. Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege. In D. Gericke (Hrsg.): *Private Equity V*. S. 49. Zürich: Schulthess.
- Waxin, V. (2020). Experteninterview 6 (siehe Anhang E).

- Weaver, K. (2005). *Design and Implementation Issues in Swedish Individual Pension Accounts*. Working paper 2005-05. Chestnut hill: Center for Retirement Research at Boston College. Abgerufen von <https://doi.org/10.2139/ssrn.1148967>.
- Weltbank (2020). *Population, total / GDP, PPP (current international \$) - Sweden, Switzerland*. Abgerufen von <https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?end=2018&locations=SE-CH&start=2018&view=bar>.
- Wenger Plattner (2013). *Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften*. S. 1–3. Abgerufen von https://www.wenger-plattner.ch/media/filer_public/a8/00/a8004fa7-1eca-48c4-9273-a7f45fc4e4d4/flash__verordnung_gegen_ubermassige_vergutungen_dezember_2013.pdf.
- Wenke, T. (2018). *Definition: Börsenkapitalisierung – Gabler Wirtschaftslexikon*. Abgerufen von <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/boersenkaptalisierung-56401>.
- Willis Towers Watson (2019). *Schweizer Arbeitnehmer bleiben die Spitzenverdiener in den europäischen Top-20-Rankings*. Abgerufen von <https://www.willistowerswatson.com/de-CH/News/2019/01/swiss-employees-remain-at-number-one-in-the-top-20-european-pay-rankings>.
- World Economic Forum [WEF] (2019). *The Global Competitiveness Report 2019*. S. vii, xiii, 530-537. Abgerufen von <https://www.weforum.org/reports/how-to-end-a-decade-of-lost-productivity-growth>.
- World Federation of Exchanges [WFE] (2019). *WFE Statistics Definitions Manual*. Abgerufen von <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>.
- ZHAW SML – Institut für Financial Management (2019). *Micro Cap IPOs – Chancen, Potenziale und Gestaltungsmöglichkeiten. UPDATE: Ein Blog der ZHAW School of Management and Law*. Abgerufen von <https://update.sml.zhaw.ch/micro-cap-ipos/>.

6. Anhang

A. Experteninterview 1

Datum:	2. April 2020
Zeit:	10.00 bis 11.00 Uhr
Form:	Telefonisch
Sprache:	Deutsch
Vertraulichkeit:	Transkript anonymisiert auf Wunsch der Experten
Teilnehmer:	Bankexperte A (nachfolgend A) Bankexperte B (nachfolgend B) Christoph Vontobel (nachfolgend I)

1 I: Vorab habe ich den Schwerpunkt der Arbeit inklusive der drei Hauptforschungsfragen zugestellt. Das Interview sollte zwischen 45 und 60 Minuten Zeit in Anspruch nehmen und ist entlang der Hauptforschungsfragen skizziert. Falls Sie zu einer Frage nicht Stellung nehmen können oder möchten, wäre ich froh um einen Hinweis Ihrerseits, wir würden dann zur nächsten Frage springen. Die Arbeit widmet sich grundsätzlich kleineren Unternehmen, dabei schliessen wir den Kreis mit Unternehmen, die eine Marktkapitalisierung beim IPO unterhalb von zwei Milliarden Schweizer Franken erzielen. Entsprechend beinhaltet die Definition Micro, Small und Mid Caps. Wobei der Hauptteil Small und Mid Caps ausmachen. Ich werde bei den jeweiligen Fragen deklarieren, ob es um diese "kleineren" Unternehmen oder um generelle Fragen bezüglich IPO geht.

Um zu beginnen, würde ich gerne von Ihnen erfahren, in welchen Rollen und seit wann Sie sich mit Börsengängen beschäftigen bzw. bei Börsengängen involviert sind?

2 B: Vielleicht starte ich, Experte B. Ich bin seit 2001 bei der Bank X. Eigentlich seit Beginn meiner Karriere bei IPOs/Börsenkotierungen/Kapitalerhöhungen von solchen Firmen involviert. War die meiste Zeit hier in der Schweiz tätig aber auch gut zwei Jahre in Asien, in Hong Kong, und habe dort ebenfalls Börsengänge von asiatischen Unternehmen begleitet.

3 A: Ich habe meine Karriere ursprünglich bei der Bank Y im Equity Capital Markets gestartet und da ist ja eines der Hauptprodukte der IPO. Ich hatte da auch die Möglichkeit bei einigen Börsengängen mitzuarbeiten, auf der Equity Capital Markets-Seite. Bei der Bank X bin ich jetzt seit knapp drei Jahren, jetzt wieder im Coverage Team also im gleichen Team wie Experte B. Hatte auch hier die Möglichkeit, auf dem einen oder anderen IPO mitzuarbeiten.

4 I: Könnten Sie vielleicht ein grobes Bild zeichnen bei wie vielen Börsengängen sie involviert waren und was so die Grössenklassen waren? Bzw. waren das primär Large Caps oder Mid, Small Caps?

5 A: Bei mir primär Mid Caps und von der Anzahl her sind das etwa 5 oder 6, die ich wirklich mitbegleitet habe.

6 B: Bei mir waren es wahrscheinlich irgendwo um die 15 Transaktionen, über die Jahre hinweg, würde ich schätzen. Davon eben einige in Asien und hauptsächlich Mid Caps, Micro Caps sehen wir hier in der Schweiz kaum, da kommen wir noch darauf. Mid Caps, das kann von der Marktkapitalisierung nach Börsengang zum Teil natürlich auch über 2 Milliarden sein. Large Cap, das ist, wenn wir von mehreren zehn Milliarden Marktkapitalisierung sprechen. Erst dann ist eine Company wirklich ein Large Cap.

7 I: Die letzte Frage zum Einstiegsteil: Waren Sie auch bei Börsengängen involviert, wo sich das Unternehmen nicht im Land des Hauptsitzes kotieren liess. Was waren da die ausschlaggebenden Kriterien?

8 B: In Asien waren es verschiedene Unternehmen, die sich ausserhalb ihres Domizillandes oder wo sie den Hauptsitz hatten, kotieren liessen. Hier in der Schweiz, hat es das zum Teil auch gegeben. Ich muss aber allerdings sagen, dass dies früher noch häufiger der Fall war, dass die Schweizer Börse auch ausländische Unternehmen angezogen hat. Also Unternehmen, die ihren Hauptsitz in ganz anderen Ländern hatten, vor allem auch in solchen Ländern, die eine weniger gut funktionierende Börse hatten und sich dann

beispielsweise aufgrund des Life Science Fokus der Schweiz hier kotieren liessen. Da gab es Wellen oder Zeiten, wo das stärker vorkam. Heute ist es schon häufig so, dass ein Unternehmen, sich in dem Land kotieren lässt, wo es den Hauptsitz hat. Aber wir hatten natürlich auch ausländische IPOs, gerade aus Italien raus, in den letzten fünf bis zehn Jahren, die an der Schweizer Börse stattfanden. Obwohl faktisch der Hauptsitz der Gesellschaft in Italien ist. Gerade im Life-Sciences-Bereich und ich glaube dort geht es wirklich darum, ob eine Börse eine gewisse Ausstrahlungskraft bezüglich gewissen Sektoren hat. Dass es eben sehr gut vergleichbare Unternehmen gibt, die entsprechend auch attraktive Bewertungen aufweisen. Zusätzlich natürlich auch die Nachfrage in einem IPO, das heisst, hier in der Schweiz kommt dazu, dass wir eine sehr starke Privatbanken-Landschaft haben und sehr viele Wealth Management-Assets verwaltet werden, die eine zusätzliche Nachfrage bei den Börsengängen kreieren. Was in anderen Ländern, ganz klar so nicht der Fall ist, dort sind es dann fast ausschliesslich die institutionellen Anleger, die die Nachfrage in einen IPO bringen und viel weniger die Retail-Nachfrage. Dass kann eben auch ein zusätzlicher Faktor sein, wieso sich Unternehmen, vor allem auch kleinere Unternehmen für die Schweiz als Kotierungsplatz entscheiden.

9 I: Experte A, von Ihrer Seite her?

10 A: Die IPOs, auf denen ich gearbeitet habe, waren Schweizer Unternehmen, die auch in der Schweiz gelistet haben. Eben aus den Gründen wie Experte B sie schon erläutert hat. Ich glaube, wo wir jeweils involviert sind, ist natürlich vor dem IPO. Wenn quasi die ersten Gespräche und Überlegungen stattfinden, wo man sich kotieren möchte. Da fanden teilweise Diskussionen statt, will man in der Schweiz listen oder an einer ausländischen Börse und was sind jeweils die Vorteile und Nachteile der jeweiligen Börsenplätze. In diesen Diskussionen war ich involviert. Aber die IPOs, die ich gemacht habe, waren Schweizer Unternehmen, die sich dann in der Schweiz gelistet haben.

11 I: Eine letzte Frage zum Einstiegsteil: Ihrer Meinung nach, was sind die wesentlichen Unterschiede zwischen den Börsengängen der kleineren und der grösseren Unternehmen. Was sind da so die Hauptunterschiede im IPO-Prozess?

12 B: Der IPO-Prozess unterscheidet sich grundsätzlich nicht für kleinere oder grössere Unternehmen. Grundsätzlich ist der Prozess der Gleiche, bezüglich der Vorbereitung und der Investorenansprache. Dass man mit den Research-Analysten die Education betreibt, die dann ihre Research-Reports schreiben und das Pre-Marketing mit den Investoren betreiben. Das unterscheidet sich nicht wirklich nach der Grösse. Bei einem grossen IPO ist sicher der Hauptunterschied, dass in der Regel das Bankensyndikat, welches den IPO begleitet, grösser ist, also mehr Banken umfasst. Deshalb auch mehr Research-Analysten teilnehmen, welche wiederum in der Investorenansprache eine noch grössere und breitere Anzahl Investoren angehen und das Marketing entsprechend noch intensiver und breiter gefahren wird. Da liegt der Hauptunterschied, wie dann schlussendlich die Arbeit auf so einem IPO-Prozess abläuft. Aber ansonsten sehe ich keine wirklichen Unterschiede im Prozess. Ich weiss nicht Experte A, ob Sie da noch Ergänzungen haben.

13 A: Das stimmt absolut. Wie Experte B gesagt hat, das Bankensyndikat wird grösser und die Marketinganstrengungen sind intensiver, sprich aufwendiger. Die wesentlichen Bestandteile des Prozesses sind eins-zu-eins die gleichen und auch mittlerweile relativ standardisiert und klar, weil man über die Jahre gute Standards und Erfahrungswerte entwickelt hat. Zum Beispiel wie man pre-sundet bei den Investoren, ob man da eine Runde, zwei Runden macht. Da gibt es noch Nuancen im Prozess aber grundsätzlich hängt das nicht von der Grösse des Unternehmens ab, sonst sind die Prozesse sehr vergleichbar.

14 I: Das bringt uns gleich schon zum ersten Schwerpunkt und der ersten Forschungsfrage. Kurze Erläuterung zur These oder Kategorisierung, die ich gemacht habe. Basierend auf meiner bisherigen Literaturrecherche, habe ich realisiert, dass man die Kriterien, die bei der Wahl der Börse ins Auge gefasst werden, in drei Kategorien teilen kann. Grundsätzlich vorausgesetzte Kriterien, so dass eine Börse überhaupt als Option in Frage kommt. Dann solche, die matchentscheidende Faktoren sind, die entscheiden über Börsenplatz A oder B. Und als dritten Punkt, die weniger wichtigen Kriterien. Entsprechend würde ich nun in die erste Kategorie gehen, welches sind die Grundvoraussetzungen, dass ein Börsenplatz überhaupt von einer Unternehmung in Betracht gezogen wird?

15 A: Wenn ich das so auf die Hauptkriterien herunterbrechen müsste. Ganz klar ist und Experte B hat das vorher auch schon angesprochen, die Investorenbasis. Die klassischerweise in Long only-Investoren, Hedge Funds und Wealth Management eingeteilt werden kann. Und das ist das Besondere in der Schweiz, da kommen wir aber noch darauf zu sprechen. Und auf die Investorenbasis bezogen natürlich auch die Industrieaffinität der Investoren, auch da, Experte B hat vorher das Beispiel Life Sciences gebracht. Das natürlich verhältnismässig, wenn man es mit anderen Industrien vergleicht, relativ detailliertes Know-how benötigt und das absolut wesentlich ist, dass diese Investoren das Know-how haben um das Börsengang-Unternehmen richtig zu beurteilen. Im Endeffekt muss man ja die Demand im Buch generieren und je mehr Demand, desto höher ist die Bewertung, einfach gesagt. Wirklich Key ist die Investorenbasis. Dann als zweites würde ich sagen, spielt das makroökonomische und auch das regulatorische Umfeld eine Rolle. Ich glaube auch da, hat man zum Beispiel in der Schweiz gewisse Vorteile. Das regulatorische Umfeld ist gegeben und auch das makroökonomische Umfeld ist relativ stabil, verglichen mit gewissen anderen Ländern. Auch die Behörden, zum Beispiel die Listing-Authorities gelten aus meiner Sicht in der Schweiz als relativ pragmatisch. Die ganzen bürokratischen Hürden, was das regulatorische Umfeld angeht, sind vereinfacht im Vergleich zum ausländischen Listing. Was auch wichtig ist, was man noch gängig als Nexus der Firma bezeichnet. Das heisst, wo ist das Headquarter, wo sind die Operations, wo sind die Hauptmärkte und wo sitzt das Management. Teilweise auch, aber in der Schweiz ist das ein bisschen weniger die Frage, wo die Key Peers sitzen. Das muss natürlich nicht immer die Schweiz sein. Also wenn man ein Schweizer Industrieunternehmen hat, kann es dann auch sein, dass die Key Peers im europäischen Ausland oder in den USA sitzen. Für mich sind das so die Hauptkriterien, also Investorenbasis, makroökonomisches und regulatorisches Umfeld und der Nexus der Firma.

16 I: Vielleicht noch kurz, Kriterien, die bei den kleineren Unternehmen gar nicht relevant sind, im Vergleich zu den grösseren Unternehmen, wenn es um die Handelsplatzwahl geht?

17 B: Die Aufnahme in Indizes ist in der Regel wirklich von untergeordneter Bedeutung. Häufig sind diese kleinen Firmen, in der Regel schnell wachsende Unternehmen, so dass es dann zu einem späteren Zeitpunkt relevant wird. Aber in der Regel ist es dann schon noch einige Jahre weg. Aufnahme in Indizes ist deshalb relevant, weil es dann entsprechendes Index-Tracking von gewissen Fonds gibt. Vor allem passiver Fonds, die einen Index abbilden. Und je breiter so ein Index ist und je mehr Index-Tracking durch Fonds es gibt, desto interessanter ist es in so einen Index aufgenommen zu werden, weil dann entsprechend auch diese Fonds Aktien der Unternehmung kaufen. Das ist für kleine Unternehmen in der Regel weniger wichtig. Wenn man in den SPI aufgenommen wird, ist das gut aber da gibt es relativ wenig Index-Tracking. Das ist dann beim SMI relevant, dort hätte es einen starken Impact.

18 B: Einen Punkt, denn ich noch anfügen möchte, ist schon fast ein bisschen counterintuitive. Für kleinere Unternehmen kann es ein Vorteil sein, wenn sie an eine Börse gehen, die zwar eine entsprechende Grösse hat und Liquidität und alles. Aber wo auch der Börsengang einen gewissen Event darstellt und so eine gewisse Publizität in den Finanzmedien erhält. Das heisst, wenn ich ein kleineres Unternehmen bin und ich gehe in London oder in New York an die Börse, dann werde ich zum Teil fast nicht wahrgenommen. Gehe fast unter, weil es dort relativ viele Börsengänge gibt und als kleines Unternehmen erhält man da nicht sehr viel Attention. Hingegen in der Schweiz, wo es in der Regel pro Jahr irgendwo zwischen vier und acht Börsengänge gibt, ist ein Börsengang ein Event und sogar kleinere Unternehmen erhalten in der Finanzpresse eine relativ starke Aufmerksamkeit und entsprechend fast Free Publicity.

19 A: Zu dem Punkt vielleicht noch: Durfte gerade kürzlich eine Seminararbeit an der Universität X begleiten und diese Anzahl der IPOs war ein Faktor. Die Arbeit hat untersucht, ob man in der Schweiz, also das ist so eine gängige Bauernweisheit, dass man sagt, dass in der Schweiz der IPO-Discount geringer ist als im Ausland. Die Arbeit hat das untersucht, einerseits ob das so ist, und falls ja, was die Gründe dafür sind. Die Arbeit hat Indizien gefunden, dass der IPO-Discount effektiv geringer ist in der Schweiz im Vergleich zu Frankfurt und London und diese Anzahl der IPOs, wie sie Experte B genannt hat, war effektiv auch ein Grund. Das wirkt sich nicht nur auf die Publicity aus, sondern im Endeffekt dann sogar unter Umständen auf die Bewertung. Weil in der Schweiz so ein Börsengang

-
- etwas Exklusiveres ist als zum Beispiel in den USA, wo wahrscheinlich weit über 100 IPOs in einem normalen Jahr stattfinden und in der Schweiz, das halt doch weniger häufig vorkommt.
-
- 20 I: Während meiner Recherche bin ich auf zwei, drei Faktoren gestossen, wo ich auch noch gerne Ihre Einschätzung haben würde. Wie ist es bezüglich der steuerlichen Rahmenbedingungen, wie relevant sind die?
-
- 21 A: Das ist noch schwierig, wir sind natürlich keine Steuerexperten und können das nicht im Detail kommentieren.
-
- 22 I: Bezüglich Kotierungsgebühren, spielen die eine Rolle, wenn es um die Marktplatzwahl geht?
-
- 23 A: Aus meiner Sicht eine untergeordnete Rolle. Weil die Kotierungsgebühren generell im Verhältnis zu den gesamten IPO-Kosten gering sind und ich glaube die Frage wichtiger ist, wo kann man die Nachfrage generieren und wo ist der natürliche Ort des Listings und dadurch erhält man eine höhere Bewertung, was dann verhältnismässig viel stärker ins Gewicht fällt als irgendwelche Kotierungsgebühren. Ich glaube Kotierungsgebühren sind ein Thema, die schaut man sich an, aber es ist sicher nicht einer der Hauptfaktoren.
-
- 24 B: Völlig einverstanden, ich glaube die Kotierungsgebühren sind ein Cleanliness Factor. Das heisst, wenn diese zu hoch wären, dann würde dies neue Emittenten abschrecken, aber solange die irgendwo in einem gesunden Verhältnis sind, da sind andere Faktoren sehr viel wichtiger für die Wahl des Börsenplatzes als die Kotierungsgebühren.
-
- 25 I: Ich nehme, aus dieser Konversation heraus, dass wahrscheinlich das Gleiche gilt für die Geschwindigkeit des Bewilligungsprozesses an der Börse? Wahrscheinlich auch eine untergeordnete Rolle spielt in solch einem grossen IPO-Prozess?
-
- 26 B: Das würde ich so nicht sagen. Ich glaube, der Bewilligungsprozess ist schon relativ wichtig. Ich glaube hier hat die Schweizer Börse vor allem gezeigt, dass sie sehr praxisnahe agiert und eigentlich eine Börse ist, die mit den Emittenten dann auch Lösungen sucht. Es braucht natürlich klare und etablierte Kotierungsanforderungen und ein entsprechendes regulatorisches Umfeld, was gegeben sein muss. Wie man das Ganze anwendet, da war die SIX eigentlich sehr approachable. Das haben die Emittenten sehr geschätzt. Und ich glaube, wenn man das vergleicht, zum Beispiel mit den USA, dann sind dort die Anforderungen schon deutlich höher, komplexer und bedeuten Mehraufwand und ich glaube, dass kann dann ein Grund sein, wieso sich ein Unternehmen für die Schweiz entscheidet. Hier ist der Aufwand doch in einem vernünftigen Mass. Was man dazu auch sagen muss, die Schweizer Börse ist ja jetzt gerade dabei, den Kotierungsprozess anzupassen. Gerade was den Prospectus Review betrifft, wird dieser erweitert und wird in Zukunft inhaltliche Faktoren abdecken. Wir erwarten aber nicht, dass es dadurch zu einer wesentlichen Verlängerung des IPO-Prozesses kommt. Deshalb glaube ich, dass hier die Schweizer Börse gegenüber anderen Marktplätzen sehr gut aufgestellt ist.
-
- 27 I: Gibt es noch irgendetwas anzumerken, zu dieser ersten Forschungsfrage bezüglich der Faktoren, die reinspielen?
-
- 28 B: Ich glaube, die Liquidität der Börse ist ein sehr wichtiges Kriterium, neben dem strategischen Fit, im Sinne von wo ist das Headquarter, wo sitzt das Management. Es hat sich in der Vergangenheit schon auch gezeigt, dass eine örtliche Nähe hilfreich ist. Weil häufig auf den Road Shows wird schon erwartet, dass man das Management trifft. Aber gerade auch bei der IR-Funktion, dass die Investoren wirklich eine IR-Person haben, die sie relativ rasch angehen können. Wenn das dann in einem anderen Land ist, hilft das nicht unbedingt. Von dem her, der strategische Fit von der Lokalität, die Liquidität und die anderen Rahmenbedingungen, aber ich glaube, das haben wir abgedeckt.
-
- 29 I: Dann würden wir zum zweiten Schwerpunkt übergehen. Da geht es primär darum, welches die Vor- und Nachteile der Schweiz für kleinere Unternehmungen sind? Was sehen Sie als die Hauptvorteile der Schweiz?
-
- 30 A: Wir haben vieles bereits angeschnitten. Ich glaube, die Listing Requirements, die halt in der Schweiz wirklich unbürokratisch und mit pragmatischen Behörden ablaufen, das ist sicher ein Punkt, den ich hier als Vorteil erwähnen würde. Und dann eben auch die Wealth
-

Management Demand und da auch wieder, im Detail kenn ich es nicht von Schweden, aber ich glaube, dass das in der Schweiz sicher ein Vorteil ist. Dass man halt die Grossbanken hat, welche dann WM Demand generieren können, zusätzlich zu den institutionellen Anlegern oder den Long Onlys und Hedge Funds. Die sich dann auch insbesondere für kleinere IPOs, die nicht in der Public Attention stehen, positiv auswirken kann. Das würde ich als die Vorteile sehen.

31 I: Experte B, Anfügungen zu den Vorteilen?

32 B: Nein, ich glaube, das sind die Vorteile. Es ist sicherlich auch die Offenheit der Schweiz als Handelsplatz, ich glaube auch der Schweizer Franken als Währung, es ist ein sehr tiefer Markt. Was man auch noch anfügen kann, die gesamte Tiefe des Kapitalmarktes. Wenn ich an die Börse gehe, überlege ich mir häufig auch, in Zukunft Anleihen auszugeben. Um auch auf der Fremdkapitalseite mich über den Kapitalmarkt zu finanzieren und da ist die Schweiz gerade auch für kleine und mittelgrosse Unternehmen ein sehr tiefer Kapitalmarkt und würde jetzt mal auch behaupten, gegenüber Schweden ist die Schweiz da sehr gut aufgestellt mit dem Schweizer Franken Kapitalmarkt, der diese Möglichkeit bietet. Dies kann auch ein Faktor sein, weshalb sich ein Unternehmen dann für die Schweiz entscheidet, mit dem Hinblick auf zukünftige Finanzierungs- und Refinanzierungsmöglichkeiten.

33 I: Wenn wir zu den Nachteilen wechseln für die kleineren Unternehmen? Wo sehen Sie da die Schwächen des Schweizer Börsenplatzes?

34 B: Ich glaube, sie haben hier einige Punkte aufgeführt. Ich glaube, vom steuerlichen Umfeld. Emissionsabgabe kann ein Thema sein, das ist halt einfach so. Es hat verschiedene Anläufe gegeben auf gesetzlicher/politischer Ebene, das zu adressieren. Ich glaube aber, schlussendlich verhindert das nicht den IPO. Wir sehen das nicht so, dass das jetzt ausschlaggebend wäre, dass deshalb ein Unternehmen nicht in die Schweiz kommen würde. Wenn man diesen Umstand beseitigen könnte, hätte man sicher noch einen grösseren Zustrom, gerade auch von ausländischen Unternehmen, die sich in der Schweiz kotieren liessen. Man könnte die Rahmenbedingungen noch weiter verbessern in diesem Punkt, aber ich glaube es ist nicht so, dass dies wirklich ein Hindernis wäre. Zusätzliche Vorschriften: Ich glaube, ja, was Kompensationsreglemente etc. angeht, diese haben in den letzten Jahren natürlich zugenommen, ist aber wirklich ein internationales Thema. Dass sehe ich mittlerweile nicht als derartigen Nachteil, ich glaube mit den Offenlegungsvorschriften und das man über den Vergütungsbericht abstimmen muss, das ist mittlerweile etabliert. Von einer Investorensseite her wird das schon immer mehr erwartet und wir sehen auch gerade Themen wie Nachhaltigkeit, wo jetzt die SIX auch einen höheren Fokus darauflegt. Zum Teil bedeutet es für die Unternehmen Mehraufwand beim Reporting etc., wird aber schlussendlich von den Investoren getrieben. Die Investoren wollen in ihren Anlageprozessen eben gewisse dieser Punkte berücksichtigen können, wollen zum Beispiel in nachhaltige Unternehmen oder Unternehmen die sich verpflichten, irgendwo klimaneutral zu werden oder was auch immer und auch diesbezüglich entsprechendes Reporting abgeben, wollen die investieren. Und deshalb ist dieser Punkt von den Investoren getrieben. Der Regulator, die SIX, passt sich dem entsprechend an und schafft die Voraussetzungen, dass die Unternehmen dies tun können. Ich sehe dies nicht als Nachteil. Verhältnismässig hohe Transparenzanforderungen ist sicherlich so, schlussendlich hilft das aber auch dem Marktplatz. Den Schweizer Franken sehe ich grundsätzlich als Vorteil, es gibt auch Unternehmen, die haben die Aktien in der Schweiz in US-Dollar oder reporten in US-Dollar. Aber, wie gesagt, ich glaube im Normalfall ist der Schweizer Franken und das Eigenkapital ja permanent, da hat man kein wirkliches Währungsrisiko, sehe ich entsprechend nicht als Nachteil.

35 A: Ich würde da absolut zustimmen. Auch verhältnismässig hohe Transparenzanforderungen für kleine Unternehmen, da würde ich vielleicht die Einschränkung machen. Ich weiss nicht, ob das in den USA weniger oder mehr ist als in der Schweiz. Da hat man auch teilweise im Ausland relativ starke Transparenzanforderungen. Was ein zusätzlicher Nachteil sein könnte, vor allem wenn sich ausländische Unternehmen in der Schweiz listen lassen möchten, die Wahrnehmung als kleiner Börsenplatz. Weniger bezogen auf Schweizer Unternehmen, sondern mehr auf ausländische Unternehmen, die ein Schweizer Listing vorsehen.

36 I: Können Sie bezüglich Schweden ein Assessment abgeben?

-
- 37 B: Wir erachten uns nicht als Experten für den schwedischen Handelsplatz und es wäre nicht seriös, wenn wir ein Urteil über Schweden abgeben wollen.
-
- 38 I: Dann kommen wir bereits schon zur letzten Forschungsfrage, die basiert natürlich auf dieser zweiten Forschungsfrage: Wo kann sich die Schweiz noch verbessern, bzw., welche Nachteile können abgeschwächt werden? Einige Punkte wurden schon adressiert, abgesehen von dem, gibt es noch Faktoren, wo die Schweiz als Börsenstandort oder generell als Land sich noch verbessern kann, damit mehr Börsengänge von kleineren Unternehmen stattfinden würden?
-
- 39 A: Es ist noch interessant was Sie hier in der These geschrieben haben: Förderungen von Boutiquen, welche den Börsengang von kleineren Unternehmen begleiten. Wo haben Sie das gelesen oder von wo kommt das her, wenn ich Sie fragen darf?
-
- 40 I: Das kam aus einem Gespräch mit einem Spezialisten in dem Bereich, er hat gemeint, dass es in gewissen Ländern nicht jetzt mal unbedingt Schweden, gewisse Boutiquen gibt, die sich auf diesen kleineren Bereich fokussiert haben. Und dass dies eventuell ein Ansatz für die Schweiz wäre.
-
- 41 B: Gut vielleicht zu dem und Experte A, korrigieren Sie mich, wenn Ihre Erfahrungen anders waren. Ich glaube, die momentane Tendenz ist, dass man solche Boutiquen als Independent-IPO-Berater zunehmend wahrnimmt, die sich da etablieren zu versuchen. Ich glaube aber, dass gerade in der Schweiz wo man die etablierten Banken, hauptsächlich Grossbanken und primär schweizerischen und teilweise auch amerikanischen Ursprungs, würde ich dieses Statement in Frage stellen. Von der Beratungsperspektive her und für die Vorbereitung auf den IPO, da sind die Grossbanken aufgrund der Erfahrung her sehr gut positioniert und ich bin mir nicht sicher ob es in jedem Fall eine Art Boutique braucht, die da zusätzlich beraten muss und unter den Umständen benötigt.
-
- 42 B: Die Frage ist, Boutiquen in welcher Rolle? Ich glaube, was Experte 1, jetzt angesprochen hat, ist in der Rolle eines IPO-Berater. Wenn es um die Begleitung von kleineren IPOs geht, da wiederum stellt sich mehr die Frage, gibt es Investoren, die in solche frühen, kleinen Unternehmen investieren würden. Ich glaube, wenn es diese Nachfrage gäbe und der Marktplatz ermöglicht das, dann gäbe es auch ein Geschäftsmodell für diese Boutiquen, solche Kleinstbörsengänge zu begleiten und sonst gibt es eben die Nachfrage nicht und dann hat sich die Frage erledigt. Von dem her, Förderungen sehe ich als ein bisschen problematisch an. Die Schweiz ist jetzt nicht so bekannt für Strukturhalt und dass man da Finanzboutiquen subventionieren müsste, dass sehe ich als weniger erfolgsversprechend an. Ich glaube, was die Schweiz sicher tun kann, ist sicherstellen, dass der Finanzplatz gerade in Bezug auf regulatorische Bestimmungen international kompatibel bleibt. Ich glaube, was kleinere wie auch grössere Unternehmen sichergestellt haben wollen, dass wenn sie sich in der Schweiz listen, nicht mit Regularien konfrontiert sind, die irgendwo in einem internationalen Kontext aus dem Rahmen fallen. Weil gerade auch grosse Unternehmen zum Teil eine Zweitkotierung oder eben sehr viele internationale Investoren haben. Ich glaube, die Schweiz muss sicherstellen, dass sie als internationaler Marktplatz diese Anforderungen erfüllt, damit nach wie vor die internationalen, institutionellen Anleger in der Schweiz investieren wollen und den Schweizer Marktplatz bzw. die Schweizer Börse als absolut adäquat zu anderen Marktplätzen empfinden. Dies stellt man über die Rahmenbedingungen sicher und da hilft dann entsprechend auch, dass der Marktplatz liquide bleibt und dass neue Unternehmen angezogen werden können. Dort sehe ich eigentlich die Hauptaufgabe des Schweizer Regulators und der Börse.
-
- 43 I: Verstehe ich das richtig, dass der Swiss Finish in einem verhältnismässigen Rahmen bleibt im Vergleich zu anderen internationalen Marktplätzen?
-
- 44 B: Absolut.
-
- 45 A: Ich glaub, dass was Experte B sagt, ist absolut Key. Sieht man auch in den IPOs, wenn man dann das Buch analysiert bzw. die Zuteilung an die Investoren. Da sieht man, dass ein wesentlicher Anteil (hängt natürlich vom IPO ab) der Nachfrage vom Ausland kommt. Wenn diese Investoren abgeschreckt werden, durch nicht kompatible Regularien, dann wird das schwierig und dann wird man das auch auf der Nachfrageseite zu spüren bekommen.
-

-
- 46 I: Eine letzte Frage hierzu: Dass es eine weitere Börse geben würde oder einen Handelsplatz für Small und Mid Caps, wie würden Sie solch eine Massnahme einschätzen? Denn das ist gerade etwas, was man in Schweden sieht, die eine segregierte Organisation haben von den Marktplätzen her. Wäre das etwas, dass helfen würde?
-
- 47 B: Was wir grundsätzlich sehen bei IPOs ist, dass die institutionellen Anleger häufig bei einem zu kleinen Free Float des Unternehmens, beim IPO nicht mitmachen können. Aufgrund ihrer Regularien darf ihr Investment einen gewissen Prozentsatz des Free Floats und auch der erwarteten Liquidität des Unternehmens nicht übersteigen. Ihre Position, die sie aufbauen, soll in der Regel fünf, zehn und mehr Millionen betragen und zum Teil sind das auch wesentlich grössere Positionen, die dürfen einen gewissen Prozentsatz im Vergleich zum Free Float und zur Liquidität nicht übersteigen. Das heisst, bei Kleinstunternehmen ist das dann unter Umständen nicht mehr gegeben. Dann stellt sich die Frage, wer investiert in solche Unternehmen? Kommt das aus dem Retail-Bereich? Da hat es Beispiele gegeben in der Vergangenheit, solche Marktplätze zu schaffen und die sind dann auch wieder zum Teil eingegangen, weil es nicht eine entsprechende Nachfrage gegeben hat. Man müsste hier sehr genau anschauen, gibt es wirklich genug Nachfrage von der Investorensseite her in solche Unternehmen zu investieren?
-
- 48 I: Dann sind wir wieder beim Nachfragepunkt, der da ausschlaggebend sind.
-
- 49 A: Es gibt ja in der Schweiz zur SIX zumindest eine kleine Alternative. Das wäre die BX Swiss. Da habe ich jetzt noch nie einen IPO begleitet, wir hatten jedoch schon mit Firmen zu tun, die da teilweise gelistet waren. Das ist genau dieses Problem, der Illiquidität und vermutlich dann im IPO auch der Investorennachfrage. Genau aus den Gründen, die Experte B gerade gesagt hat.
-
- 50 B: Von der BX Swiss hat man ja eher einen Abgang von Unternehmen gesehen. Da sind sehr viele Unternehmen weggegangen, die einen haben sich dann an der SIX kotieren lassen und die anderen sind Private gegangen. Es fragt sich, was eine Kotierung am Schluss bringt, wenn die Aktie nicht gehandelt wird.
-
- 51 I: Vielen Dank. Das wären die vorbereiteten Fragen von meiner Seite gewesen. Gibt es von Ihrer Seite her noch Inputs, die Sie zum Thema anbringen möchten?
-
- 52 B: Nein, ich glaube aus meiner Sicht, haben wir alle wichtigen Punkte beleuchtet, die zum Themenkreis gehören.
-

B. Experteninterview 3

Datum:	7. April 2020
Zeit:	10.00 bis 11.15 Uhr
Form:	Telefonisch
Sprache:	Deutsch
Vertraulichkeit:	Keine Anonymisierung
Teilnehmer:	Herr Patrick Förg (nachfolgend C) Head Origination Sales, Primary Markets SIX Swiss Exchange AG Herr Fabian Gerber (nachfolgend D) Senior Relationship Manager Sales, Primary Markets SIX Swiss Exchange AG Christoph Vontobel (nachfolgend I)

- 1 I: Vorab habe ich Ihnen den Schwerpunkt der Arbeit inklusive der drei Hauptforschungsfragen zugestellt. Das Interview sollte zwischen 45 und 60 Minuten Zeit in Anspruch nehmen und ist entlang der Hauptforschungsfragen skizziert. Falls Sie zu einer Frage keine Stellung nehmen können oder möchten, wäre ich froh um einen Hinweis Ihrerseits, wir würden dann zur nächsten Frage springen. Die Arbeit widmet sich grundsätzlich kleineren Unternehmen, dabei schliessen wir den Kreis mit Unternehmen, die eine Marktkapitalisierung beim IPO unterhalb von zwei Milliarden Schweizer Franken erzielen. Entsprechend beinhaltet die Definition Micro, Small und Mid Caps. Wobei der Hauptteil Small und Mid Caps ausmachen. Ich werde bei den jeweiligen Fragen deklarieren, ob es um diese "kleineren" Unternehmen oder um generelle Fragen bezüglich IPO geht.

Um zu beginnen, würde ich gerne von Ihnen erfahren, in welchen Rollen und seit wann Sie sich mit Börsengängen beschäftigen bzw. bei Börsengängen involviert sind?

- 2 C: Wir bei der Schweizer Börse haben ein dediziertes Team, das heisst Primary Markets und es ist nochmal aufgeteilt in zwei Sub-Teams. Ein Team kümmert sich um die IPOs und die Kotierungen. Hauptaufgabe dort ist, sicherzustellen, dass die Börsengänge in der Schweiz erfolgen und nicht bei unseren freundlichen Konkurrenten im Ausland. Wir haben hier gewisse Fokusthemen und Fokusgebiete definiert, strategisch gesehen. Es gibt ein zweites Team, das heisst Issuer Relations, das kümmert sich um die Firmen ab Tag 1 sobald sie an der Schweizer Börse kotiert sind. Meine Aufgabe mit einem kleinen Team von zwei weiteren Leuten ist sicherzustellen, dass die IPOs bei uns erfolgen und hier sind wir quasi Ansprechpartner für alle Themen die Emittenten, Aktionäre, Berater der Banken, Advisors, Anwälte und Auditors im Zusammenhang mit einem Börsengang haben. Für was sind wir nicht zuständig? Wir sind nicht zuständig für den regulatorischen Teil, wir machen zum Beispiel keine Prospektprüfung oder wir stellen nicht die Bewilligung für einen Börsengang aus. Hierzu gibt es im Rahmen der Selbstregulierungsmechanik, die wir in der Schweiz haben, eine separate Organisation innerhalb der SIX Gruppe, die heisst SIX Exchange Regulation AG, welche für diese Aufgaben zuständig ist.

- 3 I: Können Sie ein grobes Bild zeichnen bei wie vielen Börsengängen sie involviert waren und was so die Grössenklassen waren?

- 4 C: Wir hatten im Jahr 2019 5 IPOs, im 2018 7 IPOs und im 2017 4 IPOs. Zusätzlich hatten wir noch technische Kotierungen - Direct Listings. Vielleicht die Frage zurück an Sie, sprechen wir nur von IPOs oder sprechen wir auch von Direct Listings?

- 5 I: Grundsätzlich liegt der Fokus auf IPOs, also Listings mit Platzierungsangebot. Direct Listings werden nicht per se ausgeschlossen. Nicht beachtet werden Umkotierungen, Spin-offs oder Reverse Mergers. Die Idee ist der erste Börsengang, das ist ja oftmals mit Platzierungsangebot, wenn es nur ein Direct Listing ist, dann fällt das begrenzt auch in die Arbeit rein.

- 6 C: Zusätzlich zu den genannten Zahlen hatten wir noch Direct Listings, etwa 1-4 Direct Listings pro Jahr. Mit verschiedenen wirtschaftlichen Hintergründen. Wenn wir die Statistik bei uns anschauen, können wir sagen, dass etwa 1/3 aller Börsengänge über einer Milliarde war, etwa 40 bis 50 Prozent zwischen 250 Millionen und 1 Milliarde, der letzte Teil waren dann noch Small Caps unter 250 Millionen. In den letzten drei Jahren habe ich etwa 20 plus IPOs gesehen an der Schweizer Börse. Vielleicht hier eine Eigenheit: In der Schweiz haben wir im Vergleich zum Ausland anzahlmässig relativ wenige Börsengänge, historisch gesehen können wir wirklich sagen so 5 IPOs pro Jahr ist der Durchschnitt. Das ist weniger, viel weniger als im Ausland, aber die durchschnittliche Transaktionsgrösse in der Schweiz ist dafür etwa doppelt so gross wie im Ausland. Das sagt schon etwas aus für ihre Arbeit, wenn wir über Small, Mid und Large Caps sprechen. Das hat seine Vor- und Nachteile, aber der Schweizer Kapitalmarkt ist fähig grössere Volumina zu stemmen und zu absorbieren, auch internationalere Transaktionen mit anderem Hintergrund, als andere Kapitalmärkte. Wir sehen, dass längerfristig die durchschnittliche Transaktionsgrösse substanzuell grösser ist.
-
- 7 I: Worin liegen Ihrer Meinung nach den wesentlichen Unterschieden bei Börsengängen von diesen kleineren Unternehmen im Vergleich zu den Large Caps. Was sind da die Hauptunterschiede?
-
- 8 C: Die grösseren Transaktionen, die sind sehr gut abgedeckt über professionelle Berater, Banken, Anwälte, Auditors, die genau wissen wie der Prozess läuft, was die Anforderungen sind (regulatorischer Natur), was die Investoren möchten, wie sie es möchten. Die können sich das auch leisten und dementsprechend ist ein Large Cap IPO fast weniger aufwendig für die Börse, weil der Beratungsaufwand reduziert wird, weil professionelle Beraternetzwerke eine Firma begleiten. Schauen Sie SoftwareOne an, da waren, glaube ich, acht Banken involviert. Die teilen sich die Arbeit auf, die haben alle Erfahrung, die haben alle ihre Spezialitäten. Oder eine Landis + Gyr oder was ich weiss was waren die Grösseren, da hat es Banken, die haben einen Schweizer Fokus, die kennen Schweizer Marktstrukturen und Investoren sehr gut. Dann haben sie europäische Banken drauf, dann haben sie US-Investmentbanken drauf für den Abverkauf der Aktien an US QIBs etc. Da ist man sehr gut abgedeckt. Oftmals sind nicht nur zwei Anwaltskanzleien drauf, sondern 4, also auf jeder Seite 2. Eine für Swiss Law, eine für US Law. Da ist eine Riesencrew, die schnell auch mal bis zu 100 Leute umfassen kann.
-
- 9 I: Herr Gerber von Ihrer Seite her noch Anfügungen zu dieser Frage?
-
- 10 D: Nein, ich kann mich dem eigentlich nur anschliessen. Bei den kleinen Transaktionen geht es dann oftmals auch darum, kosteneffizient unterwegs zu sein und entsprechend werden dann die Banken, die sich an solch einer Transaktion beteiligen, welche auch die grössten Kostenposten ausmachen, heruntergefahren. Unter Umständen können auch die Anwaltskanzleien heruntergefahren werden, vielleicht teilen sich auch Banken und Unternehmen die Anwaltskanzlei. Das ist schon dort, wo es dann Unterschiede gibt. Halt mit dem Ziel, die Kosten herunterzufahren. Aber sonst kann ich mich dem eigentlich nur anschliessen was Herr Förg gesagt hat.
-
- 11 C: Gewisse Prozessaspekte und auch die regulatorischen Anforderungen sind für alle die gleichen. Das heisst wenn es ein kleiner IPO ist oder ein grosser, der Aufwand ist der gleiche mehr oder weniger. Sie müssen einen Prospekt schreiben und in diesem Prospekt müssen gewisse Informationen publiziert sein, ob das ein grosser Deal ist oder ein kleiner. Oder als Bank, sie müssen eine Due Diligence machen. Ist vielleicht ein bisschen aufwändiger oder weniger, aber grundsätzlich alle Elemente und Sicherheitsaspekte, die es im Rahmen eines IPOs gibt, sind für die Kleinen wie für die Grossen anzuwenden und daher unterscheidet sich der Prozess und die Anforderungen nur marginal. Dann sind eher Elemente wie die Internationalität oder der Sektor von Bedeutung, das macht dann einen Unterschied. Eine Life-Science-Firma oder eine Biotech-Firma hat einen ganz anderen Risikocharakter als ein Maschinenhersteller, dementsprechend braucht es dann andere Qualitäten im Prospekt und andere Disclosures und das machen dann die Unterschiede, aber der Prozess ist der Gleiche.
-
- 12 I: Dann kommen wir zum ersten Hauptforschungspunkt. Ich habe das im Dokument, das ich Ihnen zugestellt habe, kurz visualisiert. Die Idee ist herauszufinden was die Attraktivitätsfaktoren und Entscheidungskriterien sind, die bei der Wahl des Handelsplatzes von diesen kleineren Unternehmen im Fokus stehen. Ich habe grundsätzlich drei Gruppen
-

gemacht, eine Gruppe sind "vorausgesetzte Kriterien", solche die ein Handelsplatz erfüllen muss, damit er überhaupt betrachtet wird. Eine weitere Kategorie sind die "matchentscheidenden Kriterien", also die Kriterien die über Handelsplatz A oder B entscheiden und dann noch die weniger wichtigen Kriterien, die am Schluss keinen grossen Einfluss haben. Starten wir gleich mit diesen grundsätzlich vorausgesetzten Kriterien, was sehen sie da als relevant, dass eine Börse überhaupt in Frage kommt für solche kleineren Unternehmen und dessen IPO?

- 13 C: Grundsätzlich glaube ich, dass die rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Aspekte zentral sind für einen erfolgreichen Finanz- respektive Börsenplatz. Das sind so Overarching Principles. Das muss mal gegeben sein. Das können wir sagen in der Schweiz haben wir summa summarum ein attraktives Package im Bereich Legal, Regulatory und Tax. Das denke ich, ist mal so die übergeordnete Positionierung. Was man auch sehen muss, im IPO-Geschäft gibt es einen sehr starken Home Bias, Cross-border-IPOs erfolgen fast nie und falls sie erfolgen, dann erfolgen sie aufgrund von sehr spezifischen Hintergründen. Dass ein Schweizer Small Cap ins Ausland geht, dafür braucht es schon sehr viel. Dass kann zum Beispiel ein Life-Sciences-Konzern sein, der sich an der Nasdaq listet, das ist so ein typisches Beispiel, das ist einer unserer Hauptkonkurrenten. Ein anderes Beispiel, ganz anderer Natur. Prada, der italienische Fashion-Konzern, hat den IPO in Hong Kong gemacht. Wieso haben sie das gemacht? Sie haben festgestellt, dass der kaufkräftigen chinesischen Kundschaft die Marke Prada nicht bekannt ist und durch eine Kotierung von Prada in Hong Kong konnten sie den chinesischen Markt marketingtechnisch angehen. Es gibt immer solche Geschichten, gewisse Gründe warum eine Firma ein Cross-border-Listing macht. Aber grundsätzlich sage ich zu 90 Prozent plus bleibt der Schuster bei seinen Leisten und bleibt zu Hause. Weil er kennt das rechtlich-regulatorische, steuerliche Umfeld, er hat seine Beziehungen, er kennt vielleicht die Investoren, die Investoren kennen die Firma etc. Und Cross-border-Transaktionen bringen sehr viele Herausforderungen mit sich und dementsprechend auch höhere Kosten. Jetzt gerade im Small Cap Bereich haben wir eine Eigenheit in der Schweiz. Viele ausländische, also europäische Börsenplätze haben ein sogenanntes SME Growth Segment, ein Marktsegment für schnell wachsenden Firmen, für kleinere Firmen mit anderen/tieferen Kotierungsanforderungen und auch anderen/tieferen Aufrechterhaltungsanforderungen. Diese Segmente werden in der Marktstrukturform MTF betrieben. Da gibt es in London AIM, an der Euronext heisst das Growth, in Deutschland Scale und in den Nordics First North. Wir in der Schweiz haben kein solches Segment, welches spezifisch auf schnell wachsende Firmen und ihre Bedürfnisse abgestimmt ist. Da kann es natürlich schon sein, wenn eine Schweizer Kleinunternehmung sich nicht am richtigen Ort sieht oder sagt es gibt kein Offering, dass adäquat ist für mich in der Schweiz aber ein Offering ausserhalb der Schweiz findet, so dass ein Cross-border-Listing ins Auge gefasst wird und erfolgt. Ich glaube, das Thema der Liquidität der Börse ist sicherlich wichtig. Eine Börse lebt von der Liquidität, meines Erachtens, das ist so. Kommt jedoch immer ein bisschen drauf an, ich denke die Liquidität ist primär wichtig für die Investoren und insbesondere für die institutionellen Investoren. Für die Firma selber, sicherlich braucht es Liquidität aber die Firma ist vielleicht ein bisschen weniger darauf angewiesen. Auch Retail-Investoren sind weniger darauf angewiesen, die 200 Aktien, die ich habe, die kriege ich auch bei weniger Liquidität los. Aber ein institutioneller Investor, der Positionen von drei, fünf, sieben Prozent hält und die abbauen möchten, dort ist es wiederum sehr wichtig.
-

14 I: Herr Gerber von Ihrer Seite her, Anfügungen?

15 D: Nein, zu den Faktoren, welche grundsätzlich vorausgesetzt werden, nein habe ich keine.

16 C: Die individuellen Faktoren, die sind immer von Firma zu Firma verschieden. Es gibt wie kein Rezept, es gibt verschiedene Gründe weshalb eine Firma an die Börse geht. Und dann gibt es verschiedene Faktoren, die wichtig sind. Je nachdem wie die auf die Firma zutreffen, wie die gewichtet werden, kann es in die eine oder andere Richtung gehen. Wenn eine Firma re-domiziliert zum Beispiel, dann sind die Standortfaktoren der Schweiz wichtig. Steuerliche Fragen, natürlich aber auch der Zugang zu Behörden, Akademia, Universitäten ist in gewissen Bereichen sehr wichtig. Landis + Gyr, jener Börsengang, das war ein Fire Sale von Toshiba. Die waren quasi im Chapter 11, die wollten den Asset möglichst schnell verkaufen. Da war es wichtig, möglichst schnell den IPO durchzuziehen und da ist die Schweiz wirklich eine der schnellsten Adressen der Welt und da war dann wichtig, dass es

möglichst schnell und pragmatisch geht. Dementsprechend war das quasi der USP der Schweizer Börse, also es kommt immer auf die Unternehmenssituation an.

17 D: Man kann sagen, dass schlussendlich ein kapitalkräftiger, internationaler Investorenkreis und die hohe Platzierungskraft der hiesigen Banken wichtig sind und sicherlich bei der Wahl des Börsenplatzes eine Rolle spielen.

18 C: Wenn man uns jetzt zum Beispiel mit zwei Nachbarn vergleicht, die nicht so toll funktionieren im Moment. Schauen wir nach Italien, vergessen wir Corona, der italienische Börsenregulator hat nicht die beste Reputation und dann überlegt sich doch der eine oder andere will ich mir das antun, sich damit rumschlagen oder geh ich doch gerade in die Schweiz. Weil dort kann ich auch auf italienisch alles besprechen und filen. Das ist ein Gedankenspiel, oder schauen wir nach Österreich. Was Fabian gesagt hat, kapitalkräftige Investoren. Der Kapitalmarkt in Österreich, obwohl Österreich populationstechnisch und wirtschaftlich ähnlich ist, ist der Börsenplatz substanziell unterentwickelt im Vergleich zur Schweiz. Er ist viel, viel kleiner. Das heisst eine Firma, eine österreichische Firma, die internationale Ambitionen hat, die grössere Kapitalbeträge sucht, die muss aus Österreich raus, weil sie in Österreich nicht genügend Kapital bekommt. Auch internationale, kapitalkräftige Investoren haben Österreich nicht auf ihrer Road Map. Und zum Beispiel, das haben wir gesehen, die AMS-Transaktion mit Oram, die haben jetzt eine Kapitalerhöhung gemacht. AMS ist eine österreichische Firma, die ist bei uns kotiert und wenn man ein paar Milliarden zusammenbringen muss für eine Kapitalerhöhung, dass sehen sie in Österreich alle paar Jahre und das ist dann schon ein Unterschied.

19 I: Als letzter Punkt, wenn wir die kleineren Unternehmen anschauen und Faktoren die jetzt von sehr untergeordneter Relevanz sind, was würden Sie als Faktoren nennen? Gibt es irgendwelche Dinge, die bei kleineren Unternehmen quasi keine Rolle spielen beim Börsengang oder vernachlässigbar sind. Ich habe jetzt da zum Beispiel die Teilnahme in Indizes aufgelistet, war bisher das einzige, dass ich finden konnte. Die meisten Börsen haben ja diverse Indizes, die sind ja für die meisten kleineren Unternehmen am Anfang, zum Börsengangzeitpunkt, noch nicht so relevant.

20 D: Sicherlich nicht das ausschlaggebende Kriterium für ein Listing. Schlussendlich hilft es auch die Visibilität noch einmal zu erhöhen und gerade die kleineren, kotierten Unternehmen, die haben es schon so nicht einfach im Rampenlicht zu sein. Die kämpfen um Research-Abdeckung, um Anerkennung bei den Investoren und da kann es schon hilfreich sein, wenn man in einen Index aufgenommen wird. Welcher die Visibilität erhöht und bei uns an der Schweizer Börse haben wir verschiedene Indizes, Spezialitätenindizes auf Branchen und das hilft natürlich den Unternehmen auch eine attraktivere Bewertung zu bekommen. Um die Visibilität zu erhöhen, darum würde ich jetzt da nicht sagen, dass das per se ein untergeordneter Faktor ist. Kann sicherlich schon helfen und ein Grund sein für ein IPO, für ein Listing an der Schweizer Börse.

21 I: Noch zum Punkt Verfügbarkeit von Analysten-Fachwissen, wie würden sie diesen Punkt einschätzen?

22 C: Darf ich einen Level höher ansetzen? Fangen wir mal mit den Banken an, das sind ja die Arbeitgeber der Analysten. Grundsätzlich gibt es Banken, Broker, Research-Anbieter. Da gibt es verschiedene Bank oder bankähnliche Marktteilnehmer. In der Schweiz haben wir noch drei Schweizer Banken, die das IPO-Geschäft betreiben. Da sag ich jetzt zwischen den Zeilen haben wir eine oligopolistische Marktstruktur mittlerweile und wie oft wir schon gelernt haben in der Schule, das ist vielleicht nicht gerade die Marktstruktur, die zum grössten Wettbewerb, zu innovativen Lösungen und vielleicht auch auf dem preislichen Niveau zu Competition führt. Da haben wir sicherlich in der Schweiz mit dieser oligopolistischen Marktstruktur eine suboptimale Ausgangslage im Vergleich zu anderen Marktplätzen um uns herum, wo einfach viel mehr Banken oder bankähnliche Provider Dienstleistungen anbieten. Insbesondere gibt es im Ausland auch Nischenanbieter, das heisst Banken, die sich spezialisieren auf gewisse Sektoren, die ein gewisses Know-how brauchen. Und hier kommen wir genau zum Punkt Analysten. Wenn eine Bank, zum Beispiel fünf Fokussektoren oder Gebiete definiert hat, dann hat sie im Normalfall auch Analysten/Research-Leute, die die Kompetenzen mitbringen in diesen fünf Sektoren oder Fokusgebieten und wenn man diese Leute hat, kann man natürlich auch Firmen also IPO-Kandidaten besser bewerten, einschätzen und auch in der Preisfindungsphase vertieft einschätzen und eine bessere Bewertung der Unternehmen vornehmen. Wir haben in der

Schweiz viele Analysten, ich weiss gar nicht wie viele wir haben, vielleicht um die 100 oder sowas haben wir in der Schweiz von den Grossbanken. Dann gibt es noch andere Anbieter wie eine MainFirst oder eine Baader oder eine Kepler Cheuvreux. Fokussieren sich alle auf die Large Caps und Mid Caps, das heisst Small Caps und andere sind weniger beachtet. Das ist der eine Punkt und dann hat es einfach gewisse Sektoren, die sind kaum oder nicht abgedeckt, Research-technisch. Ein Beispiel ist die ganze Rohstoff-, Öl- und Gas-Industrie, ich glaube nicht, dass wir in der Schweiz einen Analysten haben, der diesen Sektor abdeckt. Für den europäischen Markt sind alle Analysten in London. Im Life-Sciences-/Biotech-/Medtech-Bereich hat es Analysten in der Schweiz, die sind aber nicht breit gestreut. Viele Analysten hat es wirklich in London oder auch in Frankfurt. Ich finde für einen IPO ist es äusserst wichtig, dass man mindestens einen oder zwei sehr gute Analysten zur Seite hat. Die Bank, die man auswählt auch aufgrund des Analysten auswählt, denn das macht einen Unterschied. Ein Analystenreport für einen IPO ist wichtig, der wird gelesen, fast mehr gelesen als ein Prospekt und das macht dann einen Unterschied. Vielleicht noch ein Schlusswort: Aufgrund der regulatorischen Anforderungen insbesondere auch auf europäischer Ebene mit MiFID II ist es zu starken Veränderungen gekommen im Bereich Research und leider sind diese regulatorischen Änderungen zum Nachteil von kleineren Firmen gegangen. Wie Fabian schon gesagt hat, kleinere Firmen werden von Analysten kaum oder fast nicht mehr abgedeckt. Bekommen keine Research-Reports mehr und verlieren demnach an Visibilität. Und wenn man keine Visibilität hat ist es auch nicht sonderlich förderlich, alle konzentrieren sich auf Large und Mid Caps. Da hat es eine Lücke gegeben, am unteren Ende der Skala und da haben viele kleinere Unternehmen einen Nachteil erlitten.

23 D: Diese Analysten-Abdeckung würde ich sogar als einen der matchentscheidenden Faktoren für die Wahl des Handelsplatzes nennen. Schlussendlich wenn man spezifischer jetzt in den Life-Sciences-Bereich schaut, wo wir als Schweizer Börse sehr gut aufgestellt sind, von der Marktkapitalisierung ja der Grösste in Europa sind. Warum entscheiden sich Life-Sciences-Unternehmen spezifisch bei uns für ein Listing und gehen nicht nach Amerika zur Nasdaq, was auch immer wieder vorkommt. Aber warum sind sie hier? Weil wir hier ein funktionierendes, dynamisches Life-Sciences-Ökosystem haben. Mit Analysten, mit einem langjährigen Zusammenspiel mit Pharma- sowie Bio- und Medtech-Unternehmen, auch der Universitäten etc. Das sind natürlich Punkte, die helfen, die für die Schweiz sprechen und in meinen Augen eben ein matchentscheidender Faktor sind. Das fördert die Liquidität in den Titeln, wenn sie eben abgedeckt sind von den Analysten, wenn regelmässig darübergeschrieben wird, wenn diese sich auch austauschen können mit Peers. Dieser Hub, dieses Ökosystem, welches wir in der Schweiz haben, das ist speziell bei Life-Sciences-Unternehmen. Das hat auch dazu beigetragen, dass wir da eine der führenden Börsen sogar weltweit sind.

24 I: Das kann man unter dem groben Punkt Sektorenexpertise zusammenfassen?

25 D: Absolut.

26 I: Letzte Abschlussfrage zum Themenpunkt 1: Inwiefern unterscheiden sich die Entscheidungskriterien zwischen den Large Caps und den kleineren Unternehmen? Glauben Sie, dass es da eine grosse Unterscheidung gibt oder ist das grundsätzlich unabhängig von der Grösse?

27 C: Ein Large Cap hat mehr Optionen. Denn ein Large Cap oder ein internationales Unternehmen kann theoretisch überall an die Börse gehen. Wenn ein Schweizer Small Cap mit 100 Millionen Marktkapitalisierung in New York an die Börse geht, interessiert das kaum einen Investor. Wenn ein Schweizer 10-Milliarden-Konzern kommt, dann in interessiert das auch in New York jemanden. Also ich glaube man hat einfach als grosse Firma mehr Optionen. Typischerweise bei grösseren Transaktionen wird ein 144-A-Reg-S gemacht, dass die Aktien auch an US QIBs verkauft werden können. Ein Börsengang in der Schweiz und das US QIBs trotzdem mitmachen können, da gibt es eine Exemption Rule, die heisst 144-A. Das macht man typischerweise bei grösseren Börsengängen, das ist eine Speziallösung, man möchte in Europa an die Börse gehen, möchte aber die kapitalkräftigen amerikanischen Investoren an Bord nehmen auch für zukünftige Kapitalerhöhungen sehr wichtig, aber man möchte nicht in die USA gehen, weil dort wieder andere Fragen aufkommen. Das macht man noch eher nur bei Large Caps, Mid Caps oder bei speziellen Sektoren. Das macht ein Small Cap im Normalfall nicht, weil doch der Aufwand dann wieder

grösser ist, rechtlicher Natur, Disclosure Natur, die Due Diligence etc. Man braucht amerikanische Anwälte. Es gibt einfach mehr Optionen als grosse Firma. Kleinere Gesellschaften haben aufgrund Ihrer Natur weniger finanzielle Mittel, begrenztes Know-how, ein kleineres Netzwerk etc. und somit grundsätzlich weniger Optionen.

28 I: Herr Gerber noch Anfügungen zu diesem Punkt?

29 D: Nein habe ich nicht.

30 I: Dann würden wir zum zweiten Forschungsschwerpunkt springen: Die Vor- und Nachteile der Schweiz von IPOs für kleinere Unternehmen. Beginnen wir gleich mit den Vorteilen. Einen Punkt welchen ich schon herausgehört habe, wäre diese Sektorexpertise im Life Sciences-Bereich. Was sehen Sie noch als zusätzlichen Vorteile der Schweiz?

31 C: Ich denke es sind einfach mal die üblichen Standortvorteile, die die Schweiz als solches hat. Wir haben eine kompetitive Wirtschaft, wir haben eine stabile politische Situation, wir haben ein verlässliches Rechtssystem, wir haben ein vernünftiges kompetitives Steuersystem. Hohe Lebensqualität, wir sind ein attraktiver, liberaler Arbeitsplatz für Arbeitskräfte. Einfach gesagt, in die Schweiz bringen sie fast jede Arbeitskraft der Welt. Wenn sie einen Forscher suchen, der irgendwo eine Kapazität ist und ich sage, dass ich dir einen guten Arbeitsplatz in der Schweiz anbieten kann, dass funktioniert im Normalfall. Sie bringen Spezialisten in die Schweiz. Wenn sie sagen, ihr Arbeitsplatz ist in Moskau oder in Nairobi, dann ist es ein bisschen schwieriger die Leute dahinzubringen auch mit dem familiären Umfeld und mit Schulen etc. Ich denke, dass sind einfach die typischen Schweizer Standortfaktoren, welche ein sehr guter Startpunkt sind für diese Frage oder was sind die Vorteile der Schweiz. Dann sicherlich wie Fabian schon auch gesagt hat, die kapitalkräftige Investorenlandschaft, die Banken haben eine lange Geschichte, Private Banking/Wealth Management, es ist viel Geld da, dass investiert wird. Auch das ganze Ökosystem darum, mit guten Universitäten etc., das ist sicherlich ein sehr gutes Grundgerüst, das wir da in der Schweiz haben.

32 I: Herr Gerber, zusätzlich Vorteile, die sie hinzufügen möchten?

33 D: Nebst den Standortvorteilen, eben auch spezifisch das ganze Private Banking, die ganze Wealth Management Abdeckung, das Interesse von Investoren dann auch an solchen Transaktionen zu partizipieren, das ist schon ein einmaliger Vorteil der Schweiz gegenüber anderen Jurisdictions.

34 C: Was ich auch noch gut finde. Es ist eine relativ übersichtliche Landschaft, das hat vielleicht auch seine Nachteile. Man kennt die Marktteilnehmer, man kennt ihre Spezialitäten, man kennt sich. Es ist noch ein Ökosystem, dass man überblicken kann. Ein Ökosystem, zum Beispiel Deutschland mit zehnmal so vielen Einwohnern, mit zehnmal so vielen Universitäten, schon von der Fläche her viel grösser. Das ist schon viel schwieriger zu überblicken, wer wo wie aktiv ist. Die Distanzen sind grösser. Irgendwo denke ich immer in der Schweiz hat man noch die Übersicht. Mit allen Vor- und Nachteilen.

35 I: Wenn wir zu den Nachteilen wechseln, wo sehen Sie die Nachteile der Schweiz im Vergleich zu anderen Ländern/Handelsplätzen?

36 C: Einen haben Sie hier in ihrer These bereits korrekt aufgelistet: Steuerliches Umfeld. Wir haben in der Schweiz steuerliche Eigenheiten, die es im Ausland nicht oder nicht mehr gibt oder nicht in diesen Steuersätzen. Die Emissionsabgabe, die Verrechnungssteuer-Problematik, die Umsatzabgabe. Übrigens Umsatzabgabe, da ist jetzt gerade die Konsultation los gegangen im Parlament am Freitag. Für die Verrechnungssteuerreform und Umsatzabgabe ist die Konsultation gestartet worden bis am 10. Juli, da kommt jetzt was ins Rollen. Das sind sicherlich Aspekte/Eigenheiten, die nicht förderlich sind für den Schweizer Kapitalmarkt im Vergleich zum Ausland. Die VegüV haben Sie in der These erwähnt, ja ist sicherlich auch eine Schweizerische Eigenheit. Kann man sehen wie man will. Auf der anderen Seite, die europäischen oder amerikanischen Börsenplätze haben auch Eigenheiten in ihren Vorschriften, die wir in der Schweiz dafür nicht haben. Das muss man halt abwägen, ich glaube mittlerweile leben wir alle damit. Verhältnismässigkeit der Transparenzanforderungen für kleinere Unternehmen, das haben wir angesprochen. Ja wir haben in der Schweiz ein One-Size-Fits-All-Approach an der Börse, das kann man ansehen als Vorteil- oder auch als Nachteil. Ich denke, da gibt es beide Lager. Was bei

den Börsenanforderungen oft ein Vorteil in der Schweiz ist, wir haben so eine Comply-or-explain-Philosophie. Wenn man eine Anforderung nicht erfüllen kann oder aus gewissen Gründen nicht erfüllen möchte und da auch argumentieren kann, gegenüber dem Regulator, ist der Regulator oft wohlgesonnen und macht Ausnahmeregelungen. Das kann man auch mit einem Tax Ruling erwirken, das kann man auch bei der Schweizer Börse erwirken. Dies ist sicherlich auch ein Vorteil der Schweiz, dass man hier einen pragmatischen, wohlwollenden Ansatz der Behörden oder Regulatoren hat. Der Regulator ist nicht der Polizist, sondern eher der Business Partner. In anderen Ländern gibt es einfach eine Comply-Philosophie, wenn man sich nicht nach den Regeln verhält, dann kriegt man eine gelbe Karte. Das ist zum Beispiel Amerika, das ist dann schon wieder ein Vorteil. Das Halten vom Aktienkapital nur in Schweizer Franken möglich, reporting-technisch können Sie ja schon eine andere Währung haben, zum Beispiel UBS hat ja umgestellt auf Dollar, die Pharmakonzerne sind in Dollar, die ABB ist in Dollar. Habe ich jetzt noch nie gehört, dass dies ein negativer Punkt in der Schweiz ist. Ich denke, es sind eher noch Soft Factors, die man bei den Nachteilen vermerken könnte. Zum Beispiel die Equity/Risk Culture, der Risikoappetit, das sieht man auch im Start-up- oder Entrepreneurial-Bereich. Die Risikofähigkeit ist schon da, aber der Risikoappetit ist weniger hoch ausgestattet, bei den Unternehmern und Investoren als in anderen Ländern. Das kann nachteilig sein. Was ich oft finde: Uns geht es prinzipiell zu gut, es geht allen sehr gut, dementsprechend ist der Druck etwas zu ändern, nicht so hoch wie in anderen Ländern.

37 I: Herr Gerber, noch Inputs dazu?

38 D: Die Investor Protection, die ganzen Entwicklungen in Verbindung mit FIDLEG. Die es kleineren Unternehmen, die nicht einen Track Record haben wie grössere Unternehmen, welche bekannt sind, dann dort auf eine breitere Investorenbasis/Investorennachfrage zurückgreifen können. Das hat dann auch mit der Risikoaversion zu tun und eine kleinere Risikotoleranz der Investoren gegenüber anderen Ländern, wie dies zum Beispiel auch in den USA der Fall ist. Wo es Life Sciences-Unternehmen einfacher haben, Kapital aufzunehmen, weil dort diese Risikoaversion weniger ausgeprägt ist als in der Schweiz.

39 C: Ein Nachteil, der mir jetzt noch einfällt und der kommt immer wieder, sind die Kosten. Die Schweiz ist einfach ein Hochkostenland. Für kleinere Unternehmen, ist das wirklich ein Thema und wenn sie einen Anwalt brauchen und der verrechnet 600 Franken die Stunde und der Investment Banker ist auch nicht günstig und der Steuerberater, alles was sie machen müssen und regulatorisch erfüllen müssen, das kostet sehr schnell, sehr viel Geld. Das geht einfach in die Bottom Line von kleineren Unternehmen. Ihr Arbeitgeber bei UBS, da spielt es dann weniger eine Rolle, wenn sie 50'000 Franken ausgeben für ein Assessment. Für eine kleinere Firma ist das sehr viel Geld. Stellen sie sich jetzt einfach vor im Moment Ad-hoc-Publicity im Zusammenhang mit Corona. Das ist nicht ganz so einfach, eigentlich müssten fast alle Unternehmen ein Ad-hoc-Release machen und wahrscheinlich eine Gewinnwarnung rauslassen. Um das Ganze einzuschätzen/abzugrenzen, da muss ich wieder Anwälte und andere Spezialisten haben, die das einschätzen und das kostet alles sehr schnell, sehr viel Geld. Wenn man nach Osteuropa schaut, da operiert man auf ganz anderen Stundensätzen und das ist schon ein Nachteil in der Schweiz für kleinere Firmen.

40 I: Bezüglich Schweden, da habe ich die gleichen Fragen. Da müssen Sie mir sagen, ob Sie überhaupt ein Assessment abgeben können/wollen, das überlasse ich Ihnen. Was sind die Vor- und Nachteile von Schweden für IPOs von kleineren Unternehmen?

41 D: Wir schauen oft nach Schweden. Wieso machen wir das? Schweden ist ein guter Proxy für die Schweiz und zwar für verschiedene Punkte. Die Population von Schweden ist in etwa gleich gross wie die Schweizer Population, etwa 10 Millionen zu 8.5 Millionen. In Schweden haben wir eine ähnliche Firmenstruktur, KMU-Struktur. Sie haben eine ähnliche Equity Culture. Sie haben, wenn man Venture Capital anschaut, etwa gleich viel Geld in Venture Capital/Risikokapitalgeber investiert. Sehr viele Punkte, wo die Schweiz und Schweden sehr identisch oder ähnlich sind, deshalb schauen wir oft nach Schweden. Im Bereich von Handelsplätzen, also Börsenplätzen, hat sich Schweden aber anders entwickelt. Sie haben eben so ein SME Growth Market Offering, mit First North für schnell wachsende Firmen, ein spezielles Offering und darum herum hat sich in den letzten 10, 15, 20 Jahren ein Ökosystem gebildet, von Anbietern, die sich auf kleinere oder schnell wachsende Firmen spezialisiert haben. Das heisst kleinere Nischenanbieter, Banken,

Broker, Research-Anbieter, Anwälte, Journalisten etc. Es hat sich wirklich etwas gebildet und das hat sich in der Schweiz so strukturell nicht gebildet. Das ist sicherlich ein Unterschied. In Schweden hat es auch andere Marktplätze, nicht nur die First North, es gibt auch noch Spotlight (MTF) oder alternative Marktplätze. Es gibt wirklich so Nischenanbieter, die Handelsplätze für Aktien anbieten und es gibt auch spezielle Angebote. Das ist noch ganz spannend, die über die reine Rendite/Performance hinweg gehen. Das geht schon fast ein bisschen ins Crowd Investing/Funding hinein. Zum Beispiel Schwedische Hockeyclubs, diese Aktien sind zum Teil kotiert, die machen Kapitalerhöhungen. Wenn ein Fan Aktien seines Hockeyclubs kauft, ist nicht primär an der Performance interessiert, sondern seinen Club zu unterstützen. Oder Openairs werden so finanziert. Sie sind schon ein Schritt weiter als wir in der Schweiz. Der Eigentümer der Nordic Growth ist Nasdaq (ohne Oslo), Oslo gehört zu Euronext und mit Nasdaq hat sie natürlich ein nordamerikanisches Powerhouse und auch die ganze Technologie, die ganze Methodology, diese kann Nasdaq natürlich auch in Skandinavien einsetzen, das ist natürlich eine Synergie, ein Benefit. Wo sehe ich Nachteile in Schweden? Da kann ich nur sagen, was ich höre oder was wir hören, also für Skandinavien und nicht nur Schweden, sie sind in ihrer Komfortzone gefangen. Das heisst es ist relativ einfach sich zu kotieren an einem Marktplatz in Schweden, man findet Investoren, man findet Risikokapital. Aber wenn man ein bisschen grösser denkt und mehr Ambitionen hat, muss man aus Skandinavien raus, weil dort das Umfeld zu klein ist und man muss sich wirklich aktiv rauspushen, nach Nordamerika oder Europa, wenn man mehr Ambitionen hat als Firma oder Unternehmer. Der Druck ist wenig gross, denn man hat ja einen guten Lebensstil und dementsprechend wird nicht das volle Potenzial wahrgenommen, dass sie vielleicht könnten. Das sind alles nur Sachen die wir hören, also ich kann das nicht abschliessend beurteilen.

42 I: Herr Gerber, von Ihrer Seite?

43 D: Speziell Schweden, die haben es wirklich geschafft einen attraktiven Sekundärhandel für kleinere Unternehmen hinzubekommen. In der Schweiz bleiben diese Unternehmen länger privat gehalten, man findet locker Kapital und es gibt wenig Anreize für Unternehmen sich schon in frühen Stadien ihrer Entwicklung zu kotieren/publik zu gehen. Weil halt da eben auch die Kosten eine grosse Rolle spielen. Weil wir in der Schweiz mit unserem oligopolistischen Markt, mit diesen drei Anbietern, eine spezielle Situation haben. Es lohnt sich einfach nicht, kleinere Transaktionen zu begleiten. Da fehlen eben diese Nischenanbieter und das hat Schweden sehr gut hinbekommen und hat dort einen Vibrant Secondary Market, für junge, schnell wachsende Unternehmen aufgestellt. Was bei uns in der Schweiz, aufgrund unserer Strukturen, so nicht möglich war bis jetzt. Da schauen wir immer wieder gerne hin.

44 I: Das bringt uns bereits in die dritte Frage rein, was kann die Schweiz machen um Erfolgsfaktoren von Schweden zu replizieren. Welche Massnahmen können getroffen werden, um den Handelsplatz zu stärken? Wenn jetzt die Schweiz so ein SME Growth Market etablieren würde, da habe ich jetzt oft gehört das ein Hauptproblem die Investorennachfrage wäre, wie ist Ihr Assessment diesbezüglich?

45 C: Wir schauen es im Moment an, das ist eine konkrete Initiative und wir sprechen mit diversen Marktteilnehmern, auch mit ihren Kollegen von den UBS hatten wir schon Kontakt. Ja die Antwort ist ganz klar ja. Es gibt zwei Herausforderungen, zwei Marktteilnehmergruppen, bei denen ein grosses Fragezeichen besteht ob sie mitmachen und das unterstützen würden. Das sind die Investoren, hier sprechen wir insbesondere von den institutionellen Investoren. Da gibt es Herausforderungen zu lösen, die Handelsliquidität ist eine davon. Research ist ein Problem, also Informationen etc., dass ist sicherlich die Herausforderung, dass man institutionelle Investoren gewinnen kann. Die Banken in der Schweiz, das ist eine weitere Herausforderung. Wie gesagt, wir haben nur drei Banken. Alle konzentrieren sich auf die grossen und mittleren Börsengänge, die Musik bei den Banken im Bereich von IPOs fängt zu spielen an etwa ab 100 Millionen. Kleine IPOs, wie gesagt der Prozess, die Anforderungen, die Arbeit sind ähnlich wie für einen grossen IPO und wenn dann die Transaktionssumme kleiner wird, dann ist es für die Bank nicht mehr attraktiv genug oder ihre Kosten werden nicht gedeckt sein mit diesem Betrag. Sie müssten eigentlich den Prozentsatz ihrer Fee erhöhen, um für die kleine Summe zu kompensieren und dann ist es wieder für die Eigentümer nicht mehr interessant. Die Hauptproblematik bei den Banken ist einerseits der Business Case, also sie verdienen zu wenig, also die Economics Complaint und der zweite ist der Recurring Deal Flow. Wir

haben zu wenige Flows in der Schweiz, die auch dazu führen würden, dass die Banken genügend Personal und Ressourcen aufbauen können, um dieses Geschäftsfeld aktiv zu beackern. Wenn wir fünf Transaktionen im Durchschnitt haben im Main Market und eine Bank ist vielleicht auf einer oder zwei Transaktionen drauf, mit dieser einer oder den zwei Transaktionen müssen sie ein Team von Spezialisten, das sind entsprechend teure Leute, durchfinanzieren können auch in schwierigen Marktzeiten wie jetzt. Das rechnet sich dann einfach nicht. Es wäre möglich und in Schweden sehen wir das, dass es Nischenanbieter gibt, kleine Banken und Broker, die mit anderen Kostenstrukturen, mit anderen Organisationen und auch mit anderen Löhnen arbeiten als die grösseren Banken und dementsprechend Dienstleistungen für Small Caps anbieten können. Es ist eine schwierige Frage, die Investoren und Banken sind die zwei Hauptherausforderungen, die wir sehen in diesem Bereich.

46 I: Was sehen Sie sonst noch als Faktoren, die die Schweiz generell verbessern sollte? Abgesehen von diesem Punkt?

47 C: Es ist die Frage ob dieser Punkt verbessert werden muss oder nicht. Ob da auch ein Bedarf da ist und das klären wir jetzt ab. Die steuerliche Thematik muss gelöst werden. Die Verrechnungssteuerreform haben wir jetzt im dritten Anlauf in zehn Jahren. Die Abschaffung von Emissionsabgabe, ich finde das ein Irrsinn, wenn man als Start-up Kapital aufnimmt und dann 1 Prozent abliefern muss, wenn man mehr als eine Million aufnimmt. Die Verrechnungssteuer ist auch sehr nachteilig für den Fremdkapitalmarkt. Sicherlich auf der steuerlichen Seite muss die Schweiz das ganze Umfeld attraktiver gestalten für Unternehmer, für den Finanzplatz, für den Börsenplatz, das wäre sicherlich erwünscht. Dann ist eben die Frage, braucht es in der Schweiz einen Marktplatz für kleinere und schnell wachsende? Haben wir genügend Firmen, die Interesse haben für ein solches Offering? Fünf Firmen machen noch kein Segment aus, also wir brauchen auch die kritische Grösse. Es ist dann immer ein Thema in der Schweiz, ob wir eine kritische Grösse für gewisse Bestrebungen haben?

48 D: Bei den Investoren. Da ist die Schwierigkeit, wie kriegen wir es hin, dass die institutionellen Investoren in diese Aktien investieren? Wenn wir bei Pensionskassen schauen, diese BVV2-Richtlinien, die stellen die Anforderungen an die Unternehmung, dass diese kotiert sein müssen an einem regulierten Markt. Damit sie in diese Unternehmen investieren können und diese unter der Aktienquote führen können. Wir sind der Meinung, damit wir diese Unternehmen an die Börse bringen und kotieren, hierfür müssen wir die Anforderungen senken. Man muss es attraktiv machen für die Unternehmung, weil sonst gibt es kaum Anreize für sie sich an einer Börse kotieren lassen, weil sie grundsätzlich privat das Kapital, welches sie benötigen, heutzutage gut bekommen. Warum sollten sie all diese Aufwände und Kosten auf sich nehmen, sich kotieren zu lassen. Wie können wir die Anforderungen senken, dass gleichzeitig die Investor Protection gesichert ist und eben dann dadurch auch die grossen institutionellen Investoren sich beteiligen an diesen Unternehmen? Weil was sie schlussendlich brauchen sind Ankerinvestoren in diesem Segment, was dann Vertrauen schafft und wo dann eben auch die breitere Masse nachkommt und dieses Segment dann auch belebt. Da schauen wir jetzt wieder nach Schweden, dass ist dort sehr gut gelungen. Die waren bereit die Anforderungen zu senken an die Unternehmen bezüglich Listing Requirements.

49 C: Das ist gerade etwas die Krux. Anforderungen senken, ja aber auf der anderen Seite wollen wir alle Qualität verkaufen. Stellen Sie sich vor, die UBS bringt eine Firma an die Börse mit tiefen Anforderungen und die nicht die Qualitätsanforderungen erfüllt aber die UBS verkauft trotzdem die Aktien dieser Firma. Dann haben wir schnell einen Gerichtsfall und das ist nicht gut für die Reputation der UBS. Das heisst, keiner hat Interesse daran, schlechte Qualität zu verkaufen. Wir müssen irgendwo die richtige Balance finden zwischen einem Offering, dass die Bedürfnisse der kleineren/schnell wachsenden Firmen aufnimmt auf der einen Seite. Auf der anderen Seite, die Bedürfnisse der Investoren adressiert und auch aller anderen Marktteilnehmer wie Banken, FINMA, Schweizer Börse. Dass es da eine Balance gibt, die für alle gut und adäquat ist. Es ist nicht ganz einfach diese Balance zu finden, welche alle Aspekte gut abdeckt.

50 I: Das sind jetzt auch Punkte, die ich mit den Schwedischen Spezialisten anschauen werde. Die vor ein paar Jahren vor ähnlichen Herausforderungen standen und wie sie die gelöst haben.

51 C: Wir haben es auch angeschaut, sicherlich zwei Punkte, die wir verstanden haben waren essenziell: Steuerliche Incentivierung in Schweden für Investitionen in Start-ups oder schnell wachsende Firmen, das ist ein Punkt der treibt. Der treibt auch in anderen Ländern wie in UK. Das auf der Geldgeberseite. Im Swedish Pension Fund System kann jeder Versicherte für eine Quote des Pensionsguthabens die Anlagestrategie frei wählen, ich glaube etwa 10 oder 15 Prozent des Pensionskassenvermögens kann jeder selbstständig entscheiden, wie das investiert wird. Da kann man entscheiden, ich möchte in Fast Growing IPT oder weiss ich was Companies investieren. Dahinter gibt es dann Anlagelösungen, durch die wurde Kapital in diesen Bereich geführt und investiert. Wir sehen in der Schweiz, dass solche Lösungen nur sehr bedingt und für gewisse Leute verfügbar sind. Da gab es ganz klar auch regulatorische und steuerliche Treiber, die gesetzt wurden, damit institutionelle aber auch private Investoren, überhaupt Geld in diesen Sektor investieren konnten. Das ist bei uns in der Schweiz nur sehr bedingt möglich im Moment. Man muss die Kapitalströme eine Art steuern und das erfolgt in der Schweiz nur sehr limitiert. Dann hat es natürlich die Nachfrage gegeben durch die Investoren, die konnten investieren durch Retail- und ETF-Anbieter, wenn die Nachfrage der Investoren kommt, dann kommen auch die Anbieter. Dann haben diese Nischenanbieter ein entsprechendes Angebot aufgebaut, dies hat sich so über die Jahre etabliert. Wir sind dort wo Schweden vor 15 Jahren war. Schweden hat es geschafft, durch das Lenken der Kapitalströme, durch Incentivierung etc ein Ökosystem herbeizuführen.

52 I: Von meiner Seite her waren das die vorbereiteten Fragen. Gibt es von Ihrer Seite her noch Anfügungen oder Punkte, die sie vermerken möchten?

53 C: Auch etwas was sich in Schweden gebildet hat, was wir in der Schweiz nicht so ausgeprägt haben ist das Pre-IPO-Financing als Thema, vielleicht möchten Sie das auch noch anschauen. Oft braucht es ja vor einem IPO noch eine Finanzierung, eine Wachstumsfinanzierung. Zum Beispiel Ihr Arbeitgeber UBS hat auch eine Abteilung, die nennen sich glaube ich Private Placements, die sitzen in Altstetten, glaube ich zwei, drei Leute. Wir haben das schon auch in der Schweiz, aber nicht so institutionalisiert, läuft alles ein bisschen unter dem Radar in den UHNW/Family Office-Bereich rein. Dort hat sich auch etwas in Schweden entwickelt, was wir in der Schweiz nicht so institutionalisiert haben und nicht viel Anbieter haben. Pre-IPO-Financing als Vorstufe zum Börsengang.

C. Experteninterview 4

Datum:	9. April 2020
Zeit:	11.30 bis 12.30 Uhr
Form:	Telefonisch
Sprache:	Englisch
Vertraulichkeit:	Keine Anonymisierung
Teilnehmer:	Herr Carsten Stäcker (nachfolgend E) Partner Equity Advisory PwC Herr Christophe Bourgoïn (nachfolgend F) Partner Partner, Capital Markets & Accounting Advisory Services (CMAAS) PwC Christoph Vontobel (nachfolgend I)

- 1 I: Prior to this interview, I have sent you the three main research questions of my thesis. I think the interview will take approximately between 45 and 60 minutes, the structure is orientated along these three questions. In case you are not able or willing to answer a particular question, just let me know, and we will then skip to the next one. Overall the thesis is focusing on smaller enterprises and as per my own definition, this is for companies that achieve a market capitalization after IPO below 2bn Swiss francs. That obviously covers Micro, Small and Mid Caps. I will usually declare in the question whether it's a question of general nature or focusing specifically on these smaller companies.

Before we go into the main research questions. I would like to understand a little bit better your background. Since when and in which roles were you accompanying companies on their way to an IPO?

- 2 E: I joined PwC in 2017, and before that, I worked for 23 years in Investment Banking on the ECM side. I actually wrote my master thesis on IPO strategies for medium-sized companies, I did what you do before, but this was probably 28 years ago or so. I spent the first 13 to 14 years with Deutsche Bank in the ECM department, and then I joined or built-up a boutique called MainFirst, which is also present in Switzerland in that space. After 11 years of that, I joined PwC, where I'm in the Equity Advisory Division, which is helping companies to prepare and execute IPOs.

- 3 F: To distinguish, Carsten is a bit more on the strategic level of the IPO, while I'm a bit more on the execution level of the IPO. I've been leading the capital market and accounting advisory team in Switzerland, it's about 45 dedicated accounting professionals. When we approach, it is usually at the stage of readiness, so we make sure the company is ready not just to go public but also to be public. We typically deal more with the financial part of the prospectus and investor presentation and those types of things. A bit more on the ground, let's say once the process has really started, so we kind of complement what Carsten is doing.

- 4 I: To add on this, could you provide me with a big picture or rough numbers, how many IPOs you've actively accompanied and in which capitalization classes they were?

- 5 E: I've probably done 50 IPOs as a banker and advisor over the years and in ranges between 80m and 2.5bn, across mainly German markets and also other European exchanges such as the ones in Benelux. I was involved in a couple of Swiss IPOs, mainly in the German market.

- 6 F: For me, over the past 12 years, probably 25+ IPOs, I would say. The size, not the market cap, but the size of the offering probably 15m to I guess the largest IPO was Alcon, where we were involved in. I don't have the numbers in mind, but that would have been one of the largest recently.
-

- 7 I: Have you also been involved in IPOs of companies that were listed in a country other than where they have their headquarters, and what were the factors for their listing abroad-decision?
-
- 8 E: For the German companies, yes, there have been listings on Euronext, Nasdaq, and the NYSE. This was mainly driven by the sector background of these companies; we're talking basically about two sectors which is certain parts of technology and biotech of course.
-
- 9 F: The same here, Nasdaq, New York Stock Exchange, Euronext. I think I had one medtech company at the Brussels stock exchange, we had one in Sweden, probably a company in Germany where Carsten was involved. The same thing typically medtech, biotech, for the major part.
-
- 10 I: Another question on the introduction part. Where would you say are the main differences in the IPO process between the smaller companies and the large caps?
-
- 11 E: That depends on the market segment. First of all, a question is whether you're listing in the unregulated or in the regulated environment? In a regulated environment, it doesn't make too much of a difference. In an unregulated market, it's pretty a question of what sort of market platform and market access environment and procedures have been implemented or installed in certain regions. I think we come to that when we talk about Sweden compared to others. The smaller the IPO, the more individual are the procedures in the local exchanges. When we talk about bigger IPOs in a regulated market it doesn't really make much of a difference in the procedural aspects.
-
- 12 F: The level of readiness is not the same as you embark on another process, but ultimately, it's the same.
-
- 13 I: That pretty much confirms what I've heard from other interview partners. That brings us to the first research question, there I have classified the criteria that are relevant for a decision whether you go to exchange A or exchange B into three different classes. One class is the qualifying factors, so factors that need to be met by the exchange, so that it even comes into consideration. The second class is the order-winning factors, which is really making a difference and influences the decision heavily for marketplace A or B. The third class is less relevant factors, that are actually more or less negligible when it comes to the listing place decision. We start with these qualifying factors, so what is really a precondition that a market place is considered by smaller companies. What would you say are there the main criterion?
-
- 14 E: When we talk about smaller companies, there are a couple of points. One which you would always describe as investor access. So, the question do I have in that market environment, do I have investors in that local region or around that exchange that are looking at that size and at that sector. That also ties into the question of what's the peer group availability. We mentioned Nasdaq, for example, for biotech. Why do people go to Nasdaq? Because they find other peers, and they find a certain sophistication level among investors. Particularly if we talk about small- or micro-cap-companies, you're looking at young companies in most cases, you're looking at high-growth sectors you're looking at technology, at biotech at medtech. This requires a certain level of sophistication in that investor base, so if you have a lot of peers around that exchange and you have certain in-depth knowledge in that sector that also spills-over to brokers around that exchange. Do you have sophisticated analysts who have in-depth knowledge in that sector? Then that goes on if you have certain peer group availability or a certain branding for a sector in an exchange or in a group of exchanges in a certain region. I would look at the Nordic exchanges as one group, basically Nasdaq OMX. Euronext is another, Nasdaq US is the third and then European markets, London, Frankfurt, Switzerland. Those will probably be the exchanges you would look at for comparison. If you have a certain clustering there, that goes along with trading liquidity, which is important. Maybe where I'm coming up to mixing a bit of order-winning and qualifying. The trading liquidity will be important. It always starts with the question, what's the natural home of the company? If you do a cross-border listing, the first question is, what are the reasons for a cross-border listing? One of the main reasons is, or the first question is, do I have a functioning and well-working exchange infrastructure at home. Cross-border listings we see a lot coming out of emerging markets going to more sophisticated stock exchange environments or regions like the US or Europe. If you break this down to the European region, the question of if a European company from
-

one region thinks about a listing in another, the first question is: What's the natural home? Where do I sell my products? Where are my headquarters, my business, where is management sitting, etc.? So that also plays a role. I think the disclosure level, the regulatory, the corporate governance environment is really a market structure question. If you look at where do we see a lot of cross-border listings, it's Euronext, it's AIM, it's also the Nasdaq Nordic. Why? Because they have a staggered structure of different market segments and different access levels, which is then also a bit intuitive in levels of disclosure and regulatory requirements. Lastly, on the cost side, my experience is that cost, I wouldn't say they are irrelevant, but they are the least relevant factor. The smaller you get with a company, the higher the relevance obviously. The direct cost of an exchange for maintaining the listing is probably neglectable. If you think about what sort of investment do I have to make to maintain my listing and my access to investors and the cost of investor relations, maintaining my listing as productive and helpful access to further capital raisings. These young companies go to the market to come back and raise more capital. That requires that I maintain a constant interaction with the exchange, and, in particular, with investors, with brokers and with other stakeholders around that. The last one is probably independent of the question, where you list. So, I would say overall costs are not really a decisive factor.

15 F: I wouldn't add much. I know on your document you had this point with the tax environment, I've not really seen this. Of course, in Switzerland, we have it, but I haven't seen it as being such a factor. Unless you think about tax implications for the shareholders.

16 I: What would you say with regards to the brand recognition potential and the marketing effect that comes with an IPO in connection with a market place, how important is that?

17 E: There is a positive branding effect from the overall reputation of an exchange, yes, I think that plays a role. For those exchanges that we're talking about, if we talk about, even including AIM, Euronext, Deutsche Börse, SIX, or Nasdaq Nordic. They are all extremely well-established exchanges, that doesn't really play a big role. If you think about emerging market exchanges that might make a difference. The exchanges we're talking about here, I wouldn't see much of a positive effect in isolation to the question.

18 F: I would echo that, I mean, of course, some theme at least that's what the exchange would tell you that they are positioned in a certain industry. The SIX would always put forward pharma/biotech, there are also some pharma/biotech somewhere else. A little bit by industry, not such a differentiating effect.

19 I: Any other factors that you would say are of high relevance when it comes to the listing place decision, that we have so far not covered?

20 E: I think it's overall, especially for the smaller companies, the question of the engagement of the exchange as an organization. So, what does SIX, what does Deutsche Börse, what does Nasdaq Nordic, what do they actually do to attract smaller companies? Maintaining a listing for a small company, which by nature has limited resources and limited headcount etc. It's cumbersome, it's tedious, it needs some work. For example, what kind of analysts, events would an exchange organize? How active are they in linking their listed companies and the prospectively listed companies with the community, with the investor base and with the analyst base? For smaller companies, it's all about having coverage and having active brokers who understand the story, who look after the story, and who take the story forward to their investing clients.

21 F: Of course, then you have the companies which are not on the typical path. Sometimes depending on the financial situation and the LEs might also favor an exchange where the process is quicker, so the access to the market is quicker. That might not be typical, but that might happen. I mention this because I had a case last year, the listing place was chosen because that's where the owner lived and that's where he wanted to get the listing. That was an emotional decision, everyone was a little bit scratching their head why that location, but that's what he decided to choose.

22 E: It's also a question, with respect to liquidity, what kind of market maker structure do you have. If you look at First North for example, or also in Deutsche Börse, I'm not so sure, but it probably exists at SIX as well, it does for Euronext, where you have a certain type of advisors or market makers or sponsors, who ensure that the company complies with

requirements and rules. So, helping the companies taking some external responsibility for that but also market-making in terms of offering bid and ask prices. It's basically all about liquidity if you're invested in a very small company. From an investor perspective I need to make sure that I have reasonable turnaround cost in terms of spread, the spread actually in bid and ask prices when trading a company is much much higher and has a much higher influence on the overall cost than for example trading costs or anything like that. The smaller the spreads, the more attractive, which is, of course, a function of liquidity. How many shares can I trade in what time, and what costs? That is really what investors are looking at because they don't wanna get stuck in illiquid stocks.

23 I: Lastly, to which degree vary these decision criteria between large caps and smaller companies? With regards to importance, is there any big difference, or would you rather say this is driven by industry or internationality?

24 E: Larger companies usually have a different distribution of their shareholder base. To turn this around, if you have a small company, what's the infrastructure with small-cap brokers? Do you have a good infrastructure of small- and medium-size brokers, who are looking at these sizes, and is there a kind of competition in that market? The larger the company, the more irrelevant is that, because if you take the top 10 investment banks and I understand you're apparently working for UBS, so for UBS it doesn't make a difference whether a stock is traded in Hong Kong, in New York, in London or in Zurich. That doesn't really make a difference. On the research side, if you look at peer groups, how investors look at certain companies and their sectors. You would find peer group companies being included from any exchange. For small-cap companies, do they have the visibility, the coverage, the service that they need from a brokerage environment around that exchange?

25 F: The smaller you get, (...) companies look more towards the US let's say, they say investors understand our business better, they can actually see the value, because they are more sophisticated. You fast-forward over time; initially, it is true that sometimes they feel they get a higher valuation in the US than they might over here in Europe.

26 I: We would then move to the second research question. What would you say are the advantages and disadvantages of Switzerland for these smaller IPOs? When we start with the advantages, what would you say stands out for Switzerland?

27 F: SIX benefits from the image of Switzerland, being a highly competitive location. When it comes to the workforce, a stable political environment, very international, business-friendly, quite a good location - depends on your business and eventually where you end up selling. The good tax system, it's this overall image that's attached to Switzerland, where the SIX somehow benefits from. The Swiss stock exchange compared to the size of the Swiss economy is actually quite big, it's a multiple of the Swiss economy. I don't have the latest numbers, especially now as the markets are a bit different, but when I last looked in fall, the market cap of Switzerland was as big as Frankfurt. For a country that is significantly smaller and it was just lower than Paris, for example. All of this is somehow attractive, but I think the biggest one is probably the capital that's being managed in Switzerland. I think we're talking in Switzerland about 6.5tn of assets being managed, which is 2.5 to 3 times Singapore, behind London but not so far. It's overly represented from that standpoint, especially with Wealth Management. In addition, fairly flexible and easy listing requirements and quick access. You get a regulatory approval within a month; you can move really fast. I think the industry, the good image from the industry biotech/medtech/pharma is good, specialized in industrial products as well. I think those would be the advantages.

28 I: What's your view on this Carsten?

29 E: I would subscribe to all of these points. When looking at Scandinavia, I would broaden it a bit about Sweden because we're effectively talking about the Nordic exchanges. If you look in the history of the Swedish market place, we're talking about OM, which started up as a derivative trading company, they then took over the Stockholm stock exchange and then they merged with Helsinki, they bought Copenhagen, they bought Iceland, they took a stake in Oslo. So, it's really a broader market. The question is, where do you have a shareholder gene anchored in the broader community, that is definitely both the case in Switzerland and also in Scandinavia. So, you do have broad retail participation, which is a huge difference to Germany, for example. Which we call the Aktienkultur, that is something which is a huge problem in Germany because shares in Germany are being seen as

something evil. There is a completely different mindset in both Switzerland and Scandinavia where you have retail participation in IPOs of something like 20 to 25 percent, in Germany we're talking about something between 2 and 5 percent, or sometimes 10 percent or so, but it's really rare. Which is a historical burden in Germany. Having said that, Christophe pointed out the huge accommodation of managed assets of wealth actually in Switzerland that goes out into the world. If you think about UBS Wealth Management, which is the largest wealth manager in the world, they do asset allocations across countries, across sectors, and across asset classes. When I look at it, and that's my experience from my time at MainFirst. Actually, MainFirst was a Swiss or is still a Swiss domiciled holding company and the Zurich office always played a very important role, it's a very active market for them. Our experience with smaller companies was that the Swiss market is a bit of a more local market in terms of if you look at what kind of companies are listing, there's a broad acceptance of small- and mid-cap companies, but most of them actually come out of Switzerland. Taking a company to the stock exchange, going for a listing is something which is probably broader attracted, and this is a more viable option for many companies than it is in Germany. But the investor base is very much local, it's a very sophisticated investor base, but I always see the Swiss market a bit like a closed market. So, good Swiss investors invest in good Swiss companies. That would be my comment to that, if you look at cross-border listings in Scandinavia (20m to 300m IPOs), if you look at that over the last few years, you see a lot more IPOs in Sweden on the various exchanges, and secondly, the list of foreign listings is a little bit longer. 8 out of 78, so like 10 percent cross-border listings. In Switzerland, I only saw one in that range over the last 5 years or so. Which underpins a bit my impression that it's probably a bit more of a local market, very active, very sophisticated, no doubt, but you don't see a lot of cross-border listings into Switzerland.

30 I: If we go to the disadvantages of Switzerland, what do you see as the main drawbacks of this market place and country?

31 E: I would say that it's a bit more of a local market. Do I need to list in Switzerland to have access to Swiss investor money? I do not believe so. That's maybe a bit the key question. From a market access perspective, if you look at it through the eyes of a corporate and say where is access easier, Christophe pointed out to the process, there isn't too much of a difference. Maybe the different levels of markets that I have, the Scandinavian markets have quite cleverly developed different levels of market access through the exchange platforms, you have First North, you have Nordic MTF you have Spotlight or OMX Stockholm. So, you have different market access levels, which is a bit similar to London with AIM and the main market, where you see a lot of companies being taken by small brokers to AIM and then developed into main market listings over time. That is something that you can also see in the Nordic markets or in Stockholm. Where companies accessing First North or Nordic MTF and then as they grow into the regulated market segment.

32 F: One of the disadvantages (...) and you were somehow referring to, is that only a few companies are listed and do report in foreign currency, be it US dollar or Euro. You talked about the VegüV or the Minder-legislation, I think that's correct, but I don't think it's so relevant for the small companies. That didn't make as much noise as what I've heard on larger companies, but it's still out there.

33 I: Maybe switching over to the Swedish/Nordic markets. One thing I already captured is with regards to the different marketplaces and levels that are available, what else would you see as an advantage?

34 E: In summary, it's the breadth of the market, covering a broader region. Probably technology-wise, OMX or Nasdaq Nordic has a good legacy or reputation that goes back to their roots of OM and OMX. Then I think I wouldn't say there's a huge difference because you find a lot of mid- and small-cap brokers also in Switzerland, You also have a breadth of good Nordic banks who work across these regions. A broad number of small-cap companies. Brokerage coverage on the stocks is fairly good. What else do you have? You probably have a certain focusing in terms of sectoral knowledge/coverage/understanding in the market, which concerns brokers and investors and alike in communication technology, which probably goes back to the heritage of the Nokia's and Ericsson's of this world. If you look at what kind of companies are listing in these markets, you see a lot of IT, computer, electronic sort of sectors going into that market and health care. These are

the two areas where by history/heritage that market is strong, which attracts obviously more companies.

35 I: Disadvantages of Sweden, any major point you would mention there?

36 E: I have to think about that pretty hard. I could come up with some ideas; the question is really how relevant is that. I think compared to Switzerland; how much local money is there overall? Christophe referred to that, the Swiss market has a huge local investor base and a lot of money to spend. Probably access to international investors, there are more international investors looking at the Swiss market to invest in Swiss companies than looking at the Nordic market to invest in Nordic companies. I don't have the hard dataset, that's my feeling.

37 F: I wouldn't have too much to add. When it comes to matching the business with the place of listing, it usually feels that there's a bit more business because of the central location in Switzerland, or at least you have some functions in Switzerland because you also want to take advantage of the tax opportunity. That tends to be a better match, I guess where your business is, and the Swiss angle and that could be potentially with the company and the Nordics. I know that the SIX likes to use, they always take the example of ABB. Here it becomes relevant because they are also listed in Sweden, they always say ABB is kind of a Swedish-Swiss-company, but the tradings are four times bigger on the SIX than they are on the Nasdaq OMX. That's probably because also there's a lot more business from ABB than there is in Sweden, but I couldn't factually support that.

38 I: Let's then go into the last question of this interview, the last one I prepared. How can Switzerland improve its position for these smaller IPOs? What would it need to change to become a more attractive market place for these smaller companies?

39 F: (...) There are two things. They would need to find a way to get more international on non-Swiss Companies, especially smaller ones. How to do that? I don't know. I could see also maybe a bit of a cross-perception that if it is in Switzerland, it's a bit expensive. How much of that is weight in? And maybe the last bit on the regulation, yes one could argue should you not have something for smaller companies that is a bit easier? The SIX has been fairly reluctant with that because their view is it's already pretty pragmatic, to begin with. That's a bit of a reputational question. Beyond those three elements, I'm not so sure what else they could do.

40 E: Let's say, starting at the very top. In Europe, we're moving to an EU capital market union and which Switzerland by nature is not part of that. So, the question is, is there a natural disadvantage for Switzerland from that? Because we will be moving eventually to a handful of exchanges, I would say, most likely, it's Deutsche Börse, Euronext, Nasdaq Nordic, and then let's see how London and Italy will evolve with that link and what Spain is doing. That's pretty much converging to maybe a multiple market place structure that will have differences with respect to size and sectors. The question is, how does Switzerland position itself in that development? Also, my understanding and I'm not an expert on that, Switzerland has been moving further away from cross-border listings than actually into that direction. There was some kind of hiccup or problem between the EU and Switzerland with respect to access and market regulation etc. Switzerland needs to look into that question. Otherwise, they run the risk of remaining a very strong but a very local market. Then there's also the question, why should they actually care about this? That goes back to the question, what is the function of the market and is there a need to go to that direction, in particular for small-cap companies. Is there a lack of equity and capital financing? There is also the question of what role did we see in the pre-IPO-financing marketplace. From my experience, I would say that for most companies, it would never make sense, economically, to take a company public with less than 50 million deal size. I would argue this should only happen if it's really a growth story. Otherwise, if you take a small-cap company with limited growth prospects to the market, you would see most of these companies going back private over time. Taking a company public is a question of raising capital over time; this is what you see from, for example, for biotech companies at Nasdaq, where they do follow-up offerings one after the other. Christophe pointed out quite rightly, how big the Swiss market is, but if you look at what's the share of the top 10 companies in terms of overall market cap it's probably much much bigger than in Scandinavia, which is a bit of a broader market. If you wanna go into that direction, look at what Italy is doing, for example. It's also a question, what kind of corporate structure do I have in my economy? Italy has, by nature,

a lot of medium size, small-cap companies, and they are listed at the SME market of Borsa Italia. Borsa Italia was doing something like AIM or small-cap marketplace, which is quite attractive. I've heard numbers like 140 IPOs last year, which is huge. The question is again what I said earlier, is that something which is playing out to the benefit of the company or is it just they go public and then they are there and pay fees and have expenses for maintaining that listing and looking after their investors and brokers. Is it really paying off for them? I don't know. At least that's from the outside, that's pretty much of a success story, and the question is to whose benefit would that work out in the Swiss market? At the end of the day, there needs to be a benefit. If you go to that direction, probably make a more multi-layer approach, which I think is a good success model in Sweden, so starting up with very easy trading platforms and then moving up to unregulated and regulated market segments. If you look at the small-cap activity you look to Euronext, you look to London, you look to the Nordic region, where you see this kind of success factors. If you look in Germany, there's a huge disappointment. We started up, we had the Neuer Markt and everybody remembers, I think it was a huge success, but it was destroyed in the public eye. If you look at the last Nemax 50 companies, so the companies before the Neue Markt was closed, and you invested a thousand Euros into any of them or into all of them; basically, you would be a rich man now. Half of them disappeared, but the other half thrived. That was the whole idea behind it. Now a couple of years ago, you remember we came back and said we need Neue Markt 2.0, and then everybody cried up, and the result was that we have Scale. And Scale is a market segment that is a waste of time and money for everyone, nobody is looking at that. Because we tried to come up with regulations that make equity investments as safe as bond investments, and that is something which is against the nature of the asset class itself. You're either a lender or an owner. If you go into that direction, you need to be open; you need to be aware of the risk and return profile. But really the question is, how is that paying off is that something that caters to the needs of the structure of companies. Even if the Swiss exchange would say let's try to attract 25 growth companies from Israel, for example, how is that playing out economically compared to where is the exchange really making its money and it's making its money with the large caps. So, the other question is, what is the macro or societal benefit of giving this kind of companies access to equity financing, and that's the question of what the structure inside the country looks like, so is there a need from a Swiss perspective? That's more a very broad and general comment I have.

41 I: Any add-ons from your end Christophe?

42 F: No, I don't have any further points.

43 I: I think that actually pretty much goes into all the questions I have prepared. Do you have any questions from your side or additional comments? Any questions also to me?

44 F: Have you spoken to small-cap brokers in both regions?

45 I: So far, I have only covered the Swiss side. While the Swedish side is to follow the next week, there it's a bit more tricky to find the right contacts. If you have a contact, I'm happy to receive it. If there is a contact you'd recommend me to speak to, I'd be delighted to do so.

46 E: Yes, I can send you a contact, a former colleague at MainFirst. They are a small- and mid-cap broker, they know the local market very well. My final question is, did you hear anything that surprised you, anything where you said, that is completely opposite to other opinions I heard?

47 I: Completely surprised not really, one point that was mentioned, which is not a total surprise, something we know, but we don't really want to admit that in Switzerland you have a relatively high salary level and that ultimately plays into IPO costs. One point that came up, which came out of an informal interview with a friend working in ECM in London, he mentioned that Switzerland misses boutiques or niche-providers that can also do IPOs with low costs. Actually, in Sweden, you have more of these niche-players. In Switzerland, you have the big banks, and more and more competitors are going out of that business; for example, Vontobel announced last year that they go out of that business. In that respect, it was interesting to hear that Switzerland might miss these smaller providers that have a lower cost structure. That was one surprise, so to say. What also was quite interesting was the point that in Sweden, they found a way how institutional investors can also invest in

smaller companies. In Switzerland, you have with BVV2 quite some tough restrictions, that is hindering obviously also the IPOs of smaller companies.

- 48 E: You do have a very broad structure of independent asset managers, for example. At the end of the day, it's not really a bank's regulations aspect. It's the question of what is the pot size overall that you manage. If you're an equity specialist and you have 1bn under management and 200m in equities, by nature, you look at companies that are smaller. You become more of a stock picker probably, the question then is for those smaller institutions how far do they actually look beyond the home curve. I do understand the point. With respect to broker structure, that is indeed a very very important point. That is a MiFID II outcome that these guys are actually dying. Research cost is too high, and there is no compensation through trading. The separate billing has led to less demand and price pressure and as a consequence to less providers, that is a huge problem. I think it's a structural problem which needs to be solved from the political side, I think the small-cap equity market across Europe is absolutely overregulated. Broker access is a difficult point. I do understand that point, and I would agree that it's a bit more flexible, a bit more relaxed in Scandinavia. Simply because tying these countries together into one exchange region, going from Oslo, through Copenhagen, through Stockholm to Helsinki, is something that brings about a broader set of local small-cap brokers, which can actually focus on individual sectors. As a small-cap broker, you need to find your field of specialization in order to be relevant to investors.
-

D. Experteninterview 5

Datum:	27. April 2020
Zeit:	14.05 bis 14.40 Uhr
Form:	Telefonisch
Sprache:	Englisch
Vertraulichkeit:	Keine Anonymisierung
Teilnehmer:	Herr Carl Johan Högbom (nachfolgend G) Management, Quality & Control, Pepins Group AB Member Swedish Securities Council (Aktiemarknadsnämnden) Vice Chairmen Swedish Shareholder Association Member, Disciplinary Committee, Nasdaq Stockholm
	Christoph Vontobel (nachfolgend I)

- 1 I: When I look at the available regulated markets and the multilateral trading facilities in Sweden, there's quite a range of options available with Nasdaq, Nasdaq First North, NGM Equity, Nordic SME and also Spotlight. So, my question there would be based on which criteria do companies choose their listing place in Sweden? For what are these market places known, what are their value propositions, so to say?
-
- 2 G: Okay. I can just add that actually there is a fourth MTF coming up very soon, we have applied for being an MTF as well for our little small cap market that we run. So, hopefully there would be four MTFs in Sweden in about six months. Well, I mean to answer the questions, which list they choose, the short answer is quality and what kind of rumors that market has. So, in that respect, it's very important. But I think here we should back up a little bit, it's not only the issue of which list you should choose in the country. I think you also have to consider; you have to have some kind of equity history in the country. I mean we can make it very easy to compare Sweden against our neighbor Denmark and also our almost neighbor Germany. I mean Germany is a very big country compared to Sweden and Denmark is a small country compared to Sweden. But both of those countries have no long equity history. In Denmark for example, people have historically invested in mortgage bonds when they should build their home. In Sweden, you have bought shares, equity when you have the possibility. So, it's actually a long history and I think that you have that in Switzerland a little bit more like there, so there is a little bit more history available from the normal Swedish and perhaps also Swiss homes. We have a very traumatic history in that respect since more or less whole Sweden lost all their assets in the 1930s when a big investor in Sweden called Kreuger went broke and he was a very big investor and owned more or less the whole Swedish industry. He went broke and lost all his assets and took his own life in Paris in the 1930s. So, I mean the equity market had a real boom in the 20s, a big crash in the 30s and then came back not until the '80s. So, the history is there actually. That's very important I think when you talk about what kind of possibilities a country has to raise a rather booming, at least a booming long-term market. Having said that, I would say that when you have the possibility to choose the market place like your question is, I would say that there are of course small things like what kind of demands do that market have? What's the cost and so on? But also, I think more or less the most important is what other companies are listed in that market. You don't want to end up with the bad guys. You want to have a serious market, still, a market with not too heavy requirements and not too heavy costs for listing and so on. So, it's a rather difficult task to choose the right level of information requirements compared to costs and getting the right companies. It has been less possible for markets since last year to actually choose a level because of the new European Legislation here called MiFID and MiFID II, which I know that you follow also in Switzerland that has more or less streamlined the information requirements. And it's actually a huge problem for SME companies because it's more or less the same requirements on small cap as in big caps, which the politicians in the European Union really don't understand. That's a problem. That was a long answer for a short question.
-
- 3 I: That's perfectly fine. That actually goes well into the second research question. I'm obviously trying to compare Switzerland and Sweden with regards to advantages and disadvantages. And that is also somewhat covering a bit the third part which is about the most crucial elements of the ecosystem but maybe when we start simply with the
-

advantages and what's going well in your view in the Swedish IPO ecosystem and the equity capital market space, what would you say are the key elements?

4 G: Well, first of all, the investment in the SME markets needs more long-term investments. It's difficult to make really short-term quick trades like buying on Monday and selling on Tuesday. So, as an investor you need to have a more long-term view on these investments. We had a very, very, very good market in the 80s. The market started to establish and grow, because the government gave some kind of tax incentives for private individuals to invest in the equity market. You got some tax deductions, for example if you saved 100 euros per month you could deduct part of that on your tax. So, it was really at those days very intelligent by the, at that time actually the socialist government, to make that kind of tax incentives. So, that's one thing. And have acceptance from the politicians that you could actually make money on the equity market. Of course, that included also the tax regulation for making short and long-term profits how much you tax of the profit and things like that. So that's one important thing. Another historical thing that we have is this long history of SME markets. As you said, we have today one major exchange and three different MTF markets and that has been so for at least some years and when I started in the equity market in the 80s, there was one competitor even if they were not an exchange, a formal exchange, but that was an SME market and we had the exchange started also an SME market in the mid-80s which was very important I think. But to have a long-term view on the SME markets and by little luck for us, we had a booming 80s when the equity market grew both in the size, in turnover and also in increasing index. So that was a good start. If we should compare ourselves with Switzerland, we have a smaller market. In fact, and by that I mean that - for example, you have much more rich private investors and that's, I mean SME markets are more or less depending on private investors because the big institutional investors can't really invest into small companies because they can't get - perhaps they shouldn't have more than ten percent ownership of a company. And if the company's market cap is less than a couple of hundred thousand euros then your investment of ten percent in that company is too small for big pension funds and things like that. So, you need to have a private investor market to have a good SME market. And I think you have that possibility in Switzerland actually better than we have. The market size in Sweden and Switzerland, it's about the same but we have a very institution like market nowadays. The market cap owned by individuals in the official market is around 12-15 percent only. The rest is owned by institutions, Swedish and foreign institutions. So, the important thing also is that you have exchanges that are interested in the SME markets. And actually, I saw that you've spoken to Partrick Förg who I met and I know that they are interested in having a better working SME market as well in Switzerland.

5 I: Absolutely.

6 G: You know we made a very big change in Sweden already in the late 80s and beginning of 90s when we were completely electronic and closed the trading floor which is, of course the overall situation today. But for 30 years ago, that was really early and the exchange became a full profit to a company. So, even for 30 years ago. So that was a start that the market listened more to the customers and the customers are not only the companies but also the investors. So, I think that's also an important part of why the market could grow actually as much as it did.

7 I: So, coming back to who invests in these smaller IPOs, that are really targeting a market cap below 200 million. So, you say that they are mainly covered by private investors and that the institutional investors are not really taking part in that, in no way?

8 G: Well, if you had a market cap of 200m euros I think that would be - in that case, it's probably one or two. It's not big pension fund scene but it could be institutions like smaller investment companies, family offices and things like that. So, there are professional investors involved but not the biggest market actors like pension funds and big international funds. But I mean if you make a new issue at least in Sweden which is more than 20 or 30 million euros, then it's difficult to get it 100 percent covered by private individuals. At least when we do issues in our market, from our little company Pepins, we need more or less at least semi-professional investors when we raise more than 20 million euros. So, if you're an exchange your SME level is higher than it is for us, an exchange like SIX or Nasdaq Stockholm, they consider SMEs being companies more or less up to about 500 million

euros I think. And then you have professional investors also even if the assets are not the big ones.

9 I: But otherwise, there were no incentives or law changes that were also fostering investments by institutional investors in Sweden?

10 G: Well, I don't know if I understand your question but the things that we got from the politician was actually more positive tax incentives for private individuals. The professional investors haven't got anything and they more or less don't need it. And also, in that respect it's only on the tax side.

11 I: Okay. Because I read about the initiative that you mentioned in the 80s with the name Allemansfond.

12 G: Yeah, exactly. That's it, that's correct.

13 I: And the other one in I think in 2012 - and you correct me if I'm wrong, Investeringssparkonto.

14 G: Exactly.

15 I: Because I heard about these two things but I also recap from another conversation that in the Swedish pension fund system an individual can choose for a certain part of the wealth that it goes into certain let's say SME equity stories.

16 G: Yes. You can't actually for your pension, you can't choose individual companies but you could choose individual funds that invest in SMEs for example. So, all that you mention here is correct and they are, at least the two first ones are directly focusing on how much tax you pay when you make a profit in the stock markets. Regarding the pension funds, you could actually choose to put a part of your pension in for example SME equity funds so that's correct also. But all these things are focusing on how to give incentive to private individuals and I think that those have been important.

17 I: So, regarding the last one with the pensions, how relevant was that in the ecosystem and the development of it?

18 G: Not that much actually as I thought and as I think it should have been because it is important you know pensions are very far away for most of the populations. When you're 30 or 40 years old, you don't want to set aside so much time covering your pension because you think it's so far away. Suddenly, you're past 60 as I have done and then you realize that "Oh I should have thought about this earlier." I think this should be handled by schools and the information that needs to go into people around their, at the pre-university levels that you should be taught about that. I'm the Vice Chairman of the Swedish Shareholder Association and we put a lot of effort and money into helping schools and teachers to inform about how to make your savings, not only equities but mostly equities of course but to actually think in the level of how do you save money for your future life?

19 I: This is quite interesting because in Switzerland there is a bit of a different perception when it comes to that, more of a conservative approach with pension saving. But it's really interesting that you can choose part of your pension for that. We don't have this ability because whatever you pay into the pension fund in Switzerland is managed, at least the one from the company, by the company's pension fund. So, there is nothing you can do, you can't really intervene there, apart from the third pillar that is really a private based pillar. But also there the, influence is rather limited.

20 G: Yes. I mean it's more or less the same here because every Swedish Krona that is put into pension comes from every person who is employed, one's company is actually paying to the employee's pension. But a part of that, a little part of that you can actually choose where it should be put. And then of course you can have a private pension as well but the legal part of it, that's the big change since a couple of years ago that as you've mentioned also that you could actually choose also from your pension you'll get from your company.

21 I: And I think it's, you know in Switzerland, the third part that it's purely a private one is maybe a nice thing but when I think about young people, it takes some time until they realize how important that is. And when I think about the growing population and also the aging of this growing population then it becomes even more important going forward.

- 22 G: Yes. And you know they've tried to describe the Swedish pension system as a triangle where the base of the triangle, the biggest part of it comes from your employee pension, at the second level a bit tighter, is what we call the pension, the one that you mentioned earlier that came a couple of years ago. And the third, the top of the triangle is what you put in yourself, in your own private pension savings.
-
- 23 I: Very interesting to hear - probably coming back to the Investeringssparkonto, is there any kind of limitation what kind of instruments you can choose in there? Or can you say for instance I go with 100 percent into the stocks of I don't know Volvo for instance.
-
- 24 G: In that account, it's called ISK there you can put whatever you want. But you can only put officially listed shares. Shares listed on regulated markets or shares listed on MTFs (multilateral trading facilities). You cannot put private shares or unlisted shares in that account but you can have as much money as you want to, there. And this is actually not a pension system, the IFK, this is more or less a private savings account where you don't pay any tax if you sell the shares, you don't pay any tax if you sell them with a profit. If you sell them with a loss, you can't deduct on the other hand. But you pay every year a small part of the total value of the money or the assets you have on the account. And it's, as long as you think this amount is going up, you should have all your assets in an ISK account of course then you pay just the fraction in the yearly. It's a kind of wealth tax actually to be honest.
-
- 25 I: Kind of a flat tax rate?
-
- 26 G: Yes, it's right in that respect. And we know we had a rather high wealth tax on assets until about 15 years ago. And that was also taken away by the socialist government which is also very interesting.
-
- 27 I: Absolutely. Maybe moving to the next question I think it was included in the preparation package. How important or what's the role of the pre-IPO financing in Sweden in the overall development of IPOs? How would you describe that part of the ecosystem?
-
- 28 G: Well, I think it's a part of the whole system that you have this historical knowledge from the average Swede about the equity markets. And that it has been historically also at least from the start of the 80s. That participating in an IPO has been in most cases been a rather good investment. And of course, the whole system, the whole infrastructure concerning IPOs must also be interesting for the companies. It shouldn't be too expensive, it shouldn't be too complicated especially if it's SME companies that do these IPOs. So, it's a part of the overall equity system I would say. And in that respect, I don't know if Switzerland must learn so much from Sweden I think you have the ground for it. I know that you have not big SME markets and that's what has been interesting to speaking to people in Switzerland about this. We have some connection with Switzerland from people around us. So, in that respect, we have met some people including Patrick Förg in Switzerland. So, I think I'm not in any way an expert on the Swiss market but I've learned something and I think you have at least the possibility. You have a rather advanced exchange and the people around it are skilled and you have very big banks. The problem perhaps is that you have too big banks, they are too big. I mean for a big bank, an SME transaction is not that profitable. Even if it's profitable in percent or raised capital, in concrete money is not that big. So, you probably need advisors that are a bit smaller to be active on the SME markets.
-
- 29 I: That's actually one point that came up a bit during my research, the costs. And you mentioned that before that the different elements shouldn't be too expensive or too complicated. So, you have in Sweden certain providers that are specialized in the smaller IPOs as I understood, right?
-
- 30 G: Yes. And the reason for that is that the big Swedish banks who are actually smaller than your biggest banks, but in our point of view here are four big banks, they don't actually, in good times, they do not make an IPO of a value less than, let's say 30-40 million euros. So, the whole market below that, which is a fairly big market is open for other actors because the big banks have their machineries, too complicated and too big so they can't make an issue more or less below 100 million euros. But in bad times, they go below that and they need to keep their employees in work so that they perhaps do the smaller SMEs or smaller IPOs, or issues. But otherwise, they leave the markets open for smaller actors. And of course, that immediately fills by actors, smaller banks or brokerage firms, which we
-

have had for at least 30-40 years here in Sweden since the market developed during the '80s.

31 I: And then I assume they also operate on a different cost level or salary level with their employees compared to the bigger banks?

32 G: Yes, of course. If you should raise for example 10 million euros only, I think on average as the company you pay about five or six percent at most for that issue. So, in that respect, it's, the big bank may take two or three percent but that's for issues that are ten times bigger so in that respect they earn a lot of money anyhow and they can't take so low fees on small issues because then they don't cover their costs.

33 I: What would you say overall, apart from the points that we touched on, the most crucial elements in the ecosystem? Are there any other parts that are important for the overall development, of the successful development of the Swedish market?

34 G: Well, I am a fan of call options on the market, and that's a not a very familiar word actually because I think that the traditional stock exchange, they open up Monday morning at 9 o'clock, the market opens and there is continuous trading for nine hours or something like that. And that turns up tomorrow again and it's eight or nine hours per day 250 days per year. And that requires actually a rather good, big company to provide enough liquidity for the equity trading. And if you don't have enough liquidity you will have big bid and ask spreads and you have very volatile pricing. So, and that's of course necessary to have that kind of market for the big companies, big banks or in our market the Ericsson and the Volvo companies that are actually rather big and have hundreds of thousands of shareholders. But the SME markets that have companies perhaps with a thousand shareholders and the market cap of 10 to 50 million euros. It's rather obvious if you think that those companies cannot have the same exactly the same equity or trading structure as the biggest companies. So, what we are focusing on here which comes from me and my background is that small companies need a different trading system or views on how to trade. And for example, you cannot have trading eight to nine hours per day 250 days per year. Perhaps you should have only one day per week or one day per month even to focus and to get all the investors participating in the same time. And then you can get good liquidity and smaller spread that day, but if you should try to get the trading every day you have one buyer on Monday and perhaps one seller on Tuesday and another buyer on Wednesday then that of course means that this bid and ask spread is very high and then also the trading cost becomes very high. So that I think is an important part which we haven't actually succeeded with that in Sweden either but that's what we are trying to add to the market now from Pepins here, when we have a right MTF license. We're not going to be number four in the MTFs and be looking like the others. We should have a different market set up which we think is very much focusing on the needs from the SME companies.

35 I: With regards to the coverage of analysts or in general journalism, how important do you see that?

36 G: Well, that's very interesting that you raise that. That's a good question because it has changed dramatically over the last ten years I would say. Historically, the big banks, their analyst departments gave away the bid and ask analysis that they have done and instead the companies that actually got these recommendations paid for it by putting trades in that bank and paid a trading fee for that. Now, the new European Union legislation says that you cannot make a service and pay for that with another service. You have to pay for what you get. So, you can't give away bid or sell recommendations for free and then charge for some other things. So in that respect, it has been much more difficult to get coverage from the big banks in the SME markets. The alternative has been to let the companies pay for that themselves which is, I think, a poor thing because the companies who get a sell recommendation, they don't make that public. They only make public the buying recommendations. So, in that respect, for example, from our point of view, we look into that, actually we would pay for that service and we would look into that both buy and sell recommendations will be published. And instead we put that on the yearly fee for the companies because they should not own that recommendation because they will only publish them if they're positive.

37 I: Got you. I just thought because I heard the same in Switzerland with MiFIDII and the unbundling of the research.

38 G: Exactly.

39 I: I thought maybe you have found in the meantime a creative solution in Sweden?

40 G: Well, we try to, we must do something. Because as you've said, it's a problem for the SME companies because if you should have a broad private interest for a market, you must know what do the professional people think about this company and then there should be independent views. Not only views that have another purpose than to give you a good advice, not to own fees for it. In that respect, independent research, it's very, very interesting, and very important I would say.

41 I: Maybe just the last question, what would you say are the main advantages or let's say the main differences between an MTF and the regulated market for the small companies?

42 G: The short answer is too little difference because the Brussels people, the politicians that have decided upon these MTFs, which is a very good thought from the beginning. But when MiFID II came, the differences became too small. I would say for example this requirement of immediate information.

43 I: The ad-hoc publicity?

44 G: That is one big problem, especially if you as we think we shall not have trading every day because your companies are too small. If you have trading once a week or even once a month perhaps, why should you inform the markets immediately when something happens. That is a huge cost for small companies to have an organisation that can handle immediate information. So there they have made a big and I think could be rather an important error when they set up the regulation for the SME markets which I mean the MTF market was in the beginning meant for SMEs but now they have decided that they should have an MTF light which came last year with a little less regulation. But that difference was more or less nothing. I was really disappointed when I saw what they suggested for MTF for SME companies.

45 I: I was quite surprised when I compared the different frameworks between MTF, SME growth market and also the regulated market. I found only that apart from probably the entry barriers into a market, the listing requirements, when it comes to being public, there is not much of a difference.

46 G: Exactly. I mean one thing is how you enter the markets but also to stay on the market and inform from day-to-day about new things that happens. It's as you say very much alike for the big blue chips which is of course completely wrong.

47 I: Good. I think I have covered actually more or less all my questions. Let me just quickly go through my papers.

48 G: Well, if you turn up something you can always send me an email and I should try to answer.

E. Experteninterview 6

Datum:	4. Mai 2020
Zeit:	15.00 bis 15.30 Uhr
Form:	Telefonisch
Sprache:	Englisch
Vertraulichkeit:	Keine Anonymisierung
Teilnehmer:	Herr Viktor Waxin (nachfolgend H) Business Development Manager Spotlight Stock Market
	Christoph Vontobel (nachfolgend I)

- 1 I: Starting with the first question that I sent to you. Compared to the Swiss market you have a number of market places available. Based on which criteria does a company decide about which market place is the right one?
-
- 2 H: In Sweden we have five market places, two regulated market places for the bigger companies, they have segments with small cap, mid cap and large cap. Large cap is where the biggest companies are. And then we have three different MTF segments, we have Spotlight, we have First North and we have Nordic SME. We have around 900 listed companies in Sweden. For the MTFs, the regulations are more or less the same. However, the offering to the company varies a bit, depending on the market place. For example, at Spotlight we offer a large visibility package for the company and also a service, where almost everything is included in one price. Spotlight is like the one-stop-shop. Whereas competitors just offer the place to be traded.
-
- 3 I: One point is the offering as I took, with regards to sector expertise or investor base, do you think there is a huge difference?
-
- 4 H: In the MTF segment in general it's quite similar. First North has a few larger companies. First North is owned by Nasdaq, Nasdaq also runs the big regulated market in Sweden. A few companies go to First North before they go into the main market. It's not a demand at all, but a few companies do it. Therefore, First North has a bit larger companies than we have. At Spotlight we have in total 177 companies today. Market cap values range from 20-30m SEK to about 2.5bn SEK. It's quite a large span, but mostly smaller growth companies, so to speak. Regarding sectors, we have companies operating in most of the sectors. None of the market places is specific with regards to industries.
-
- 5 I: I looked into the listing requirements and rulebooks, as it looks to me, there are not too many differences when it comes to the overall requirements between MTFs and regulated markets. Apart from the entry barriers that are lower, but when it comes to the Market Abuse Regulations and the like, this is quite the same level?
-
- 6 H: Since the Market Abuse Regulations was implemented in 2016, if I remember correctly. Information disclosure requirements are the same basically for the main market as the MTF segments. There is a bit higher demand on accounting practice in the main market and also on the main market you have to follow the Swedish Corporate Governance Code. That's not a demand at MTFs.
-
- 7 I: Do you have any other corporate governance rules in place?
-
- 8 H: We have our rule book and then we have the market abuse regulations for information disclosure. In our rule book we have some requirements, basically the requirements to be listed. That's combining four different topics. Basically, the distribution of the shares, to make trading possible in the share you need at least 300 shareholders and a free float of 10%. For the financials you have to follow at least K3, which is a Swedish standard or IFRS. And you have to have an authorized accountant and a plan how to finance the company for the upcoming 12 months. And then you have some requirements for the management, basically the capacity of complying with the disclosure rules. Concerning corporate governance, the demands are mostly focused on the board members. The company needs to have at least four board members, the majority of the board members
-

-
- have to be independent of the company. That's basically the requirements in the light version. We don't have a corporate governance code, no.
-
- 9 I: Moving into the second research question. What would you generally see as the advantages of Sweden for smaller IPOs?
-
- 10 H: The biggest advantage is the high share of retail investors, it's probably one of the highest in the world. It's also how active these investors are. It's actually easier for smaller companies and growth companies to attract investors and the bottom-line capital. That's probably the biggest advantage.
-
- 11 I: I've learnt that you had a number of initiatives from the government to foster this equity culture with Allemansfond, Investeringssparkonto and Premiepension.
-
- 12 H: Both the state pension funds and the funds of the premium system are quite active in the equity markets. The funds that are controlled by the government generally invest in bigger companies, but in Sweden you can control a part of your pension and invest it into some instruments of your liking. The Investeringssparkonto, that's something that came in 2012, that has some tax advantages for smaller investors. Since the introduction of the investments savings account we have seen an increase in retail investors and a better opportunity for investors to follow initial investments in these growth companies.
-
- 13 I: That's quite interesting. With MiFID II there came some stricter rules concerning investment advisory. Did that somewhat negatively affect the interest from private investors or were they always self-driven and picking these smaller companies and IPOs on their own?
-
- 14 H: In Sweden I think it's not been a large impact. Retail and more wealthy investors are quite independent, the access to trading and access to information is quite easy. It's very common in Sweden to own and trade shares. Maybe it had some effect, but not a huge.
-
- 15 I: Do you have any indication how important this premium pension was? When I looked in the online tool you can choose from roughly 500 investments funds, some of them are focused on SMEs or fast-growing companies. Is there any knowledge how much is really going into the SME segment in Sweden?
-
- 16 H: I don't have any exact figures unfortunately. Generally, these funds invest into bigger companies. The definition of smaller companies varies on who you ask. I think they are not a huge player in the MTF segment. The MTF segment is mainly driven by retail investors. We also haven't a lot of institutional investors, that are investing in these companies and are involved in IPOs and such like. The market is driven by the retail investors I would say.
-
- 17 I: With regards to the ecosystem overall. How important do you deem the involvement of the banks and the brokers. I understood you have a special market place with Spotlight, where you can actually, almost similar to crowd funding, choose your investments directly from your website?
-
- 18 H: We have two players in Sweden that are quite large, the first one is called Avanza and the second is called Nordnet. Basically, you just have an online account and you can pick and trade every stock you want. It's quite easy. Also, the larger more traditional banks offer it. In Sweden it's not common to have a broker, but if you are a larger private investor you also have a broker contact, that you can use. For normal retail investors we trade by ourselves.
-
- 19 I: It's basically self-driven retail investors who back the market?
-
- 20 H: Yes.
-
- 21 I: That's quite astonishing, in Switzerland talking about smaller companies, it's only a ballpark estimate, but roughly 90% is backed by institutional investors and the remaining 10% coming from private investors. IPOs that would end up below a market capitalization of 100m, we don't see a lot. There isn't enough demand and hence no infrastructure available.
-

-
- 22 H: In Sweden it's almost exactly the other way around. With a large portion of retail investors and a smaller portion of institutional investors.
-
- 23 I: So, the institutional investors that are taking part in IPOs at Spotlight, are these investment funds or rather family offices or other investment companies?
-
- 24 H: It varies. Larger companies in the MTF segment they have investment funds, smaller companies as well as larger companies have family offices. It varies overall. I would say probably 15% is institutional investors in the MTF segment.
-
- 25 I: Coming to the disadvantages of Sweden, are there any improvements needed to strengthen the ecosystem?
-
- 26 H: Seen globally, I think that we are, to my knowledge, we are one of these countries where smaller IPOs and these growth market places actually work. That's because of the retail investors and their interest. I would say it would be better for everyone with easier market abuse regulations, it's quite difficult for smaller companies to be compliant, it takes a lot of energy. It would be easier for smaller companies with less tighter regulations.
-
- 27 I: Still since the introduction you had quite a good run in IPOs, it was obviously not killing the business?
-
- 28 H: No, absolutely not. We have quite a close relation to the companies listed and the extra requirements that were implemented with this market abuse regulation take a lot of time of the company. Some parts are really important, but some parts are not applicable on small companies, unfortunately. This makes it quite hard to follow every step, it takes a lot of energy from the companies. It means more cost for the companies to be listed.
-
- 29 I: You mentioned before the full package that you offer with Spotlight? What are the most important parts of this package for an issuer?
-
- 30 H: Basically, we are a one-stop-shop. We have other marketplaces that have the demand on companies to get a certified advisor or mentor, or as AIM in London calls it NOMAD. We at Spotlight we do not demand the companies to have it, we do it in house, we have a surveillance team, which is available for all the companies. For questions regarding the rule book, question regarding information disclosure and so forth. We also have a visibility package, where we combined a lot of different distribution services, partnerships with news agencies and analysts. We basically have combined a package for companies, where all this is included. Which makes the life of a listed company at Spotlight quite easy and affordable.
-
- 31 I: The certified advisor is only something which is required at the other two MTFs?
-
- 32 H: First North calls them Certified Advisors, Nordic MTF calls it Mentors, basically the same thing. It's a corporate finance firm that helps the company regarding the surveillance of the stock and in the information disclosure. It helps the company to follow the rules. We do it in-house instead.
-
- 33 I: The role of pre-IPO-financing in Sweden, how does that overall contribute to the development of IPOs in Sweden?
-
- 34 H: Are you wondering if the companies always do a pre-IPO?
-
- 35 I: I understand that the companies that you have at Spotlight probably don't go through a pre-IPO-financing?
-
- 36 H: It varies. A lot of companies raise capital in the IPO, sometimes companies can do pre-IPOs or do different financing like venture capital. The typical listing is that they raise capital in the IPO. What's quite unique with Sweden and the MTF segment as well is the interest from the retail investors. It makes the market place very functional when it comes to raising capital in a follow-up offering. We have quite a lot of secondary offerings, the companies are not forced to take up a very large sum of money in the IPO. Instead they can take in money every 2nd or 3rd year, depending on the strategy and the company.
-
- 37 I: How do costs overall play a factor in the IPOs? That's one big disadvantage in Switzerland, we have quite a high salary level in Switzerland. How do you cope with that?
-

38 H: Some financial advisors or investment banks, they work towards both the MTF and the regulated main market. Often, we have smaller players, investment banks and financial advisors, their business model is focused on smaller IPOs. They often have a different fee schedule. It always costs money to create money, but it's not as expensive as a main market listing.

39 I: Thank you, these were all questions from my side.
