

## «Offen für bedingungslose Gespräche»

Die Bergbahnen Wildhaus verlangen vor Fusionsgesprächen, dass die Toggenburg Bergbahnen ihr Übernahmeangebot zurückziehen.

Thomas Schwizer

Die Schlagzeilen um die beiden Bahnunternehmen im obersten Toggenburg reissen nicht ab. Die Verweigerung der St. Galler Regierung, den Bergbahnen Wildhaus NRP-Gelder (neue Regionalpolitik) für ihr Ausbauprojekt zu genehmigen und ein schon mehrfach verlängertes Aktienübernahmeangebot der TBB. Zuletzt das definitive Aus für das gemeinsame Winterticket der Toggenburg Bergbahnen AG (TBB) und der Bergbahnen Wildhaus AG (BBW) sowie der Entscheid der Wildhauser, ihr 11,6-Millionen-Projekt Wildhaus 2.0 im nächsten Jahr zu realisieren (das «Toggenburger Tagblatt» berichtete).

Jetzt zeigt sich die TBB plötzlich offen für bedingungslose Fusionsgespräche. Die BBW fordert aber zuerst den Rückzug des «feindlichen Übernahmeangebotes».

### Strategie der TBB für Wildhaus und Realisierung durch die BBW

Die TBB hat am 28. September in einem Inserat im «Toggenburger Tagblatt» die Verlängerung des Übernahmeangebotes an die BBW-Aktionäre bis Ende August 2020 veröffentlicht. Gleichzeitig gab sie erstmals Einblick in ihre Strategie nach der angestrebten Übernahme/Fusion für Wildhaus. Konkret nannte die TBB eine «Ausweitung des Angebots für Familien und Einsteiger im Raum Oberdorf». Die BBW hat dies in ihrem Aktionärsbrief zwei Wochen später wie folgt kommentiert: «Hierfür brauchen wir wirklich keine Nachhilfe: Unser Projekt 2.0 ist die planungsfertige Antwort darauf.» Am 23. Oktober hiess es dann aus Wildhaus, die BBW werde auf die Wintersaison 2020/21 mit dem Projekt Wildhaus 2.0 die neue 6er-Sesselbahn Oberdorf-Frienalp realisieren – inklusive neuen Kinderskilifts im Oberdorf, Pistenverbesserungen sowie Optimierungen bei der technischen Beschneidung. Die Finanzierung sei sichergestellt.

Erachtet die TBB diese Investition der BBW als strategisch richtig? Dazu stellt die TBB in der schriftlichen Antwort auf die Fragen dieser Zeitung fest: «Es ist nicht an der TBB, die Investitionen der BBW zu beurteilen. Ob dieses Projekt Sinn macht, werden schlussendlich die Kunden beurteilen.»

Als Fragen, die sich stellen, nennt Mediensprecher Alex Singenberger von den Toggenburg Bergbahnen: Empfinden Kunden mit Kindern einen Sessellift als familienfreundlich? Betrachtet der Gast diese Investition im Gesamtkontext als attraktivitätssteigernd? Bringt diese Investition der BBW die erforderlichen Mehreinnahmen, welche sie für eine selbstständige Zukunft braucht? «In Kreisen von Tourismus-Sachverständigen bestehen Zweifel», zeigt sich die TBB dann doch kritisch.

### Übernahmeangebot wird möglicherweise angepasst

Hat der Investitionsentscheid der BBW, 11,6 Millionen Franken und rund 4 Millionen flüssige Mittel zu investieren, eine Auswirkung auf das Aktienübernahmeangebot? Dazu schreibt die TBB: «Diese Investition lässt vermuten, dass sich die BBW weiterhin eher gegen eine Fusion positionieren will.» In ihrem Aktienübernahmeangebot nennt die TBB ausdrücklich als Bedingung, dass die Verantwortlichen der BBW «bis zum Voll- oder Rückzug dieses Angebotes» keine Beschlüsse über grössere Investitionen tätigen. Singenberger führt auf Anfrage aus: «Wenn eine Anpassung



Hochbetrieb beim Berggasthaus Oberdorf in Wildhaus: Die Toggenburg Bergbahnen AG will zum Investitionsentscheid der Bergbahnen Wildhaus für das Projekt Wildhaus 2.0 nicht klar Stellung nehmen. Bild: Benjamin Manser

des Angebots, in welche Richtung auch immer, opportun erscheint, werden wir es tun.»

### «Die TBB hat sich nie verweigert, über Vorschläge zu diskutieren»

Die TBB wurde dafür kritisiert, dass sie den Vorschlag von Toggenburg Tourismus (TT) abgelehnt habe, mit dem diese Organisation dem übernachtenden Gast oder Ferienhausbesitzern vergünstigte Wintertickets beider Bahnen abgeben wollte. Dies, nachdem das gemeinsame Winterticket ersatzlos ausgelaufen ist. Die TBB würde «alle bisherigen Vorschläge und Ideen als Behinderung des Prozesses zu marktgerechten Strukturen kategorisch ablehnen», teilte Toggenburg Tourismus am 17. Oktober dazu mit.

Singenberger betont: «Die TBB hat sich nie verweigert, über irgendwelche Vorschläge zu diskutieren. Im Rahmen

## «In jedem Fall ist unsere Initiative ein Angebot und kein Zwang.»

Alex Singenberger  
Mediensprecher  
Toggenburg Bergbahnen AG

ihrer unternehmerischen Verantwortung ist es ihre Pflicht, solche Angebote sorgfältig zu prüfen und allfällige Bedenken einzubringen.» Auf diese Bedenken sei keine Antwort gekommen, «sondern das Gespräch wurde seitens TT abgebrochen».

### TBB: «Unfreundliches Angebot» liess sich nicht vermeiden

Toggenburg Tourismus hat am 17. Oktober festgestellt, die TBB würde in ihrem «unfreundlichen Übernahmeangebot» den einzigen Weg zu einem regionalen Ticket sehen. Was sagt die TBB zur Formulierung «unfreundliches Übernahmeangebot», das nun auch Toggenburg Tourismus verwendet?

Dazu schreibt Singenberger: «Im Jargon wird ein Fusionsangebot, welches direkt den Aktionären zugeht, als «unfriendly» bezeichnet. Die TBB sei nicht darum herumgekommen, «weil

der Verwaltungsrat der BBW nie zu Gesprächen für eine Fusion oder nur schon zur Anpassung des Verteilschlüssels im Tarifverbund bereit war». Die TBB habe deshalb direkt an die Kapitalgeber gelangen müssen. «Ob dieses Vorgehen aus Sicht der Aktionäre, die das finanzielle Risiko tragen, als unfreundlich zu bezeichnen ist, sei dahingestellt», so Singenberger weiter.

### Bedingungslose Fusionsgespräche contra Fusion nur auf Augenhöhe

Der Mediensprecher fügt hinzu: «Die TBB ist nach wie vor offen für bedingungslose Fusionsgespräche.» Der Verwaltungsratspräsident der Bergbahnen Wildhaus AG, Jakob Rhyner, hielt bereits mehrfach fest, die BBW sei für «Fusionsgespräche auf Augenhöhe» bereit. Dafür brauche es aber eine vertrauenswürdige Basis. Diese sei nur dann gegeben, wenn das «erpresserische» Aktienübernahmeangebot zurückgezogen werde, stellte Rhyner klar. In der aktuellen Situation mit dem erneut verlängerten Übernahmeangebot empfinde die BBW das Ansinnen der TBB «vielmehr als Verlangen nach bedingungsloser Kapitulation».

Erachtet die TBB das Aktienübernahmeangebot wirklich als Fusion, obwohl diese nur ausgeübt wird, wenn die TBB 51 Prozent der im Aktienbuch eingetragenen Aktien an der BBW halten würde – also die Mehrheit hätte? «Gemäss Fusionsgesetz ist es in jedem Fall eine Fusion», hält Singenberger fest. «Die Gewichtung innerhalb der fusionierten Gesellschaft ergibt sich aus den Unternehmenswerten der Partner. In jedem Fall ist unsere Initiative ein Angebot und kein Zwang», schreibt der TBB-Sprecher. Er wiederholt: «Für bedingungslose Fusionsverhandlungen ist die TBB offen.»

### TBB: Die Behauptungen der BBW zur Liquidität sind haltlos

Die BBW wirft in ihrem Aktionärsbrief vom 9. Oktober der TBB vor, diese wolle mit der angestrebten Übernahme der BBW ihre eigene «ungenügende Liquidität» verbessern. Denn die Liquidität in Wildhaus sei deutlich besser.

Alex Singenberger schreibt dazu: «Die Behauptungen der BBW zur Liquidität sind haltlos. Tatsache ist, dass die TBB dank unternehmerischer Sorgfalt und harter Arbeit es schafft, eine Ebitda-Marge von über 32 Prozent zu erwirtschaften und profitabel zu sein. Ein solcher Wert ist grundsätzlich eine sehr gute Leistung und in der Bergbahnbranche gar eine Seltenheit.»

## Analyse zeigt: Wildhaus ist viel mehr wert

Am 3. Juni 2017 hat die Toggenburg Bergbahnen AG (TBB) ihr Aktienübernahmeangebot an die Aktionäre der Bergbahnen Wildhaus AG (BBW) veröffentlicht. Sie bietet 25 Franken in bar für eine BBW-Aktie oder einen Umtausch von zehn BBW-Aktien in eine TBB-Aktie. Sie hat ihr Angebot mehrmals verlängert, aktuell bis Ende August 2020.

Auf Anfrage betreffend die tiefe Bewertung des BBW-Aktienwerts durch die TBB im Sommer 2017 hat die BBW gemäss Präsident Jakob Rhyner keine Antwort erhalten. Daraufhin haben die Wildhauser beim Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hoch-

schule Luzern eine Analyse des Aktienwertverhältnisses der beiden Bergbahnunternehmen in Auftrag gegeben, die im November 2017 geliefert wurde.

«Die Analyse zeigt, dass das Angebot 1 TBB-Aktie für zehn BBW-Aktien ökonomisch nicht zu rechtfertigen ist», lautet das Fazit von Professor Philipp Lütolf, der die Analyse verfasst hat. Es sei davon auszugehen, «dass eine BBW-Aktie einen höheren Wert als eine TBB-Aktie aufweist. Angemessen scheint, dass 0,49 bis 0,68 BBW-Aktien etwa dem Wert einer TBB-Aktie entsprechen.» Lütolf kommt zum Schluss: «Potenzielle Umtauschverhältnisse wären zwei TBB-Aktien für eine

BBW-Aktie (ähnlich 1:0,49), elf TBB-Aktien für sechs BBW-Aktien (ähnlich 1:0,57) oder drei TBB-Aktien für zwei BBW-Aktien (ähnlich 1:0,68).» Der Verfasser der Analyse schildert detailliert, wie er auf den um ein Vielfaches höheren Wert der BBW-Aktie kommt das Angebot der TBB zeigt. Die Schätzung des zukünftigen Ertragspotenzials der beiden Bahnunternehmen stamme aus dem Bericht «Entwicklungsszenarien für Ertrag und Betriebsgewinn (Ebitda) der Toggenburger Bergbahnen». Daten bzw. Informationen zu den BBW stammten aus deren Publikationen und aus Gesprächen mit dem Management. Für die TBB seien

Unternehmenspublikationen sowie andere öffentlich verfügbare Quellen die einzigen Datengrundlagen, schildert Lütolf.

Zur Bewertung der BBW-Aktie mit lediglich 25 Franken im Übernahmeangebot der Toggenburg Bergbahnen AG sagt Alex Singenberger: «Aus verschiedenen Gründen ist die Bewertung eines Fusionskandidaten immer komplex. Ob der Kurs in diesem Fall eine Relevanz hat, ist zu bezweifeln. Relevant sind Indikatoren wie das Zustandekommen der Umsätze (Abhängigkeit und Mechanismen des Tarifverbundes), Ertragskraft, Discounted Cashflow sowie Zukunftsperspektive.» (ts)