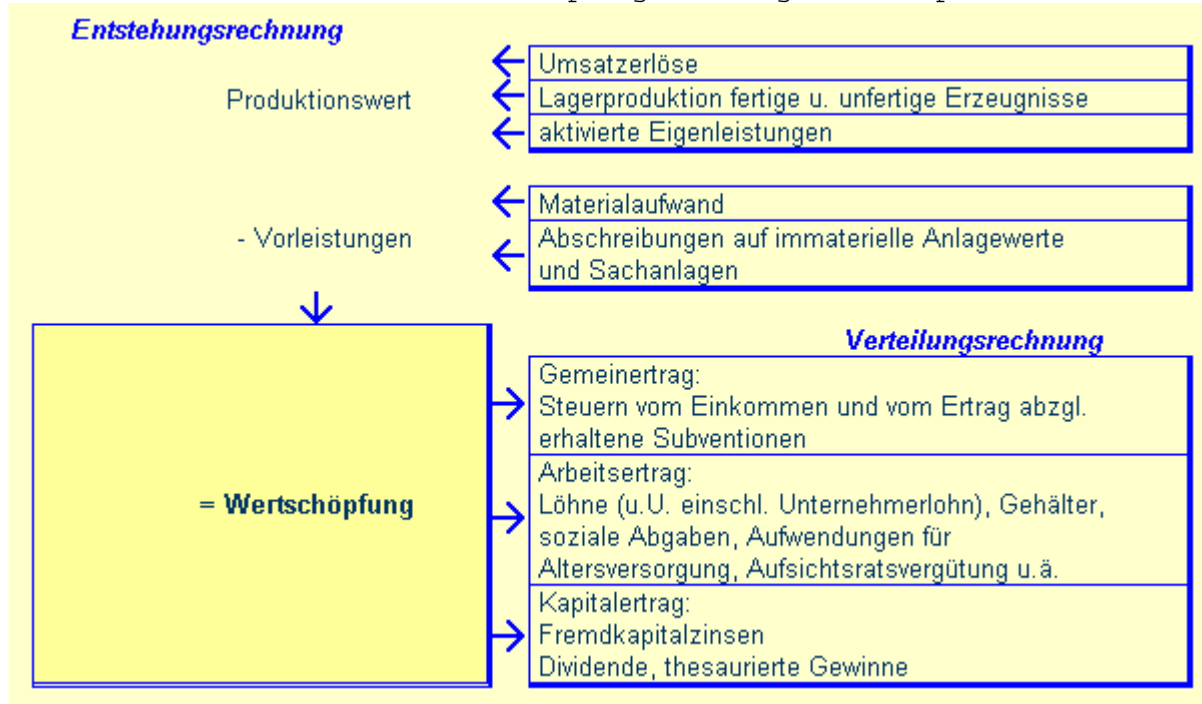


Wertschöpfung 1995-2010 für den Kanton Glarus

Die Glarner Kantonalbank hat in den letzten 3 Jahren keine Gewinnablieferung mehr vornehmen können. Zusätzlich musste der Kanton im Jahr 2008 das Dotationskapital der GLKB deutlich erhöhen. Die nachfolgenden Ausführungen sollen die Wertschöpfung der GLKB für den Kanton Glarus in den letzten 15 Jahren beleuchten.

Die direkte Wertschöpfung der GLKB für den Kanton Glarus aus theoretischer Sicht

Grundsätzlich besteht eine Wertschöpfung aus folgenden Komponenten:



(Quelle: <http://www.docju.de/themen/abwl/wertschoepfung.htm>)

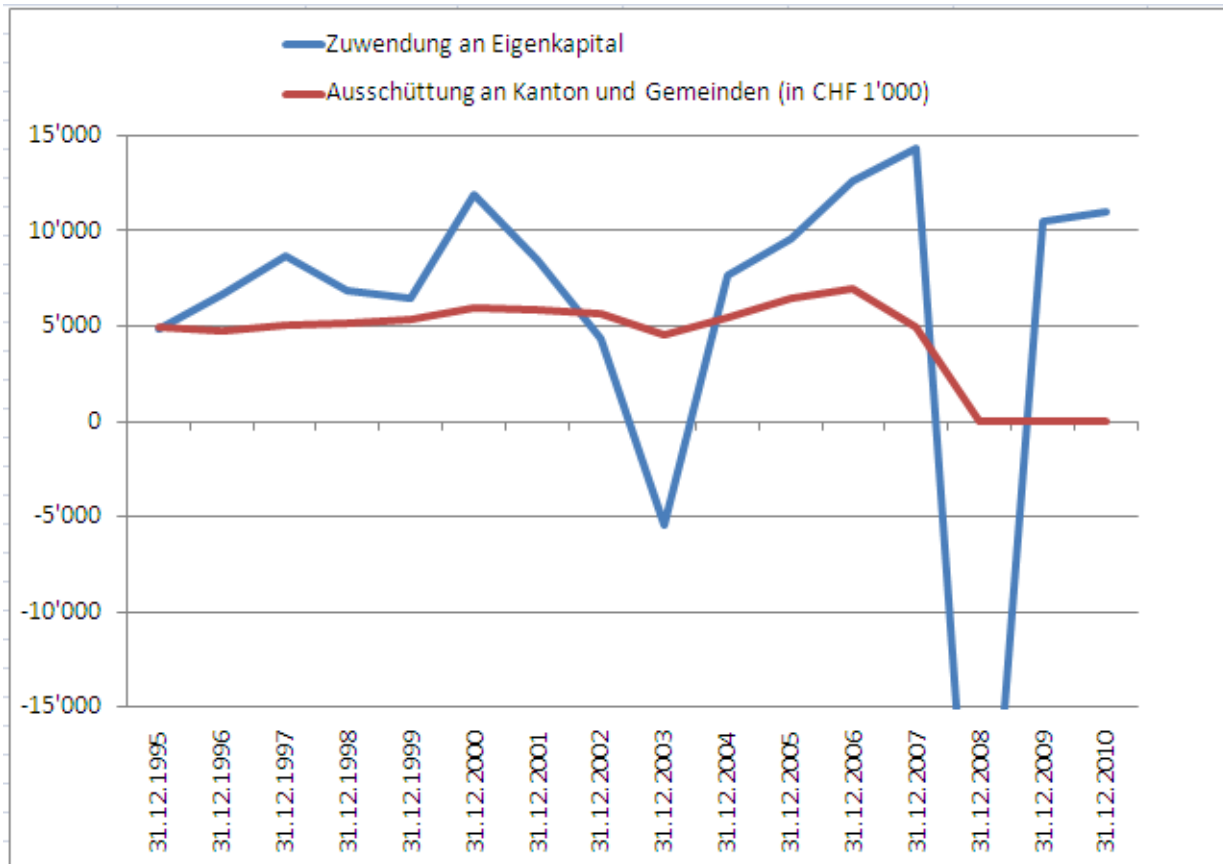
Die nachfolgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die Verteilungsrechnung, wobei wir uns auf die direkten Komponenten Kapitalertrag (=Gewinnausschüttungen, thesaurierte Gewinne) und Gemeinertrag (Steuern und Abgeltung Staatsgarantie) konzentrieren. Der Teil Arbeitsertrag sowie die geldwerten Leistungen der GLKB im Rahmen des Leistungsauftrages (z.B. Forderungsverzichte zwecks Erhaltung von Arbeitsplätzen im Kanton Glarus) blenden wir aus Praktikabilitätsgründen aus.

Gewinne 1995-2010 sowie deren Verwendungen (Thesaurierung und Ausschüttung)

Insgesamt hat die GLKB in den Jahren 1995-2010 **CHF 71.3 Mio. an den Kanton** (und früher die Gemeinden) ausgeschüttet. Dies entspricht auch inkl. der 3 letzten Jahre ohne Ausschüttung einer durchschnittlichen Ausschüttung von CHF 4.5 Mio. pro Jahr. Im Jahr 2003 hat die GLKB sogar stille Reserven aufgelöst, um einen ausschüttbaren Gewinn ausweisen zu können. Im gleichen Zeitraum wurden **CHF 86.7 Mio. Gewinne thesauriert**. Dies entspricht inkl. der beiden Verlustjahre 2003 und 2008 einen durchschnittlichen Thesaurierungsbetrag von CHF 5.4 Mio. pro Jahr. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote lag bei 45%. Nebst der Ausschüttung hat die GLKB ab 2003 dem Kanton die Staatsgarantie abgegolten. Das Total der **Abgeltungen Staatsgarantie** in den Jahren 2003-2010 belief sich auf **CHF 3.2 Mio.** Dazu kamen 2010 erst

mals **Steuern von CHF 0.4 Mio.** Die gesamte **Wertschöpfung** der GLKB in Form von Ausschüttungen und thesaurierten Gewinnen belief sich auf **CHF 161.6 Mio.** oder CHF 10.1 Mio. pro Jahr. Graphisch lässt sich die Konstanz in der Ausschüttung deutlich erkennen. Hier wurde in der Vergangenheit die Konstanz der Ausschüttun-

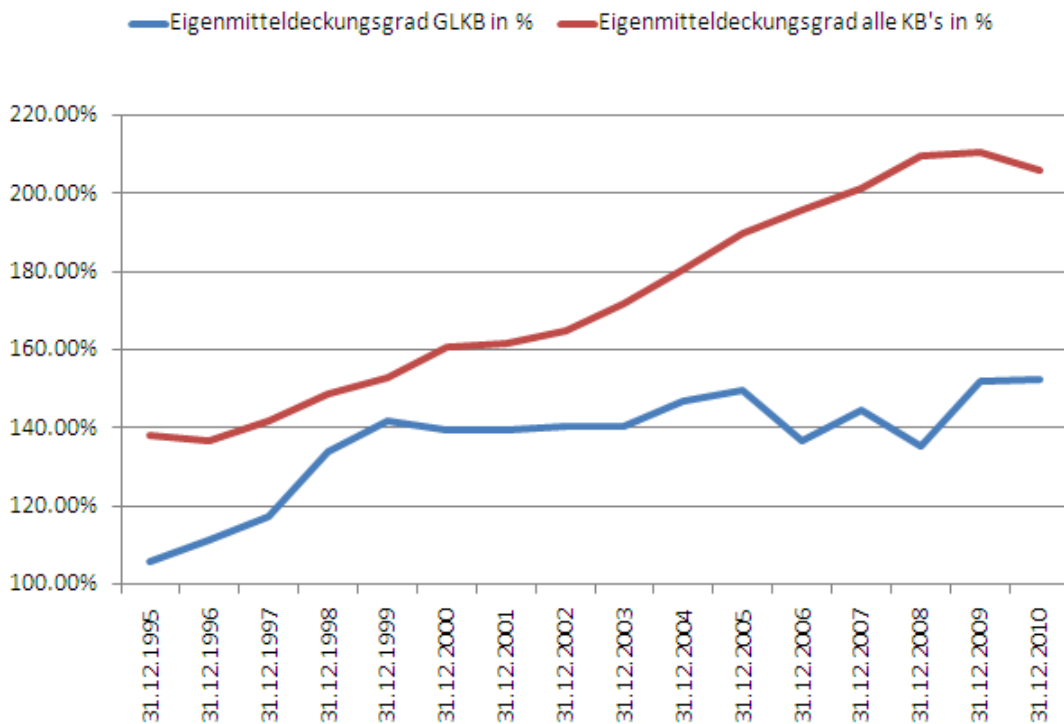
gen an die öffentliche Hand deutlich höher gewichtet als der gezielte Aufbau von thesaurierten eigenen Mitteln, um das Wachstum der GLKB aus eigener Kraft zu finanzieren.



Thesaurierung versus Gewinnausschüttung: ein Vergleich im Kantonalbankenfeld

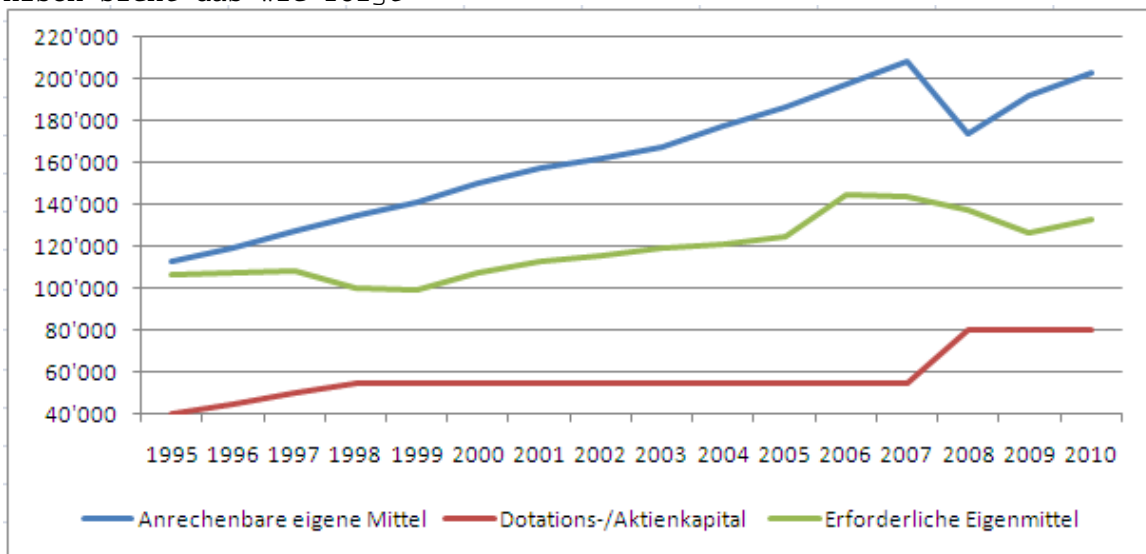
Mit der Einführung der Eigenmittelvorschriften nach Basel 1 im Jahr 1995 bewegte sich die GLKB mit 100.5% Eigenmitteldeckungsgrad sehr nahe am gesetzlichen Minimum der erforderlichen eigenen Mittel. Mit einer Kombination von Dotationskapitalerhöhungen und Gewinnthesaurierungen konnte der Wert innerhalb von 5 Jahren auf über 140% gesteigert und dem Durchschnitt aller Kantonalbanken angenähert werden. Ab 2000 stagnierte dieser Wert bei der GLKB während die übrigen Kantonalbanken weiterhin einen starken Ausbau des Eigenmittelüberschusses forcierten und den Durchschnittswert auf deutlich über 200% hochtrieben. Der Einbruch aufgrund des Verlustjahres 2008 bei der GLKB konnte inzwischen mehr als wett gemacht werden. Der aktuelle Eigenmitteldeckungsgrad von 152% liegt zwar noch deutlich unter dem im Kantonalbankgesetz fixierten Zielwert von 165%, bewegt sich aber heute schon auf dem höchsten Niveau in der Geschichte der GLKB. Die Stagnation zwischen 2009 und 2010 liegt darin begründet, dass der historisch entstandene Rabatt für Kantonalbanken beim Eigenmittelerfordernis nun schrittweise abgebaut wird. Die GLKB muss hier innert 3 Jahren auf Basis der regulatorischen Eigenmittelanforderungen (100%) rund CHF 18 Mio. an erforderlichen eigenen Mitteln ersetzen. Aufgrund der gesetzlichen Vorgabe von 165% bedeutet das für die GLKB, dass sie immer 165% solcher gesetzlichen Anpassungen erfüllen muss. Konkret heisst dies beim Wegfall des Kantonalbanken-Rabattes, dass CHF 30 Mio. zusätzliche eigene Mittel bis Ende 2014 generiert werden müssen. Im Jahr 2010 konnten mit einem Reingewinn von CHF 11 Mio. rund 150% des weggefallenen Rabattes selbst erarbeitet werden.

Graphisch sieht der Vergleich mit den Kantonalbanken wie folgt aus:



Der Einfluss der Wertschöpfung auf die Preisfindung für die GLKB-Aktie

Selbstverständlich hat die Wertschöpfung der GLKB in der Vergangenheit einen direkten Einfluss auf den inneren Wert der GLKB-Aktie. Dies trifft im positiven Sinne allerdings nur für die thesaurierten Gewinne zu. Negativ wirken sich die Abgeltung der Staatsgarantie sowie die Steuerpflicht aus. Ein Investor beteiligt sich mit dem Kauf der GLKB-Aktie am inneren Wert der GLKB. Für diese Wertermittlung stellt nebst der Zukunftsbetrachtung (klassisch Discounted-Cash-Flow-Methode) auch das vorhandene Eigenmittelsubstrat eine Basis (zum Beispiel beim Kurs-Buchwert-Verhältnis) dar. Der Investor kauft sich in Form eines Agios in die thesaurierte Wertschöpfung ein. Hierbei muss aber zwischen dem vom bisherigen Eigentümer (Kanton Glarus) einbezahlten Kapital (= Nominalwert aus Umwandlung des Dotationskapitals in Aktienkapital) und dem thesaurierten Gewinnen unterschieden werden. Graphisch sieht das wie folgt



aus:

Die Differenz zwischen der blauen und der roten Linie ist die bisher in der GLKB belassene Wertschöpfung, in welche sich der Investor mittels Agio einkaufen muss.

Der Einfluss des Agios auf den Wert der GLKB-Beteiligung für den Kanton Glarus

Im rein theoretischen Fall, dass das Agio genau dem Wert der thesaurierten Gewinnen entspricht, wäre der Einfluss auf den Wert der Beteiligung aus Sicht des Kantons neutral. Ein Beispiel:

- Aktienkapital: 100, Reserven: 50
- Kapitalerhöhung: 25, Agio: 12.5
- Wert vor Kapitalerhöhung: 100% von 150 (100+50) = 150
- Wert nach Kapitalerhöhung: 80% von 187.5 (100+25+50+12.5) = 150

Bei der GLKB liegt der Buchwert des Eigenkapitals per 31.12.2010 bei CHF 205 Mio. Dies bei einem Aktienkapital von CHF 80 Mio. Im Falle einer Erhöhung des Aktienkapitals auf CHF 110 Mio. müsste für einen gleichbleibenden buchhalterischen Wert der Beteiligung des Kantons folgendes Agio erzielt werden:

- Aktienkapital: 80, Reserven: 125
- Kapitalerhöhung: 30, Agio: 47
- Wert vor Kapitalerhöhung: 100% von 205 (80+125) = 205
- Wert nach Kapitalerhöhung: 72.72% von 282 (80+30+125+47) = 205

Aufgrund der unterdurchschnittlichen Rentabilität der GLKB (vor allem infolge der noch vorhandenen ertragslosen Positionen aus der Krisenzeit und der hohen Zinsabsicherungskosten aufgrund der geringeren Risikotragfähigkeit als bei vergleichbaren Kantonalbanken) wird dieses Agio in der Praxis bei Investoren in diesem Umfang kaum erzielbar sein. Jegliches Agio egal in welchem Umfang verringert aber die Verwässerung der Beteiligung des Kantons und wandelt die erzielte Wertschöpfung der GLKB in zusätzliches Eigenkapital um, welches wiederum für eine Verbesserung der Ergebnisse der GLKB und damit zu einem potentiell höheren Gewinn führen sollte. Dieser Zusatzgewinn verringert wiederum die Verwässerung der Gewinnausschüttung. Dies lässt sich aber heute nicht beziffern.

Glarus, 24. März 2011/mdu