

Dr. Gregory A. Bournet

Börsengang mittels Reverse Takeover

Analyse der Schweizer Praxis

Haupt Verlag
Bern • Stuttgart • Wien

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|--------------|
| Vorwort zur Schriftenreihe..... | VII |
| Vorwort von Dr. Philipp Hofstetter..... | IX |
| Danksagung..... | XI |
| Inhaltsübersicht..... | XIII |
| Inhaltsverzeichnis..... | XV |
| Abbildungsverzeichnis..... | XXIII |
| Abkürzungsverzeichnis..... | XXIX |
| | |
| 1. Einführung in die Thematik..... | 3 |
| 1.1 Einführung..... | 3 |
| 1.1.1 Problemstellung..... | 3 |
| 1.1.1.1 Globale Konjunkturschwäche..... | 3 |
| 1.1.1.2 Wirkung auf die Schweiz..... | 9 |
| 1.1.2 Zielsetzung der Arbeit..... | 13 |
| 1.1.3 Wissenschaftlicher Ansatz und Vorgehen..... | 14 |
| 1.1.4 Aufbau der Arbeit..... | 17 |
| 1.2 Motivatoren und grobe Funktionsweise des Reverse Takeover..... | 19 |
| 1.2.1 Motivation..... | 19 |
| 1.2.2 Funktionsweise..... | 22 |
| 1.3 Definition und Terminologie..... | 26 |
| 1.3.1 Herleitung der Definition..... | 26 |
| 1.3.2 Terminologie..... | 32 |
| 1.3.2.1 Reverse Takeover..... | 32 |
| 1.3.2.2 Reverse Merger..... | 33 |
| 1.3.2.3 Reverse IPO, Backdoor IPO oder Cold-IPO..... | 33 |
| 1.3.2.4 Triangulär Merger..... | 33 |
| | |
| 2. Die drei Elemente des Reverse Takeover: Börsengang, M&A und Going Private..... | 37 |
| 2.1 Börsengang..... | 37 |
| 2.1.1 Einführung..... | 37 |
| 2.1.2 Begriffe und Abgrenzung..... | 38 |
| 2.1.3 Motive..... | 40 |
| 2.1.3.1 Wachstumsfinanzierung und Kapital Struktur..... | 44 |
| 2.1.3.2 Finanzierungsmöglichkeiten..... | 44 |

| | | | |
|-------|---------|---|----|
| | 2.1.3.3 | Verselbständigung, Ausweitung des Kapitalgeberkreises und Vermögensdiversifikation..... | 45 |
| | 2.1.3.4 | Kapitalkosten..... | 46 |
| | 2.1.3.5 | Höhere Attraktivität durch Bekanntheit..... | 46 |
| | 2.1.3.6 | Mitarbeiterbeteiligung..... | 47 |
| 2.1.4 | | Vorbehalte..... | 48 |
| | 2.1.4.1 | Publizität..... | 49 |
| | 2.1.4.2 | Unabhängigkeit..... | 52 |
| | 2.1.4.3 | Kosten..... | 52 |
| | 2.1.4.4 | Haftungsrisiken..... | 55 |
| | 2.1.4.5 | Erfolgsdruck..... | 55 |
| | 2.1.4.6 | Kapitalmarktabhängigkeit..... | 56 |
| | 2.1.4.7 | Steuern..... | 56 |
| 2.1.5 | | Voraussetzungen..... | 57 |
| | 2.1.5.1 | Qualitative Voraussetzungen..... | 58 |
| | 2.1.5.2 | Quantitative Voraussetzungen..... | 63 |
| | 2.1.5.3 | Unternehmensexterne Faktoren..... | 65 |
| 2.1.6 | | Due Diligence..... | 67 |
| 2.1.7 | | Bewertungsproblematik und Emissionspreisfestlegung..... | 69 |
| 2.2 | | M&A..... | 72 |
| | 2.2.1 | Einführung..... | 72 |
| | 2.2.2 | Begriffe und Abgrenzung..... | 73 |
| | 2.2.3 | Übernahmen und Zusammenschlüsse mit Verschmelzung..... | 76 |
| | 2.2.3.1 | Annexion..... | 76 |
| | 2.2.3.2 | Kombination..... | 77 |
| | 2.2.3.3 | Unechte Fusion..... | 77 |
| 2.2.4 | | Übernahmen und Zusammenschlüsse ohne Verschmelzung..... | 78 |
| | 2.2.4.1 | Quasifusion..... | 78 |
| | 2.2.4.2 | Teilfusion..... | 81 |
| | 2.2.4.3 | Takeover..... | 81 |
| 2.2.5 | | Asset- versus Share Deal..... | 81 |
| | 2.2.5.1 | Asset Deal..... | 81 |
| | 2.2.5.2 | Share Deal..... | 83 |
| | 2.2.5.3 | Vergleich Vor- und Nachteile..... | 85 |
| 2.2.6 | | Übernahmen von börsenkotierten Gesellschaften..... | 87 |
| | 2.2.6.1 | Grundlagen und relevante Gesetzestexte..... | 87 |
| | 2.2.6.2 | Offenlegung von Beteiligungen..... | 88 |
| | 2.2.6.3 | Öffentliche Kaufangebote..... | 89 |
| 2.2.7 | | Das neue Fusionsgesetz..... | 95 |
| | 2.2.7.1 | Entstehung..... | 95 |

| | | |
|------------|---|------------|
| 2.2.7.2 | Fusion einer Gesellschaft in Liquidation..... | 96 |
| 2.2.7.3 | Fusion einer Gesellschaft zum Zweck der Sanierung..... | 97 |
| 2.2.7.4 | Squeeze-out-Regel..... | 98 |
| 2.3 | Going Private..... | 98 |
| 2.3.1 | Einführung..... | 98 |
| 2.3.2 | Begriffe und Abgrenzung..... | 100 |
| 2.3.2.1 | Going Private..... | 100 |
| 2.3.2.2 | Delisting..... | 101 |
| 2.3.2.3 | Management Buyout und Leveraged Buyout..... | 101 |
| 2.3.3 | Motive..... | 102 |
| 2.3.3.1 | Klassische Going-Private-Transaktion..... | 102 |
| 2.3.3.2 | Going-Private-Transaktionen der 80er Jahre..... | 103 |
| 2.3.4 | Gestaltungsformen..... | 104 |
| 2.3.4.1 | Dekotierung auf Antrag des Emittenten..... | 105 |
| 2.3.4.2 | Dekotierung aufgrund Umwandlung..... | 109 |
| 2.3.4.3 | Dekotierung aufgrund Liquidierung..... | 110 |
| 2.3.5 | Aktionärsschutz..... | 111 |
| 3. | Ablauf, Gestaltungsformen und spezifische Herausforderungen eines Reverse Takeover in der Schweiz..... | 115 |
| 3.1 | Ablauf..... | 115 |
| 3.1.1 | Einführung..... | 115 |
| 3.1.2 | Vorbereitungsphase..... | 116 |
| 3.1.2.1 | Herstellung qualitativer und quantitativer Transaktionsreife..... | 116 |
| 3.1.2.2 | Identifikation Zielunternehmen..... | 117 |
| 3.1.2.3 | Analyse spezifischer Vor- und Nachteile..... | 120 |
| 3.1.2.4 | Wertüberlegungen..... | 120 |
| 3.1.2.5 | Verhandlungen und Fusionsvertrag..... | 121 |
| 3.1.2.6 | Due Diligence..... | 122 |
| 3.1.2.7 | Bewertung..... | 123 |
| 3.1.3 | Durchführungsphase..... | 124 |
| 3.1.3.1 | Anpassungen bei der Zielgesellschaft..... | 124 |
| 3.1.3.2 | Anpassungen bei der übernehmenden Gesellschaft..... | 125 |
| 3.1.3.3 | Gesellschaftsrechtliche Handlungen..... | 125 |
| 3.1.3.4 | Kotierung..... | 127 |
| 3.1.4 | Post Transaktionsphase..... | 128 |
| 3.1.4.1 | Integrationsaktivitäten..... | 128 |
| 3.1.4.2 | Restrukturierungen und Secondary Offering..... | 129 |

| | | |
|---------|---|-----|
| 3.1.5 | Generisches Prozessmodell zum Reverse Takeover..... | 130 |
| 3.1.5.1 | Einleitung..... | 130 |
| 3.1.5.2 | Phasenübersicht..... | 130 |
| 3.1.5.3 | Vorbereitungsphase..... | 132 |
| 3.1.5.4 | Durchführungsphase..... | 133 |
| 3.1.5.5 | Post Transaktionsphase..... | 134 |
| 3.2 | Gestaltungsformen..... | 134 |
| 3.2.1 | Einführung in die Case Study..... | 134 |
| 3.2.2 | Reverse Takeover durch Annexion..... | 137 |
| 3.2.2.1 | Business Combination Agreement..... | 137 |
| 3.2.2.2 | Gesellschaftsrechtliche Handlungen..... | 138 |
| 3.2.2.3 | Eingliederung der A-AG in die B-AG..... | 139 |
| 3.2.2.4 | Qualifikation..... | 140 |
| 3.2.3 | Reverse Takeover durch Kombination..... | 141 |
| 3.2.3.1 | Business Combination Agreement..... | 141 |
| 3.2.3.2 | Neugründung gemeinsamer Tochter und Generalversammlungsbeschlüsse..... | 142 |
| 3.2.3.3 | Eingliederung..... | 143 |
| 3.2.3.4 | Qualifikation..... | 143 |
| 3.2.4 | Reverse Takeover durch Quasifusion..... | 144 |
| 3.2.4.1 | Business Combination Agreement..... | 144 |
| 3.2.4.2 | Gesellschaftsrechtliche Handlungen..... | 145 |
| 3.2.4.3 | Eingliederung Minderheitsaktionäre..... | 146 |
| 3.2.4.4 | Qualifikation..... | 147 |
| 3.2.5 | Reverse Takeover durch unechte Fusion..... | 147 |
| 3.2.5.1 | Business Combination Agreement..... | 147 |
| 3.2.5.2 | Generalversammlungsbeschlüsse..... | 148 |
| 3.2.5.3 | Übertrag Aktiven und Passiven gegen Sacheinlage..... | 148 |
| 3.2.5.4 | Schlussbild..... | 149 |
| 3.2.5.5 | Qualifikation..... | 150 |
| 3.2.6 | „Squeeze-out“-Reverse-Takeover..... | 150 |
| 3.2.6.1 | Ausgangslage..... | 150 |
| 3.2.6.2 | Gründung Tochter..... | 151 |
| 3.2.6.3 | Fusion Tochter mit Zielgesellschaft..... | 152 |
| 3.2.6.4 | Übernahmeangebot und Squeeze-out..... | 152 |
| 3.2.6.5 | Qualifikation..... | 153 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 3.3 | Spezifische Rahmenbedingungen und Herausforderungen | 154 |
| 3.3.1 | Einführung..... | 154 |
| 3.3.2 | Reverse Takeover als Umstrukturierung - steuerliche Betrachtungen..... | 155 |
| 3.3.2.1 | Einführung..... | 155 |
| 3.3.2.2 | Arten der Umstrukturierungen..... | 155 |
| 3.3.2.3 | Voraussetzungen zur steuerneutralen Umstrukturierung..... | 156 |
| 3.3.2.4 | Zusammenschlüsse..... | 159 |
| 3.3.2.5 | Steuerfolgen der Annexion..... | 160 |
| 3.3.2.6 | Steuerfolgen der Kombination..... | 161 |
| 3.3.2.7 | Steuerfolgen der Quasifusion..... | 161 |
| 3.3.2.8 | Steuerfolgen Asset- versus Share Deal..... | 166 |
| 3.3.2.9 | Verlustvorträge..... | 167 |
| 3.3.2.10 | Quasifusion mit anschliessender Absorption als Spezialfall..... | 168 |
| 3.3.2.11 | Absorption einer Tochtergesellschaft als Spezialfall..... | 168 |
| 3.3.3 | Reverse Takeover als Mantelhandel - steuerliche Betrachtungen..... | 170 |
| 3.3.3.1 | Einführung..... | 170 |
| 3.3.3.2 | Terminologie und Definition..... | 170 |
| 3.3.3.3 | Zustandekommen..... | 172 |
| 3.3.3.4 | Motive..... | 174 |
| 3.3.3.5 | Qualifikation..... | 175 |
| 3.3.4 | Reverse Takeover und Transponierung - steuerliche Betrachtungen..... | 176 |
| 3.3.4.1 | Einführung..... | 176 |
| 3.3.4.2 | Qualifikation..... | 176 |
| 3.3.5 | Entwicklungen im Unternehmenssteuerrecht und Folgen des Fusionsgesetzes..... | 178 |
| 3.3.5.1 | Neuere Entwicklungen im Unternehmenssteuerrecht..... | 178 |
| 3.3.5.2 | Steuerrechtliche Folgen des Fusionsgesetzes..... | 179 |
| 3.3.6 | Reverse Takeover und Berücksichtigung in den Rechnungslegungsstandards..... | 180 |
| 3.3.6.1 | Einführung..... | 180 |
| 3.3.6.2 | Swiss GAAP FER..... | 183 |
| 3.3.6.3 | US GAAP..... | 184 |
| 3.3.6.4 | IFRS..... | 187 |
| 3.3.7 | Abbildung eines Reverse Takeover in der Rechnungslegung..... | 190 |
| 3.3.7.1 | Lösungsansatz zur Abbildung..... | 190 |

| | | | |
|-----------|---------|--|------------|
| | 3.3.7.2 | Anwendungsbeispiel..... | 192 |
| 3.3.8 | | Rolle der SWX Swiss Exchange im Zusammenhang mit dem Reverse Takeover..... | 195 |
| | 3.3.8.1 | Listing Rules bei Reverse-Takeover-Transaktionen..... | 195 |
| | 3.3.8.2 | Mögliche Listing-Erleichterungen bei Reverse-Takeover-Transaktionen..... | 196 |
| | 3.3.8.3 | Delisting..... | 197 |
| 4. | | Analyse historischer Transaktionen in der Schweiz..... | 201 |
| 4.1 | | Identifikation historischer Transaktionen..... | 201 |
| | 4.1.1 | Problemstellung..... | 201 |
| | 4.1.2 | Identifikationsmethodik..... | 202 |
| 4.2 | | Analyse der Transaktionen in der Schweiz..... | 202 |
| | 4.2.1 | Einführung und Überblick..... | 202 |
| | 4.2.2 | Pragmatica - Complet-e..... | 204 |
| | 4.2.2.1 | Einführung..... | 204 |
| | 4.2.2.2 | Beteiligte Unternehmen..... | 206 |
| | 4.2.2.3 | Transaktionsstruktur..... | 209 |
| | 4.2.2.4 | Qualifikation..... | 213 |
| | 4.2.3 | Mobilezone - TEGE..... | 214 |
| | 4.2.3.1 | Einführung..... | 214 |
| | 4.2.3.2 | Beteiligte Unternehmen..... | 215 |
| | 4.2.3.3 | Transaktionsstruktur..... | 219 |
| | 4.2.3.4 | Qualifikation..... | 222 |
| | 4.2.4 | Charmilles - Agie..... | 225 |
| | 4.2.4.1 | Einführung..... | 225 |
| | 4.2.4.2 | Beteiligte Unternehmen..... | 226 |
| | 4.2.4.3 | Transaktionsstruktur..... | 226 |
| | 4.2.4.4 | Qualifikation..... | 228 |
| | 4.2.5 | Flughafen Zürich - FIG..... | 229 |
| | 4.2.5.1 | Einführung..... | 229 |
| | 4.2.5.2 | Beteiligte Unternehmen..... | 230 |
| | 4.2.5.3 | Transaktionsstruktur..... | 231 |
| | 4.2.5.4 | Qualifikation..... | 233 |
| | 4.2.6 | InCentive - India..... | 234 |
| | 4.2.6.1 | Einführung..... | 234 |
| | 4.2.6.2 | Beteiligte Unternehmen..... | 234 |
| | 4.2.6.3 | Transaktionsstruktur..... | 236 |
| | 4.2.6.4 | Qualifikation..... | 238 |

| | | |
|------------|--|------------|
| 4.2.7 | MountIO-Cope..... | 239 |
| | 4.2.7.1 Einführung..... | 239 |
| | 4.2.7.2 Beteiligte Unternehmen..... | 240 |
| | 4.2.7.3 Transaktionsstruktur..... | 242 |
| | 4.2.7.4 Qualifikation..... | 243 |
| 4.2.8 | Big Star-H.E.C..... | 244 |
| | 4.2.8.1 Einführung..... | 244 |
| | 4.2.8.2 Beteiligte Unternehmen..... | 244 |
| | 4.2.8.3 Transaktion..... | 245 |
| | 4.2.8.4 Qualifikation..... | 245 |
| 4.2.9 | Model - Axantis (nicht durchgeführt)..... | 246 |
| | 4.2.9.1 Einführung..... | 246 |
| | 4.2.9.2 Beteiligte Unternehmen..... | 247 |
| | 4.2.9.3 Geplante Transaktionsstruktur..... | 248 |
| | 4.2.9.4 Qualifikation..... | 250 |
| 4.2.10 | Cytos - Askia (Reverse Listing)..... | 251 |
| | 4.2.10.1 Einführung..... | 251 |
| | 4.2.10.2 Beteiligte Unternehmen..... | 253 |
| | 4.2.10.3 Transaktionsstruktur..... | 256 |
| | 4.2.10.4 Qualifikation..... | 258 |
| 4.2.11 | Distefora - Interdiscount (Mantelhandel)..... | 260 |
| | 4.2.11.1 Einführung und Transaktion..... | 260 |
| | 4.2.11.2 Qualifikation..... | 262 |
| 4.3 | Systematisierung der historischen Transaktionen..... | 263 |
| | 4.3.1 Einführung..... | 263 |
| | 4.3.2 Systematisierung übernehmender Gesellschaften..... | 265 |
| | 4.3.3 Systematisierung der Zielgesellschaften..... | 268 |
| | 4.3.4 Clusterkombinationen zur Transaktionsanalyse..... | 271 |
| 5. | Feldstudie und potenzielle Zielgesellschaften in der Schweiz..... | 275 |
| 5.1 | Einführung in den empirischen Teil..... | 275 |
| | 5.1.1 Ziel der Umfrage..... | 275 |
| | 5.1.2 Untersuchungsobjekte und Qualität der Resultate..... | 276 |
| | 5.1.2.1 Untersuchungsobjekte..... | 276 |
| | 5.1.2.2 Rücklaufquote..... | 277 |
| | 5.1.2.3 Qualität der Resultate..... | 278 |
| | 5.1.3 Methodik..... | 280 |
| | 5.1.3.1 Form der Umfrage..... | 280 |
| | 5.1.3.2 Zeitpunkt der Durchführung..... | 280 |
| | 5.1.3.3 Aufbau des Fragebogens..... | 280 |

| | | | |
|-----------|---------|--|------------|
| | 5.1.3.4 | Auswertung..... | 281 |
| 5.2 | | Ergebnisse der Umfrage..... | 282 |
| | 5.2.1 | Einführung..... | 282 |
| | 5.2.2 | Allgemeiner Teil..... | 284 |
| | 5.2.3 | Listing-Gründe und antizipierte Vorteile eines Börsengangs . . . | 290 |
| | 5.2.3.1 | Ergebnisse des gesamten Samples..... | 291 |
| | 5.2.3.2 | Ergebnisse im Vergleich..... | 292 |
| | 5.2.4 | Antizipierte Nachteile eines Börsengangs..... | 294 |
| | 5.2.4.1 | Ergebnisse des gesamten Samples..... | 294 |
| | 5.2.4.2 | Ergebnisse im Vergleich..... | 296 |
| | 5.2.4.3 | Zusatzfragen für börsenunwillige Gesellschaften..... | 297 |
| | 5.2.5 | Kenntnis des Reverse Takeover..... | 300 |
| | 5.2.6 | Einschätzung des Reverse Takeover..... | 303 |
| | 5.2.6.1 | Antizipierte Vorteile (Ergebnisse des gesamten Samples)..... | 303 |
| | 5.2.6.2 | Antizipierte Vorteile (Ergebnisse im Vergleich)..... | 305 |
| | 5.2.6.3 | Antizipierte Nachteile (Ergebnisse des gesamten Samples)..... | 307 |
| | 5.2.6.4 | Antizipierte Nachteile (Ergebnisse im Vergleich)..... | 308 |
| | 5.2.6.5 | Reverse Takeover als Listing-Alternative..... | 310 |
| | 5.2.7 | Fazit..... | 312 |
| 5.3 | | Identifikation potenzieller Zielgesellschaften..... | 314 |
| | 5.3.1 | Einführung..... | 314 |
| | 5.3.2 | Vorgehen..... | 314 |
| | 5.3.3 | Auswertung..... | 317 |
| | 5.3.3.1 | Reinverlust in Prozentendes Eigenkapitals..... | 317 |
| | 5.3.3.2 | Markt-Buchwert-Verhältnis..... | 318 |
| | 5.3.3.3 | Liquide Mittel in Prozenten der Aktiven..... | 320 |
| | 5.3.3.4 | Kursentwicklung..... | 321 |
| | 5.3.4 | Fazit..... | 322 |
| 6. | | Zusammenfassung und Schlussbemerkungen..... | 327 |

Anhänge

| | | |
|--|--|-----|
| | Verzeichnis der wichtigsten Kontakte und Gesprächspartner..... | 339 |
| | Deutsche Version des Fragebogens..... | 341 |
| | Literaturverzeichnis..... | 359 |