

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	MountlO-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