

CF vom 06.11.2001, Heft 11, Seite 581-592

Finanzierung

Reverse Merger am Neuen Markt

Peter Seppelfricke / Jürgen Seppelfricke

Ein schneller und preiswerter Börsengang durch die Hintertür?

Gliederung

- I. Einleitung
 - II. Finanzwirtschaftliche Aspekte
 1. Vorteile des Reverse Mergers
 2. Nachteile des Reverse Mergers
 - III. Ausgestaltung des Reverse Mergers
 1. Allgemeines
 2. Geeignete Formen des Reverse Merger
 3. Verschmelzungen mit Tochtergesellschaften
 - IV. Rechtliche Aspekte
 1. Aktuelle rechtliche Rahmenbedingungen
 2. Rechtliche Anforderungen
 - V. Rechnungslegung
 1. Allgemeines
 2. Bilanzierung nach US-GAAP
 3. Bilanzierung nach IAS
 4. Bilanzierung nach Handelsrecht
 5. Anpassung der Vorjahresabschlüsse
 6. Rechnungslegung bei öffentlichem Angebot neuer Aktien
 - VI. Steuerliche Aspekte
 1. Vorbemerkung
 2. Verlustvortrag der Stock Corp
 3. Verlustvortrag der Private Corp
 4. Nutzung von Verlustvorträgen
 - Übernahmegewinn
- Zusammenfassung

I. Einleitung

Unter einem Reverse Merger versteht man eine Unternehmenstransaktion, bei der ein größeres Unternehmen auf ein kleineres Unternehmen verschmolzen wird. In der Praxis handelt es sich bei dem kleineren Unternehmen zumeist um ein börsennotiertes Unternehmen, sodass das Motiv für diese Transaktion i.d.R. der schnelle und kostengünstige Börsenzugang für das größere Unternehmen ist. Im allgemeinen Sprachgebrauch bezeichnet der Reverse Merger deshalb eine Transaktion, bei der sich ein größeres nicht-börsennotiertes Unternehmen mit einer kleineren börsennotierten Aktiengesellschaft zusammenschließt, um auf diese Weise den Börsengang zu erreichen. Der Reverse Merger wird synonym auch als Reverse IPO, indirekter Börsengang oder "Börsengang durch die Hintertür" bezeichnet. Nach der Fusion geht die Kontrolle auf die vormaligen Eigentümer der nicht-börsennotierten Gesellschaft über, die dann i.d.R. auch die Firmierung des fusionierten Unternehmens in ihrem Sinne ändern.

In den USA ist diese Form des "Going Public" schon sehr etabliert. Es gibt keine offiziellen Statistiken, aber es wird geschätzt, dass ca. 30% aller Börsengänge an die NASDAQ im Jahr 2000 mit Hilfe des indirekten Börsengangs betrieben wurden. Auch deutsche Unternehmen (z.B. Hölder Technologies) haben schon mit Hilfe eines Reverse Mergers den Börsenzugang in New York geschafft. In Deutschland hat bisher nur das britische

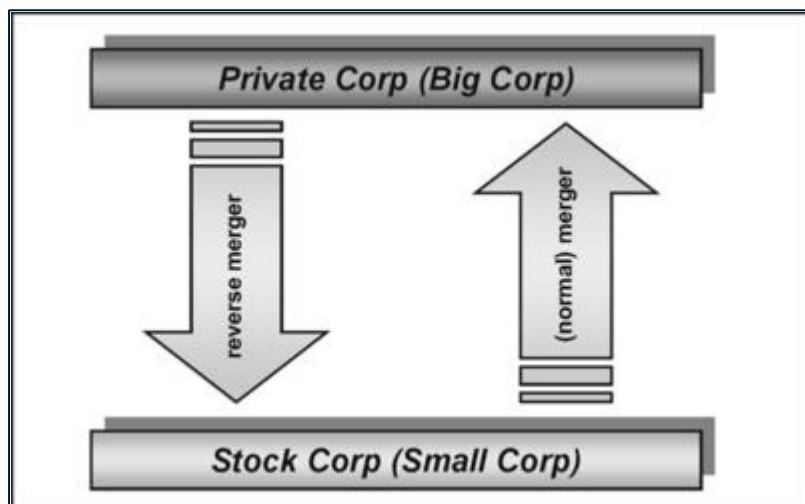
Unternehmen Integralis mit Hilfe einer Verschmelzung auf die wesentlich kleinere Articon ein Listing am Neuen Markt erreicht. Im Zuge der deutlich eingetrübten Stimmung an den Börsen sollte der Reverse Merger auch für den Börsengang in Deutschland an Bedeutung gewinnen.

Aufgrund mangelnder Aufnahmebereitschaft der Kapitalmärkte mussten viele Unternehmen von einem traditionellen IPO Abstand nehmen bzw. haben dies aufgeschoben. Mit Hilfe eines Reverse Mergers bekommen diese Unternehmen jedoch auch in schwierigen Börsenphasen die Chance, schnell und kostengünstig alle Vorteile einer Börsennotierung zu nutzen. Auch den Investoren dieser Unternehmen, insbesondere den zuletzt gebeutelten Venture Capital-Unternehmen, eröffnen sich durch einen indirekten Börsengang willkommene Exit-Möglichkeiten. Auf der anderen Seite gibt es viele Unternehmen, die bereits an der Börse notiert sind, aber kaum mehr Überlebenschancen haben oder auf ihre Notierung keinen Wert mehr legen. Mit Hilfe eines größeren und erfolgreichen Partners können dem börsennotierten Unternehmen, seinen Mitarbeitern und nicht zuletzt seinen Aktionären neue Perspektiven geschaffen werden.

Die zahlreichen "Penny-Stocks" am Neuen Markt drängen sich für einen indirekten Börsengang in diesem Segment auf. Im Gegensatz zu "reinen" Börsenmänteln, die aufgrund anhaltender Spekulation häufig übersteuert sind, können der Zugang zu einem etablierten Marktsegment geschaffen oder sogar Synergien oder Verlustvorträge genutzt werden. Aufgrund der Unterbewertung vieler Titel - zahlreiche Aktien notieren unter ihrem Substanzwert oder sogar der Cash-Position - könnte auch eine Zerschlagung das Motiv für einen Reverse Merger sein.

Dieser Aufsatz soll einen interdisziplinären Überblick über die Möglichkeiten eines Reverse Mergers am Neuen Markt geben. In Abschn. II. werden zunächst die finanzwirtschaftlichen Vor- und Nachteile der Transaktion erläutert, um sodann die möglichen Gestaltungsformen eines Reverse Mergers aufzuzeigen. Diese Formen werden in den Abschn. IV. bis VI. vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, der deutschen Steuergesetzgebung sowie der internationalen Rechnungslegung am Neuen Markt erörtert. Zur besseren Übersicht werden wir das börsennotierte Unternehmen im Folgenden als Stock Corp bzw. das nicht-börsennotierte Unternehmen als Private Corp bezeichnen. Dabei gehen wir im Regelfall davon aus, dass es sich bei der Private Corp um eine Kapitalgesellschaft handelt.

Abb. 1: Verschmelzungsrichtungen bei Fusionen



Informationen zu den Autoren

Prof. Dr. Peter Seppelfricke lehrt an der Fachhochschule Osnabrück Finanzwirtschaft und Finanzdienstleistungen. Zuvor war er im Investment Banking von M.M. Warburg & Co. beschäftigt.

Jürgen Seppelfricke ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater bei BDO Deutsche Warentreuhand AG, Düsseldorf.