

# Offen gesprochen

Ist der Reverse IPO ein geeigneter Weg  
an den Kapitalmarkt?

*Es ist in Deutschland weiterhin umstritten, ob die Börse für mittelständische Unternehmen wirklich noch ein sinnvoller Weg zur Eigenkapitalbeschaffung sein kann. Private Equity Gesellschaften haben regelmäßig kein Interesse mehr an dem IPO als Exit-Möglichkeit für ihre Beteiligungen. Unsichere Märkte, die Risiken des Scheiterns, die starken Einschränkungen durch die Regulatorik und eine hohe Investoren-Nachfrage nach privaten Unternehmen führen dazu, dass der noch vor einigen Jahren übliche Dual Track (gleichzeitige Vorbereitung eines IPO und eines M&A-Prozesses) kaum noch durchgeführt wird. Auch die deutschen Familienunternehmen stehen dem Kapitalmarkt überwiegend kritisch gegenüber. Dennoch gibt es auch heute noch gute Gründe, wachstumsstarke Unternehmen an den Kapitalmarkt zu führen. Es stellt sich dann die Frage, ob der Reverse IPO, also die Einbringung eines Geschäftes in einen Börsenmantel, ein guter Weg und eine Alternative zu einem klassischen Börsengang ist.*

International besteht die Überzeugung, dass stark wachsende Unternehmen ihre Wettbewerbssituation durch den Kapitalmarkt stärken können oder müssen. Aktien als Akquisitionswährung, Kapitalerhöhungen über Nacht und der leichtere Zugang zum Kapitalmarkt auch auf der Fremdkapitalseite sind nur einige Vorteile für die Unternehmen. Der Weg an den Kapitalmarkt ist aber insbesondere in Deutschland beschwerlich. Die Kosten und regulatorischen Herausforderungen sind hoch, das Risiko des möglichen Scheiterns aufgrund von schwierigen Marktphasen ist nicht unerheblich, sodass gerade in den letzten Jahren der erstmalige Schritt an den Kapitalmarkt aufgrund der aufgetretenen Krisen (z.B. aufgrund der Finanz- und Staatsschuldenkrise) und der damit

einhergehenden volatilen Aktienmärkten schwieriger wurde.

Diese Situation hat zum einen zu einer Verkürzung der potentiellen Transaktionsfenster sowie zum anderen zu einer merklich größeren Zurückhaltung von Investoren bei Neuemissionen geführt. Erschwerend wirkten aber auch die teilweise katastrophalen Entwicklungen einiger Börsenneulinge nach der Erstnotiz. Die Folge ist, dass scheinbar deutlich weniger Kapital im Markt für Neuemissionen (gerade im Small- und Midcap-Bereich) zur Verfügung steht. Die klassische IPO-Struktur mit Pilot Fishing, Pre-Marketing und einer der Prospektbilligung folgenden und von einer Managementroadshow begleiteten bis zu zweiwöchigen Bookbuilding-Phase war gerade bei kleineren Emissionen kaum noch zu empfehlen.

Die Marktteilnehmer haben auf diese Entwicklungen reagiert und versucht, Transaktionsstrukturen zu etablieren, die die Transaktionsrisiken möglichst minimieren. Eine dieser Strukturen zur Erhöhung der Transaktionssicherheit ist, wie z.B. in den Fällen von Hella oder Evonik angewendet, die weitgehende Vorplatzierung einer ausreichenden Anzahl von Aktien vor der Bekanntgabe eines öffentlichen Angebots. Gerade bei größeren Transaktionen hatten sich solche Strukturen durchaus bewährt. Inwieweit solche Strukturen durch die neuen rechtlichen Anforderungen an Marktsondierungen noch praktikabel sind, bleibt abzuwarten. Einfacher werden solche Strukturen mit Sicherheit nicht.

Andere alternative Strukturen treten somit wieder in den Fokus und somit auch ein Transaktions-

modell, welches in der Vergangenheit gar nicht so selten war, was aber gerade in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern (insbesondere den USA) eher ein Schattendasein geübt hat und manchmal auch reputationsmäßig eher im Abseits stand: der sog. *Cold* oder *Reverse IPO*.

Mit dem Begriff *Cold* oder *Reverse IPO* wird im engeren Sinne ein Vorgang beschrieben, bei dem ein operativ tätiges Unternehmen in ein Unternehmen eingebracht oder von diesem übernommen wird, von dem nur noch eine „Hülle“ als börsennotierte AG existiert. Im Ergebnis hat man eine börsennotierte (operative) Gesellschaft ohne die transaktionsimmanenten Risiken eines klassischen IPO.

Die Vorteile einer solchen Struktur lassen sich so skizzieren:

- nicht die Aufnahme der Transaktion durch den Markt, sondern bilaterale Vereinbarungen führen zunächst zum sicheren Weg an die Börse,
- eine zeitgleiche oder spätere Aufnahme von Eigenkapital erfolgt auf Basis einer (kurzen) Börsenhistorie und einer bestehenden Bewertung am Markt,
- ein bestehender Freefloat sorgt bereits für Handelsaktivitäten und somit für ein gewisses Maß an Liquidität,
- erfolgt die Übernahme der operativen Gesellschaft nicht durch die Ausgabe von neuen Aktien, kann sogar von der Erstellung eines Prospektes im ersten Schritt abgesehen werden; diese Vorgehensweise stellt somit zunächst eine erhebliche Kosten- und Zeitersparnis dar.

So verlockend diese Vorteile auf den ersten Blick auch sein mögen; es darf dabei nicht übersehen werden, dass diese Art des Gangs an die Börse in einem ersten Schritt zwar zu einem Listing, aber nicht automatisch zu einem Kapitalzufluss und somit zur Lösung des Finanzierungsproblems von Wachstumsunternehmen führt. Zusätzlich stehen

den oben genannten Vorteilen teilweise erhebliche Anforderungen und auch Unsicherheiten bei der Vorbereitung gegenüber. Wichtige Themen sind dabei u.a.

- die Auswahl eines geeigneten Börsenmantels,
- die professionelle Planung des gesamten Prozesses,
- die strukturelle Vorbereitung der operativen Gesellschaft vor Einbringung,
- die sorgsame Vorbereitung der Hauptversammlung, kommunikative Unterstützung der Einbringung und neuen Equity-Story durch Public- und Investor-Relations sowie
- die systematische Vorbereitung und Durchführung der späteren Kapitalmaßnahmen.

#### Die Auswahl eines geeigneten Börsenmantels

Die Identifikation eines geeigneten Börsenmantels ist nicht trivial. Unbedingte Voraussetzung ist sicherlich, dass unbekannte Risiken aus dem vergangenen Geschäftsbetrieb ausgeschlossen werden können. Hier fallen sicher einige ansonsten geeignete Holdinggesellschaften gescheiterter chinesischer IPOs heraus. Weiterhin muss natürlich ein hoher Anteil am Kapital verfügbar sein. Für die ausstehenden Aktionäre ergibt sich durch den *Reverse IPO* regelmäßig ein „free lunch“, dessen Umfang natürlich so gering wie möglich ausfallen soll. Aufgrund des Nachgründungserfordernisses empfehlen sich ferner auch nicht unbedingt Börsenmäntel, bei denen vor kurzem ein Antrag auf Liquidation gestellt oder wieder aufgehoben worden ist.

#### Professionelle Vorbereitung des gesamten Prozesses

Was wie eine Selbstverständlichkeit klingt, ist gerade bei den *Reverse-IPO*-Transaktionen eine besondere Herausforderung. Die Vorbereitung der Transformation des Börsenmantels auf eine neue Equity Story stellt die Initiatoren sowohl vor rechtliche als auch vor kommunikative Herausforderungen.

Neben der unbedingten Sicherstellung der Wahrung der Vertraulichkeit im Vorfeld gilt es möglichst frühzeitig die spätere mehrheitliche Übernahme der Mantelgesellschaft im Rahmen der Einbringung der operativen Gesellschaft auf rechtlich sichere Beine zu stellen. Dies wird mit hoher Wahrscheinlichkeit die Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebotes durch die Initiatoren erforderlich machen, sofern der Börsenmantel zum Handel im Regulierten Markt zugelassen ist. Im Vorfeld sollte sichergestellt werden, dass die Initiatoren – sei es direkt oder indirekt – z.B. im Rahmen von Poolingvereinbarungen nach dem Übernahmeangebot mehr als 30% der Stimmrechte halten, damit nicht zu einem späteren Zeitpunkt ein weiteres Übernahmeangebot erforderlich wird. Dazu wird eine frühzeitige Kontaktaufnahme der Initiatoren mit bestehenden größeren Aktionären der Mantelgesellschaft erforderlich sein. Solche Vorabgespräche stoßen insbesondere durch die neuen Anforderungen der Marktmissbrauchsverordnung an gewisse Grenzen.

Die im Rahmen des Übernahmeangebotes notwendige Kommunikation der Absichten der Initiatoren mit der Mantelgesellschaft muss so strukturiert werden, dass den rechtlichen Anforderungen Genüge getan, jedoch die zukünftige Equity Story nicht vorweggenommen wird, da ansonsten zum einen ein Scheitern des Übernahmeangebotes droht und zum anderen der Kurs bereits frühzeitig zum Spielball von Spekulationen und dadurch in nicht fundamental gerechtfertigte Regionen getrieben wird.

Weitere wichtige Themen sind die frühzeitige Klärung von möglichen steuerrechtlichen Implikationen durch die Einbringung (sowohl auf der Ebene der Mantelgesellschaft als auch auf der Ebene der operativen Gesellschaft und deren Gesellschaftern) sowie die Ausstattung der Mantelgesellschaft mit dem notwendigen Kapital, um die entstehenden Kosten der Transaktion zu tragen. Oftmals wird

daher im Vorfeld eine Kapitalerhöhung auf Ebene der Mantelgesellschaft notwendig sein.

### **Die strukturelle Vorbereitung des Börsenmantels sowie der operativen Gesellschaft vor der Einbringung**

In der Regel sind die Strukturen der Mantelgesellschaft (inkl. des Managements) vor der Einbringung auf ein Minimum zurückgefahren. Die gesetzlichen Publizitätspflichten bestehen zwar, bei einem fehlenden operativen Geschäft ist deren Einhaltung jedoch oft relativ einfach zu bewerkstelligen. Mit der Einbringung der operativen Gesellschaft kommen sowohl auf die Mantelgesellschaft als auch auf die operative Gesellschaft (inkl. des Managements) neue Anforderungen zu, die sich von den Anforderungen an Unternehmen in einem klassischen IPO-Prozess nicht unterscheiden. Vielfach bereiten sich Unternehmen, die einen klassischen IPO-Prozess durchführen, monate- oder sogar jahrelang darauf vor, diesen Anforderungen zu genügen. Themen wie die Etablierung eines starken und kapitalmarkterfahrenden Managements, die Umstellung der Bilanzierung auf IFRS, die Anpassung der Reporting- sowie der internen Informations- und Berichtsprozesse und Strukturen, um die Einhaltung der verschiedenen Transparenz-, Publizitäts- und Verhaltenspflichten sicherzustellen, stehen dabei im Fokus.

Solche Strukturen liegen in der Regel weder bei der Mantelgesellschaft noch bei der operativen Gesellschaft vor, sodass auch bei Reverse-IPO-Transaktionen erhebliche Anpassungen und Umstellungen notwendig werden. Hinzu kommt, dass in Fällen einer Prospekterstellung regelmäßig noch sog. Pro-Forma-Abschlüsse aufgestellt werden müssen, was zu einem Mehraufwand (vor allem auch in zeitlicher Hinsicht) führt. Eine frühzeitige Einrichtung einer Investor-Relations-Abteilung als Schnittstelle zum Kapitalmarkt ist ebenfalls sehr zu empfehlen. Den vielfach von anderen Autoren im

*Reverse IPO* gesehenen zeitlichen Vorteil einer solchen Transaktionsstruktur würden wir daher im Regelfall verneinen. Unternehmen bzw. Initiatoren, die den Weg einer Unternehmung an die Börse über eine börsennotierte Mantelgesellschaft anstreben, ohne sich auf die oben genannten Herausforderungen vorzubereiten und die entsprechenden Anpassungen vorzunehmen, riskieren neben Sanktionen bei Nichteinhaltung von Kapitalmarktpflichten, dass die Investoren und Analysten, die auf Transparenz und Rechtssicherheit bei der Kommunikation der Gesellschaft gegenüber dem Kapitalmarkt angewiesen sind, frühzeitig das Vertrauen in die Aktie verlieren mit der Folge, dass dem Unternehmen die Börse als Finanzierungsinstrument nicht zur Verfügung steht. Das notwendige Interesse der Kapitalmarktteilnehmer an der Aktie kann nicht geweckt werden bzw. wird frühzeitig enttäuscht. Ein nachhaltiges Interesse von Investoren wird zusätzlich auch nur dann geweckt werden können, wenn die Gesellschaft absehbar über einen hinreichenden Freefloat verfügen wird, um einen liquiden Handel in der Aktie gewährleisten zu können. Insbesondere nach einer Sacheinlage ist der Freefloat prozentual regelmäßig sehr gering. Maßnahmen zur Erhöhung des Freefloats wie z.B. eine Kapitalerhöhung, sollten u.E. unbedingt Teil der Prozessplanung und der Transaktionsstruktur sein.

#### **Die sorgsame Vorbereitung der Hauptversammlung zur Vermeidung von Transaktionsrisiken**

Erfolgt die Einbringung der operativen Gesellschaft in eine börsennotierte Mantelgesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung durch Sacheinlage, wird es in der Regel notwendig sein, dass die Hauptversammlung dieser Kapitalerhöhung mit Dreiviertelmehrheit zustimmt. Die Notwendigkeit der Hauptversammlungszustimmung birgt unterschiedliche Risiken, und eine sorgsame Planung dieses Prozessschrittes ist entscheidend, um die Risiken möglichst zu minimieren. Oftmals halten

die Initiatoren zum Zeitpunkt der Hauptversammlung noch keine satzungsändernde Mehrheit an der Mantelgesellschaft. Es muss daher im Vorfeld der Hauptversammlung sichergestellt werden, dass der Kapitalerhebungsbeschluss auch erfolgreich ist.

Die bei Sachkapitalerhöhungen notwendigen Bewertungsgutachten (inkl. einer ggf. zu empfehlenden Fairness Opinion für den Vorstand der Mantelgesellschaft) sowie die damit zusammenhängenden, bei der Hauptversammlung auszulegenden Dokumente sind mit großer Sorgfalt zu erstellen. Zum einen, weil diese – gerade bei den kritischen Aktionären – stets auf reges Interesse stoßen und zum anderen, weil diese Gutachten bzw. deren Inhalte zu Problemen bei einer späteren Prospekterstellung und einer späteren Vermarktung führen können. Dies betrifft insbesondere die den Gutachten zugrundeliegenden Planzahlen sowie Bewertungsinformationen. Die akribische Vorbereitung kann jedoch ein wesentliches Risiko für die Umsetzung des Projektes bzw. die Einhaltung des Projektzeitplans nicht ganz ausschalten, und das ist das Risiko von Hauptversammlungswidersprüchen und anschließenden Anfechtungsklagen. Maßnahmen wie die Wiederbelebung von börsennotierten Mantelgesellschaften rufen leider oft die bekannten Berufskläger auf den Plan. Selbst wenn materielle Anfechtungsgründe aufgrund einer professionellen Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung nicht vorliegen, versuchen es diese Personen, durch gezielte Maßnahmen auf der Hauptversammlung potentielle Angriffspunkte zu schaffen, und legen regelmäßig und oftmals unbegründet Widerspruch zu Protokoll gegen einzelne oder sämtliche Beschlussfassungen ein. Ziel dieser Personen ist es häufig, durch die in jedem Fall eintretende Verzögerung der Eintragung der widersprochenen Beschlussfassungen in das Handelsregister um mindestens einen Monat, einen Lästigkeitswert zu kreieren, aus dem sie auf Kosten der anderen Aktionäre und der Gesellschaft versuchen, persönlichen Profit zu schlagen. Sollte tatsächlich Anfechtungsklage erhoben werden,

muss mit Projektverzögerungen von mindestens vier Monaten (im Falle eines Freigabeverfahrens) bis zu zwei Jahren und mehr gerechnet werden, sofern z.B. Beschlussgegenstände nicht freigabefähig sind. Die Gefahr einer Verzögerung bzw. sogar eines Scheiterns des *Reverse IPO* aufgrund der Berufskläger ist daher durchaus real, und dass der Gesetzgeber das bekannte Problem der Berufskläger immer noch nicht durch gesetzgeberische Maßnahmen in den Griff bekommen hat, darf an dieser Stelle durchaus kritisiert werden.

### **Kommunikative Unterstützung der Einbringung und der neuen Equity-Story durch Public- und Investor-Relations**

Vor der Einbringung bzw. dessen Kommunikation findet eine Befassung mit dem Börsenmantel durch den Kapitalmarkt in der Regel nicht statt. Es existiert regelmäßig weder Research, ein Designated Sponsoring noch ein liquider Handel. Sofern das Ziel des *Reverse IPO* auch eine unmittelbare bzw. zeitnahe Kapitalaufnahme ist (was wir empfehlen würden), muss frühzeitig durch entsprechende Public- und Investor-Relations-Maßnahmen begonnen werden, dem Kapitalmarkt die im Vorfeld entwickelte Equity Story zu vermitteln. Dazu gehört es auch, dem Kapitalmarkt möglichst früh die Finanzkennzahlen sowohl der Mantelgesellschaft als auch der operativen Gesellschaft bekannt zu machen und idealerweise auch Pro-Forma-Zahlen zur Verfügung zu stellen. Auch die Veröffentlichung von Research sollte ein Baustein dieser kommunikativen Maßnahmen sein. Anders als bei einem klassischen IPO-Prozess besteht hier jedoch die Besonderheit, dass die börsennotierte Mantelgesellschaft bereits in das volle kapitalmarkt-rechtliche Korsett eingebunden ist. Insiderrechtliche Vorgaben, die Vorgaben der Marktmissbrauchsverordnung in Bezug auf Market-Sounding-Aktivitäten sowie die Vorgaben für die Einbindung und Information von Analysten sind zwingend zu beachten. Sie schränken die möglichen Maßnahmen

ein und haben auch einen impliziten Einfluss auf den Zeitplan, z.B. wenn es um die Vermeidung von Transaktions-Research oder die Verfügbarkeit von Finanzkennzahlen im Rahmen der Prospekterstellung geht.

### **Systematische Vorbereitung und Durchführung der späteren Kapitalmaßnahme**

Nach der Einbringung der operativen Gesellschaft in den Börsenmantel ist der Streubesitz oft auf ein Minimum reduziert und somit die für die Investoren neben der überzeugenden Equity Story entscheidende Liquidität in der Aktie kaum bis gar nicht vorhanden. Maßnahmen zur Erhöhung des Streubesitzes, wie die Durchführung einer Kapitalerhöhung, sind daher notwendig, um überhaupt das Interesse einer breiten Investorenbasis für die Aktie zu wecken. Bei der Strukturierung des gesamten Prozesses sollte daher auch die Durchführung einer Kapitalmaßnahme angelegt und somit bereits im Vorfeld an Prospekt, Kapitalerhöhungsdokumentation sowie Vermarktungsunterlagen wie bei einem klassischen IPO gearbeitet werden. Aufgrund der bereits vorhandenen Börsennotierung unterliegen die Vermarktungsaktivitäten gewissen rechtlichen Grenzen. Zu nennen sind hier insbesondere die neuen Vorgaben der Marktmissbrauchsverordnung sowie die allgemeinen insiderrechtlichen Vorgaben. Auf der anderen Seite bedeutet die bestehende Börsennotierung auch einen immensen Vorteil für die Vermarktung. Die Investoren wissen, dass sie eine handelbare Aktie erhalten, da ein Scheitern des Listings ausgeschlossen ist. Ferner kann über die Kapitalmarktkommunikation im Vorfeld bereits Interesse bei den Investoren geweckt und es können bereits einige Investoren über den Markt in die Aktie geholt werden. Dies gibt zum einen den Investoren im Vergleich zum klassischen IPO-Prozess mehr Zeit, sich mit der Equity Story zu befassen. Zum anderen kann über diese Investoren (und natürlich auch über den übrigen Streubesitz) bei einer möglichen Kapitalmaßnahme im Rahmen eines

Bezugsangebotes Nachfrage für die Aktie und somit ein Mittelzufluss generiert werden. Die Transaktionssicherheit steigt dadurch.

Ein *Reverse* oder *Cold IPO* kann gerade bei kleineren Unternehmen eine sinnvolle Strukturierungsalternative im Vergleich zu einem klassischen IPO-Prozess sein. Eine solche Struktur erhöht die Transaktionssicherheit bezogen auf das Listing und erleichtert aus unserer Sicht auch eine potentielle Kapitalaufnahme. Doch auch wenn ein solches Modell das *Going Public* und eine spätere Kapitalaufnahme unter Umständen risikoloser macht, die Vorbereitung der Transaktion und das spätere *Being Public* vereinfacht sie nicht. Notwendige gesell-

schaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, Hauptversammlungserfordernisse sowie externe Gutachten erhöhten sogar eher die Komplexität. Eine frühzeitige Einschaltung der notwendigen Berater ist daher unbedingt zu empfehlen. Der spätere Erfolg eines Unternehmens an der Börse hängt zum großen Teil auch davon ab, ob neben der operativen Performance auch die Performance bei der Einhaltung der Kapitalmarktstandards stimmig ist. Die Vorbereitung aller Beteiligten auf diese Anforderungen sowie die Notwendigkeit der Etablierung einer börsenfähigen Struktur sollten nach den gleichen Standards wie bei einem klassischen IPO-Prozess erfolgen und ein wesentlicher Bestandteil der Vorbereitung sein.

Felix Pröfrock, Corporate Finance  
Oktober 2016

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:  
[www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung](http://www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung)

**Kontakt:**

**Dr. Jens Kruse**

Leiter Corporate Finance

Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

[jkruse@mmwarburg.com](mailto:jkruse@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798