

Reverse IPOs

Des Kaisers neue Kleider

Eigentlich sind die Voraussetzungen für Börsengänge an den Märkten seit einiger Zeit gut: Die Kurse sind auf einem hohen Stand mit weiter positiven Aussichten, auch Unternehmensgewinne entwickeln sich positiv. Die Zahl der Börsengänge in Deutschland ist jedoch weiterhin – auch im Vergleich zum Ausland – gering. Eine Alternative zum echten Börsengang, die derzeit wieder verstärkt genutzt wird, ist das sogenannte Reverse IPO, das heißt die Nutzung eines Mantels.

Von Dr. Thorsten Kuthe und Madeleine Zipperle

Seit der Finanzkrise, also seit bald zehn Jahren nunmehr, kommt der Markt für Börsengänge in Deutschland nicht so richtig in Schwung. Finanzkrise, Eurokrise, Brexit, Wahlen in den USA und in Europa – viele Gründe werden genannt, wenn es um die immer wieder nervöse Stimmung an den Primärmärkten geht. Vor dem Hintergrund stellen Unternehmen, die an die Börse streben, häufiger die Frage, ob es alternative Gestaltungsmöglichkeiten gibt.

Die klassische Alternative zum normalen Börsengang ist das sogenannte Reverse IPO. Hierbei wird ein nicht-notiertes Unternehmen in einen bestehenden Börsenmantel eingebracht, d.h. in eine börsennotierte Gesellschaft, die kein operatives Geschäft und (so gut wie) kein Vermögen hat. Damit ist die Börsennotierung hergestellt. Wesentliche Motivation für einen Börsengang ist jedoch in den meisten Fällen, Eigenkapital bei Investoren aufzunehmen. Daher schließt sich an die Einbringung des nicht-notierten Unternehmens in den Mantel meist eine Kapitalerhöhung an.



Beim Reverse IPO wird die technische Notierungsherstellung von der Kapitalaufnahme entkoppelt.

Vor- und Nachteile

Was spricht für, was gegen ein solches Reverse IPO? Bei klassischen Börsengängen heißt es meist alles oder nichts – scheitert die geplante Kapitalaufnahme, so wird in der Regel die gesamte Transaktion abgesagt. Damit hat das Unternehmen hohe Kosten ohne ein zählbares Ergebnis und als „Zugabe“ negative Presse. Beim Reverse IPO hingegen wird die technische Notierungsherstellung von der Kapitalaufnahme entkoppelt. Gerade wenn das Geschäftsmodell schrittweise skalierbar ist, können Kapitalmaßnahmen in mehreren Schritten erfolgen und jeweils günstige Zeitpunkte für einzelne kurzfristige Maßnahmen genutzt werden. Auch können die Emittenten an der Börse dann erst einmal zeigen, dass sie tatsächlich „liefern“ und ihre Zusagen zu künftigen Entwicklungen, Transparenzpflichten und anderen Aspekten einhalten. Demgegenüber steht meist eine zeitliche Verzögerung und der Nachteil der geringeren medialen Aufmerksamkeit. Auch ist ein Börsengang – zumindest einer, der „glatt durchläuft“ –, meist erfolgreicher und kostengünstiger als eine vergleichbare Manteltransaktion.

Schritt für Schritt

Wie läuft ein Reverse IPO konkret ab? Zunächst gilt es, einen geeigneten Börsenmantel zu identifizieren. An diesem Mantel gilt es dann, ein Aktienpaket zu erwerben, das mindestens die Mehrheit der Stimmen sichert; meist werden aber wesentlich größere Anteilspakete erworben. In einem zweiten Schritt wird das

bestehende, nicht notierte Unternehmen in den Mantel eingebracht. Dies geschieht im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Hierzu muss in der Regel eine sogenannte kombinierte Bar-/Sachkapitalerhöhung in der Hauptversammlung beschlossen werden.

Dies führt nicht selten zu Begegnungen mit Kleinaktionären, die Erpressungspotenzial erkennen. Das lässt sich in den Griff bekommen, interessant ist es aber natürlich, die Publikumshauptversammlung mit diesen Beschlüssen zu vermeiden. Das ist möglich, wenn eine Kapitalherabsetzung in nicht unerheblichem Umfang bei der Mantelgesellschaft beschlossen werden kann. Besteht in diesem



Dr. Thorsten Kuthe ist Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er ist Experte u.a. für Börsengänge (Equity und Debt), Private Equity und M&A-Transaktionen.

Madeleine Zipperle ist Rechtsanwältin und Salary Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Ihre Fachbereiche sind u.a. Aktienrecht, Gesellschaftsrecht und Private Equity. Sie ist zudem Lehrbeauftragte für Kapitalmarktrecht an der Hochschule Fresenius.

Fall schon ein genehmigtes Kapital oder wird gleichzeitig beschlossen, so ist es möglich, aus dem genehmigten Kapital eine Kapitalerhöhung darzustellen, deren Volumen deutlich über dem aktuellen Grundkapital liegt.

Drum prüfe, was sich bindet

Wird beispielsweise in einer Hauptversammlung ein genehmigtes Kapital von 50% des bestehenden Grundkapitals geschaffen und gleichzeitig beschlossen, das Grundkapital im Verhältnis 10:1 zu reduzieren (sowie das neue genehmigte Kapital vor der Kapitalherabsetzung eingetragen), beträgt das genehmigte Kapital danach 500% des reduzierten Grundkapitals. Kann der Eigentümer der nicht notierten Gesellschaft einen großen Anteil des Grundkapitals des Mantels erwerben, so ist die Einbringung durch eine Sachkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital wirtschaftlich sinnvoll möglich, ohne dass dazu ein Hauptversammlungsbeschluss gefasst wird. Das führt zu erheblichen Vorteilen bei Zeit, Kosten und



Wesentliche Vorteile bietet es, bei dem Mantel durch eine Kapitalherabsetzung ein großes genehmigtes Kapital zu schaffen.

Transaktionssicherheit und sollte daher bei jeder Manteltransaktion geprüft werden.

Gelingt auf diese Weise die Notierung des operativen Geschäfts, kann die ganze Klaviatur der Finanzierungsinstrumente am Kapitalmarkt genutzt werden. Dafür sollte nach der Einbringung direkt in einer Hauptversammlung neues genehmigtes und bedingtes Kapital für Wandelschuld-

verschreibungen geschaffen werden. Dann kann eine größere Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht aus genehmigtem Kapital durchgeführt werden, eine 10%-Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht, oder es wird eine Wandelschuldverschreibung platziert. Manchmal werden all diese Maßnahmen nach und nach durchgeführt: Auf diese Weise kann flexibel auf jeweils günstige Platzierungsgelegenheiten reagiert werden.

Fazit

Insgesamt kann eine Manteltransaktion eine interessante Alternative zum klassischen Börsengang sein. Dies hängt jeweils von den konkreten Umständen des Einzelfalls ab. Wesentliche Vorteile bietet es, bei dem Mantel durch eine Kapitalherabsetzung ein großes genehmigtes Kapital zu schaffen. Dann kann relativ schnell die Basis geschaffen werden, um in mehreren Schritten zu günstigen Zeitpunkten Kapital aufzunehmen und so nach und nach ein wachsendes Geschäft zu finanzieren. ■

ANZEIGE

Richtig dicke Fische angeln:

Der Bewertungs- und Finanzierungsleitfaden für Investoren & Startups

Wie ticken Investoren? Wie lassen sich Schwachstellen in Geschäftsmodellen identifizieren? Was beflügelt den Startup-Erfolg? Sven von Loh sensibilisiert Gründer und Investoren für die jeweils andere Perspektive. Unterschiedliche Erwartungen werden transparent – Grundvoraussetzung, damit die Zusammenarbeit auf Zeit erfolgreich gelingt. Gründer erfahren, was ein gutes Startup auszeichnet, welche Faktoren den Erfolg beeinflussen, wie sie ihr Vorhaben finanzierungsfähig machen und den passenden Investor finden. Der Autor deckt auf, wie Investoren Startup-Projekte wirklich bewerten. Er zeigt, wie der Kapitalgebereinstieg gelingt, das Miteinander funktioniert und wann ein Exit beiden Seiten einen maximalen Nutzen bietet. Risikokapitalgeber erfahren einen innovativen Startup-Bewertungsleitfaden, den sie nutzen können, um Investitionsrisiken zu analysieren und zu minimieren. Anleitungen und Tipps, Beispiele und Hintergrundinformationen, die bislang nur wenige kennen, garantieren den Lesern einen zusätzlichen Nutzwert.

GoingPublic Media AG, ISBN 978-3-943021-67-7, 288 Seiten, 29,95€, Mai 2015



Jetzt bestellen:
<http://vc-mag.de/dickefische>