



## GASTBEITRAG

# Die Renaissance der Manteltransaktionen

Till Wrede

Direktor  
Head of Equity  
Capital Markets  
M.M.Warburg

Felix Pröfrock

Abteilungs-  
direktor Equity  
Capital Markets  
M.M.Warburg

Börsen-Zeitung, 30.12.2016

Zu Jahresbeginn 2017 dürfte der Optimismus in Bezug auf die Neuemissionsstätigkeit der nächsten zwölf Monate wieder groß ausfallen. Dabei muss man jedoch konstatieren, dass in den vergangenen Jahren viele IPO-Projekte nicht wie angekündigt abgeschlossen werden konnten. Es gab signifikante Verschiebungen, Preis- und Volumenreduzierungen sowie Komplettabsagen. Meistens hieß die Begründung dafür „unvorteilhafte Marktverhältnisse“, gemeint war aber, dass die begleitenden Banken und der Emittent nicht die nötige Nachfrage generieren konnten. Dies kann auf der einen Seite an überzogenen Preisvorstellungen oder einer nicht ausreichenden Qualität der Equity Story gelegen haben. Auf der anderen Seite sind sich die Investoren bei ihren Preisverhandlungen aber der punktuellen Drucksituation des Emittenten nach einem angekündigten Börsengang bewusst. Man kann trotz der vorhandenen Liquidität im Markt von einem stark ausgeprägten Käufermarkt sprechen.

### Trend zur Vorabplatzierung

Emittenten und die sie begleitenden Banken versuchen daher, Transaktionsstrukturen zu etablieren, die diese Platzierungsrisiken reduzieren. Eine dieser Strukturen zur Erhöhung der Transaktionssicherheit ist die Vorabplatzierung von Aktien vor der offiziellen Bekanntgabe des Börsengangs. Dieses Vorgehen hat sich bei größeren Transaktionen bewährt – Beispiele sind hier die Börsengänge von Hella oder Evonik. Bei kleineren Emittenten, den sogenannten Small Caps, fehlt es für dieses Vorgehen aber häufig an der notwendigen Bekanntheit sowie der Bereitschaft potenzieller Investoren, sich im Vorfeld eingehend mit bisher unbekanntem Unternehmen auseinanderzusetzen.

Small-Cap-Emittenten nutzen für ihren Weg an die Börse daher zunehmend einen anderen Weg, um eine höhere Transaktionssicherheit herzustellen und die Drucksituation zum Zeitpunkt der Platzierung abzuschwächen: den sogenannten Reverse-IPO bzw. die Manteltransaktion.

Dabei wird die operative, an die Börse zu bringende Gesellschaft in einen bestehenden, leeren Börsenmantel gegen Ausgabe neuer Aktien ein-

gebracht. Die mit dem Börsengang angestrebte Platzierung von Aktien wird dann mit dem „wiederbelebten“ Börsenmantel als Emittenten durchgeführt. Dabei können sowohl

Aktien aus einer weiteren Kapitalerhöhung als auch bestehende Aktien platziert werden. Beispiele der jüngeren Vergangenheit für derartige Börsengänge sind die Medios AG, ehemals Crevalis Capital AG, oder die GxP German Properties AG, ehemals Cleanventures AG.

Der herausstechende Vorteil dieser Transaktionsstruktur besteht darin, dass die Herstellung der Börsennotierung nicht von einem (Voll-)Platzierungserfolg abhängig ist und sich damit die Verhandlungsposition des Emittenten bei der Platzierung verbessert. Bei einer Manteltransaktion besteht für den Emittenten vielmehr die Möglichkeit, über einen längeren Zeitraum unter Beachtung der gesetzlichen Restriktionen mit dem Kapitalmarkt zu kommunizieren, die Equity Story bekannt zu machen und gegebenenfalls auch in kleineren Schritten den Streubesitz sukzessive zu erhöhen.

Zudem existiert in dieser Phase bereits ein Börsenpreis, der je nach Höhe des Streubesitzes und der Handelsliquidität eine mehr oder minder belastbare Marktbewertung des Unternehmens anzeigt. Bereits mit der Umsetzung der vorbereitenden Strukturierungsmaßnahmen beginnt das Management des Emittenten, sich einen Track Record aufzu-

bauen. Ist die Manteltransaktion für kleinere Emittenten nun der Königsweg an den Kapitalmarkt?

Neben den Vorteilen der sicheren Börsennotiz und der Verbesserung der Verhandlungsposition bei der Platzierung gibt es auch Nachteile. So besteht die Notwendigkeit, alleine oder in Zusammenarbeit mit anderen zunächst die Kontrolle über eine börsennotierte Mantelgesellschaft zu erlangen (Ziel ist eine Hauptversammlungsmehrheit von 75%). Dies löst bei einer im regulierten Markt notierten Mantelgesellschaft regelmäßig ein Übernahmeangebot zu irgendeinem Zeitpunkt der Transaktion aus. Außerdem sind als Nachteile insbesondere rechtliche Risiken bei der Vorbereitung der Transaktion und erhöhte Kosten zu nennen.

Mit der Mantelgesellschaft ist eine bereits börsennotierte AG von Beginn an in den Prozess eingebunden. Damit unterliegen umzusetzende Maßnahmen den gesetzlichen Transparenzpflichten (Ad-hoc-Publizität) und gesellschaftsrechtliche Veränderungen der Zustimmung der Hauptversammlung. Die umzusetzenden Maßnahmen geschehen damit zu einem Großteil unter öffentlicher Beobachtung und mit einer aufgrund der Zeit- und Formerfordernisse für die Durchführung von Hauptver-

sammlungen börsennotierter Gesellschaften im Vergleich zu Gesellschafterbeschlüssen privater Unternehmen eingeschränkter Flexibilität.

Besonders nachteilig können sich dabei die Anfechtungsmöglichkeiten von Minderheitsaktionären gegen notwendige Strukturmaßnahmen

auswirken. Die Mantelgesellschaft verändert sich durch die Einbringung der operativen Gesellschaft derart, dass die in einem erforderlichen Prospekt zu veröffentlichenden historischen Finanzinformationen deutlich komplexer werden.

Zum einen muss den gesetzlichen Anforderungen und Beschränkungen bei der Veröffentlichung der Finanzinformationen in einem Prospekt entsprochen werden, zum anderen wird das Zahlenwerk vor allem für die Vermarktung der Aktie benötigt. Die verfügbaren beziehungsweise erstellbaren und für eine Veröffentlichung geeigneten Zahlen erfüllen aber nicht zwangsläufig beide Voraussetzungen.

Die Bewertung der operativen Gesellschaft bei der Einbringung in den Börsenmantel erfolgt in einem Spannungsfeld zwischen den Verhandlungen der jeweiligen maßgeblichen Anteilseigner, steuerlichen Überlegungen und der Bestätigungsfähigkeit eines Wirtschaftsprüfers für die Eintragung der Sachkapitalerhöhung in das Handelsregister. Damit entspricht diese eher zufällig einer angemessenen Börsenbewertung. Gleichwohl setzt diese Einbringungsbewertung einen Preispunkt bei der Vermarktung der Aktie.

### Etwas höhere Kosten

Alles in allem sind bei einer Manteltransaktion die durchgerechneten Kosten für die Eigentümer der operativen Gesellschaft aufgrund der aufwendigeren vorgelagerten Strukturierungsarbeiten und des potenziell notwendigen „Windfall Profits“ des existierenden Streubesitzes der Mantelgesellschaft etwas höher. Zudem steigen die gesellschaftsrechtlichen Umsetzungsrisiken. Dafür sinken die Transaktionsrisiken bei einer guten Equity Story und einem überzeugenden Management deutlich. Die Manteltransaktion ist damit eine interessante Variante, einen Börsengang zu realisieren. Es ist aber für den jeweiligen Einzelfall zu prüfen, ob diese Transaktionsstruktur geeignet ist, die gesteckten Ziele bestmöglich zu erreichen. Beim Börsengang der Medios AG war dies der Fall.