



Yggdrasil SPAC 1: „Auf der Überholspur an die Börse“

Die Yggdrasil SPAC 1 AG wurde im April dieses Jahres gegründet und ist seit Anfang Oktober als Mantelgesellschaft an der Börse Düsseldorf gelistet. Gesucht wird nun ein Zielunternehmen vornehmlich mit industriellen Schwerpunkt. GoingPublic sprach mit CEO Werner Weiß über die Zukunftspläne der Gesellschaft.

Von ImMünchen - 30. November 2023

Reverse IPO Überholspur an die Börse

– Whitepaper –

Werner Weiß

www.IPO-Mantelgesellschaft.de

www.Yggdrasil-SPAC-1.de

www.Yggdrasil-SPAC-2.de

Januar 2024



Inhaltsverzeichnis

1. Warum sollte ein Unternehmen an die Börse gehen?	3
A. Welche Vorteile hat eine Börsennotiz?	3
1. Kapitalbeschaffung und Finanzierungseffekte	3
2. Attraktivität für Mitarbeiter und Führungskräfte.....	5
3. Werbung und PR, Image und Bonität.....	5
4. Buy & Build-Strategien und strategische Partnerschaften.....	5
B. Welche Nachteile hat eine Börsennotiz?	6
1. Kosten	6
2. Publizität und Öffentlichkeit.....	6
C. Nach welchen Kriterien fällt eine Entscheidung?.....	7
2. Welche Wege führen an die Börse?	8
A. Traditioneller Börsengang (IPO)	8
B. Direct Listing	9
C. Reverse Merger, Reverse IPO, Cold IPO, Mantelkauf.....	10
D. Welcher ist der richtige Weg?	14
3. Welche Voraussetzungen gibt es für einen reverse IPO?	16
A. Geeignete Mantelgesellschaft.....	16
B. Geeignete Zielgesellschaft.....	16
4. Fazit	18



1. Warum sollte ein Unternehmen an die Börse gehen?

Bevor sich ein Unternehmen mit der Umsetzung eines Börsengangs bzw. IPO auseinandersetzt, ist es entscheidend, die zugrundeliegenden Ziele klar zu definieren. Soll die Kapitalbeschaffung im Vordergrund stehen oder ist das Bestreben nach größerer Publizität und der Attraktivität für qualifiziertes Personal von höherer Bedeutung? Es ist unabdingbar, sich bewusst zu machen, welche Rolle eine mögliche Börsennotierung in der weiteren Unternehmens- und Wachstumsstrategie spielen kann und welche Alternativen zur Verfügung stehen. Letztendlich ist die Börsennotiz immer nur ein Werkzeug. Und dieses Werkzeug kann in der Schublade bleiben oder sehr aktiv eingesetzt werden.

A. Welche Vorteile hat eine Börsennotiz?

Die Deutsche Börse fasst die potenziellen positiven Aspekte einer Börsennotierung so zusammen:

Finanzierung	Diversifikation	Personal	Strategie
<ul style="list-style-type: none">▪ Zugang zu Kapital▪ Stärkung der Eigenkapitalbasis▪ Finanzielle Unabhängigkeit▪ Vergleichsweise höhere Unternehmensbewertung als nichtöffentliche Unternehmen▪ Schaffung einer Akquisitionswährung▪ Sicherstellen von Wachstum, insbesondere in den Bereichen Vertrieb, Personal und Innovation	<ul style="list-style-type: none">▪ Möglichkeit zur Vermögensdiversifikation und zum teilweisen Ausstieg bisheriger Aktionäre und Eigentümer▪ Beteiligung am zukünftigen Wachstum eines Unternehmens▪ Sicherung oder Vereinfachung der Unternehmensnachfolge	<ul style="list-style-type: none">▪ Beteiligung von Management und Mitarbeitern am Unternehmenserfolg▪ Gewinnung neuer Talente, z. B. für Führungspositionen▪ Attraktivität und Seriosität als Arbeitgeber, ggf. durch Mitarbeiter-Beteiligungsmodelle	<ul style="list-style-type: none">▪ Stärkung und Ausbau der Marktposition▪ Organisches und akquisitionsbasiertes Wachstum▪ Erhöhung des Bekanntheitsgrades, Prestige und Markenimage▪ Konsolidierung eines fragmentierten Marktes (M&A)▪ Internationalisierung▪ Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit

Abbildung 1 - Gründe für einen Börsengang, Quelle: Deutsche Börse

1. Kapitalbeschaffung und Finanzierungseffekte

Eine Beteiligung an einer gelisteten AG ist leichter **handelbar**. Während eine Beteiligung an einer privaten GmbH in aufwändigen M&A-Prozessen ge- oder verkauft wird, kann eine gelistete Beteiligung deutlich flexibler transferiert werden. Ein Verkauf kann entweder als Ganzes oder in beliebigen Teilen über die Börse oder über sogenannte OTC-Trades außerbörslich erfolgen. Vorausgesetzt natürlich, es finden sich auch Kaufinteressenten. Potenziellen Eigenkapitalinvestoren steht damit aber grundsätzlich jederzeit eine vergleichsweise schnelle und unkomplizierte Exit-Möglichkeit offen.



Das **Mitspracherecht** der Aktionäre ist klar geregelt. Beteiligungen an einer privaten GmbH werden meist durch umfangreiche Beteiligungsverträge organisiert, die Informationspflichten, Zustimmungserfordernisse, etc. beinhalten. Was bei einer einzelnen Beteiligung durchaus sinnvoll ist, kann bei einer Vielzahl von Beteiligungsgebern (mit jeweils verschiedenen Interessen) und mehreren Finanzierungsrunden (z. B. Serie A, Serie B, etc.) zu sehr aufwändigen Vertragsgestaltungen führen. Insbesondere wenn Verwässerungsschutzklauseln und Liquidierungspräferenzen beinhaltet sind. Das kann potenzielle Investoren abschrecken.

Die **Bewertung** ist bei börsennotierten Unternehmen meist höher als bei privat gehaltenen Unternehmen. Aufgrund der o.g. Punkte ist ein Investment attraktiver und damit billigt ein Investor der Gesellschaft eine höhere Bewertung zu. In vielen Studien wird von einem Faktor 2,0 bis 2,5 gesprochen, der sich in der aktuellen Börsenlandschaft aber wohl stark relativiert hat und zu optimistisch ist. Im aktuellen Umfeld ist wohl eher ein Faktor 1,5 zu erzielen.

Diese höhere Unternehmensbewertung ist insbesondere für die weitere Kapitalbeschaffung wichtig. Je höher die Bewertung ist, auf deren Basis eine neue Kapitalrunde stattfindet, umso geringer ist die mögliche Verwässerung der bisherigen Altaktionäre. Insbesondere die Gründer als Erstinvestoren können davon stark profitieren.

Die üblichen Verfahren zur Unternehmensbewertung sind:

- Multiplikatorverfahren
 - KGV, KUV, KCV, EBIT-Multiple, EBITDA-Multiple
 - PEG-Ratio
- Dynamische Verfahren
 - Discounted Cashflow
 - Ertragswertverfahren
- Vergleichswertverfahren oder Peergroup Vergleich

Ein zentrales Motiv für einen Börsengang ist der Zugang zu einem breiten Kapitalmarkt und damit eine einfachere Möglichkeit, neues **Eigenkapital** zu beschaffen. Oft wird dieser Grund an erster Stelle genannt, aber hier bewusst als letzter Punkt aufgeführt. Als gelistete AG können Kapitalerhöhungen pragmatisch umgesetzt werden. Über Beschlüsse der Hauptversammlung (als direkter Beschluss oder als genehmigtes Kapital) und anschließender Platzierung über einen Placement Agent gibt es vielfältige Möglichkeiten. Interessant sind dabei die jeweiligen Regelungen des Aktienrechts und des Börsenplatzes, um Kapitalerhöhungen mit/ohne Bezugsrecht und ggf. ohne die Erstellung eines Wertpapierprospekts durchzuführen.

Trotzdem bleibt ein warnender Hinweis! Gesellschaften, die einen Börsengang ausschließlich wegen einer (einmaligen) Kapitalbeschaffung anstreben, werden regelmäßig enttäuscht werden. Die vielfältigen Möglichkeiten einer Börsennotierung werden dabei bei weitem nicht ausgeschöpft und die Kosten/Nutzen-Relation ist nicht im Gleichgewicht. Wie oben erwähnt: **Eine Börsennotierung ist ein mächtiges Werkzeug, das aktiv genutzt werden will.**



2. Attraktivität für Mitarbeiter und Führungskräfte

Für **Mitarbeiter und Führungskräfte** steigt die Attraktivität als Arbeitgeber. In Technologie-gesellschaften ist der „war-for-talents“ allgegenwärtig. Eine angemessene Bezahlung und umfangreiche weitere Leistungen werden als Standard angesehen. Aber wie können die Besten der Besten für ein Unternehmen gewonnen werden? Neben dem positiven Image einer erfolgreichen börsennotierten AG sind **Optionen** ein flexibles Instrument, um Anreize zu bieten. Ein Modell, das für beide Seiten attraktiv ist: Die AG zahlt „nur“ ein geringes Fixum, die Erfolgsbeteiligung fällt dann an, wenn der Aktienkurs auch wirklich steigt. Die Mitarbeiter werden zu Mitunternehmern und haben es quasi selbst in der Hand, den Erfolg voranzutreiben, wovon sie dann auch überproportional profitieren können.

Selbstverständlich können Mitarbeiterbeteiligungen auch bei einer GmbH umgesetzt werden, allerdings deutlich aufwändiger und vor allem ohne die Transparenz eines täglichen Aktienkurses, der jederzeit online abgefragt werden kann.

3. Werbung und PR, Image und Bonität

Der Börsengang kann auch zur Sichtbarkeit und Bekanntheit, neudeutsch „Awareness“, eines Unternehmens gegenüber potenziellen Investoren und Kunden beitragen. Die Regulatorik erzwingt eine regelmäßige Information, die sich dann in vielen weiteren Kanälen verbreitet und verschiedenste Stakeholder anspricht: weitere Journalisten, potenzielle Kunden, interessierte Mitarbeiter, mögliche Kapitalgeber, verkaufswillige Konkurrenten, usw. Dies kann sich wiederum positiv auf das Wachstum und den Umsatz des Unternehmens auswirken. Zudem verleiht der Nimbus eines börsennotierten Unternehmens auch heute noch ein gewisses Maß an Glaubwürdigkeit und Legitimität, das die Attraktivität für Kunden und andere Geschäftspartner nochmals steigern kann.

4. Buy & Build-Strategien und strategische Partnerschaften

Der häufigste Grund für einen Börsengang ist – neben dem Zugang zu Kapital – die Möglichkeit Joint Ventures, M&A-Deals und strategische Partnerschaften einzugehen. Insbesondere bei der Umsetzung von Buy-and-Build-Strategien kann die Nutzung der eigenen Aktien als „Akquisitionswährung“ ein wesentlicher Baustein sein.

Beispiel: Eine börsennotierte Gesellschaft möchte eine weitere Firma kaufen, um mit einem kompletteren Produktprogramm die gleiche Zielgruppe zu bedienen. Den Eigentümern der Zielgesellschaft kann dabei alternativ die Bezahlung des Kaufpreises in Form von Aktien angeboten werden. In der Praxis werden die Gesellschafter eine vollständige Bezahlung mit Aktien eher selten akzeptieren, aber die Zahlung ist auch beliebig mit Fremdkapital zu mischen, z. B. 70 % in Aktien, 30 % in Cash. Durch entsprechende Haltefristen besteht so auch die Möglichkeit, Schlüsselpersonen noch längerfristig zu binden und bloßes „Kasse machen“ der Verkäufer zu verringern.

Das gleiche Prinzip gilt auch für Partnerschaften und Joint Ventures. Immer, wenn eine Transaktion Kapital erfordert, kann neben Bargeld (ob als Eigen- oder Fremdkapital) auch die eigene Aktie als „Währung“ eingesetzt werden.



B. Welche Nachteile hat eine Börsennotiz?

Es gibt einige Nachteile, die mit einem Listing an der Börse verbunden sind, im Wesentlichen sind das die (mitunter erheblichen) Kosten und die vorgeschriebene öffentliche Transparenz (Berichtspflichten).

1. Kosten

Eine Gesellschaft, die Überlegungen zu einem Börsengang hat, muss sehr genau die einmaligen und laufenden Kosten einer Börsennotiz kalkulieren. Abhängig vom eingeschlagenen Weg an die Börse können sich die einmaligen Kosten von überschaubar (z. B. bei einem reverse IPO) bis sehr schnell auch in sechs- und siebenstelligen Bereichen (z. B. bei einem traditionellen Börsengang) bewegen. Die laufenden Kosten sind zudem abhängig vom gewählten Börsensegment. Im Freiverkehr sind sie deutlich niedriger als im regulierten Markt oder im amtlichen Handel. Die Deutsche Börse nennt die Kosten für einen (traditionellen) Börsengang wie folgt:



Abbildung 2 - Kosten eines IPO, Quelle: Deutsche Börse

2. Publizität und Öffentlichkeit

Börsennotierte Gesellschaften sind verpflichtet in einem bestimmten Rhythmus Unternehmenszahlen zu veröffentlichen und damit ein höheres **Transparenzlevel** zu schaffen. Abhängig vom Börsensegment besteht eine Verpflichtung bestimmte Meldungen zu veröffentlichen. Im Freiverkehr der Börse Düsseldorf sind z. B. folgende Meldungen verpflichtend:

- Geprüfter Jahresabschluss
- Halbjahresbericht
- Insiderinformationen (früher: Ad hoc Mitteilungen)
- Directors' Dealings
- Unternehmenskalender



Der zeitliche, personelle und finanzielle Aufwand zur Erfüllung dieser Vorschriften sollte nicht unterschätzt werden. Hinzu kommen Fragen, Gesprächswünsche u. ä. von Investoren, Presse und anderen Mitgliedern der Financial Community.

Die Publizitätspflichten einer notierten Gesellschaft wirken sowohl positiv als auch negativ. Wie oben beschrieben, sind die Auswirkungen auf Image, Bonität, etc. häufig positiv. Allerdings informiert das öffentliche Reporting auch Konkurrenten und Kunden. Insbesondere in sehr kompetitiven Branchen wie etwa Automotive möchte z. B. ein Zulieferer nicht unbedingt seine Gewinnsituation dem OEM bekannt machen.

C. Nach welchen Kriterien fällt eine Entscheidung?

Neben den vielen Vorteilen eines Börsengangs sind ebenfalls die negativen Auswirkungen zu beachten.

Eine fundierte Entscheidung zwischen den Alternativen kann über eine Nutzwertanalyse erfolgen, z. B. nach folgendem Schema:

Kriterium	Gewichtung	Bewertung			Ergebnis		
		Alt 1 - GmbH	Alt 2 - reverse IPO	Alt 3 - trad. IPO	Alt1	Alt2	Alt3
Kapital/Finanzierung	10%	3	6	10	0,3	0,6	1,0
Mitarbeiter/stakeholder	10%	5	8	8	0,5	0,8	0,8
Werbung/PR/IR	10%	2	6	9	0,2	0,6	0,9
Strategie/JV/buy-and-build	10%	2	9	9	0,2	0,9	0,9
Kosten	30%	9	9	1	2,7	2,7	0,3
neg. Transparenz	10%	9	5	2	0,9	0,5	0,2
Risiko Transaktion	20%	1	2	10	0,2	0,4	2,0
Summen					5,0	6,5	6,1

Abbildung 3 - Nutzwertanalyse IPO, Bewertung 0=unattraktiv, 10=sehr attraktiv



Die Vor- und Nachteile sind klar ersichtlich:

Der **Zeitbedarf** und Vorlauf liegt bei (optimistischen) 8-10 Monaten. In dieser Zeit ist das Management mit umfangreichen Vorbereitungen und Koordinationen beschäftigt – neben dem Tagesgeschäft.

Die **Kosten** für den Vorlauf sind beträchtlich. Neben den Honoraren für Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Wertpapierprospekt und Berater sind die Kosten für die eigentliche Platzierung der Aktien relevant. Abhängig vom Platzierungsvolumen muss hier mit 4-10 % gerechnet werden.

Nicht zu unterschätzen ist das **Timing-Risiko**. Im deutschen Börsenumfeld gibt es immer wieder Zeitfenster, in denen ein IPO nicht platzierbar ist, beispielsweise beim Zusammenbruch des Neuen Marktes (2001/2002), der Subprime-Krise (2008/2009), der Corona-Pandemie (2020/2021) oder zu Beginn des Ukraine-Kriegs (2022). Der Worst-Case tritt dann ein, wenn nach vielen Monaten Vorbereitungszeit und erheblichen Honoraren der geplante IPO-Zeitpunkt genau in eine solche Phase fällt.

Natürlich hat ein IPO auch entscheidende **Vorteile**: Wenn's läuft, dann läuft's!

B. Direct Listing

Beim Direct Listing werden lediglich bestehende Aktien des Unternehmens zum Börsenhandel zugelassen und der Abverkauf durch die Altaktionäre findet über die Börse statt. Vor der Börseneinführung findet kein Bookbuilding-Verfahren und auch keine (Um-)Platzierung statt, was den Prozess flexibler gestaltet und die Transaktionskosten deutlich senkt. Einen vorab festgelegten Preis für den Erwerb der Aktien gibt es daher nicht und somit auch nicht das Risiko von Preis- und Bewertungsabschlägen durch ein volatiles Marktumfeld.

Die Bewertung des Unternehmens erfolgt erstmals durch den Börsenpreis am ersten Handelstag, der durch Angebot und Nachfrage ermittelt wird. Die Anteile der Gründer und Altaktionäre werden bei dieser Struktur nicht verwässert, da keine neuen Aktien ausgegeben werden. Der schwedische Musik-Streamingdienst Spotify entschied sich bei seinem Börsendebüt in New York im Jahre 2018 für ein Direct Listing (eine Direktplatzierung). Trotz des hohen Medieninteresses beim Börsengang von Spotify konnte sich dieser Trend in Europa noch nicht etablieren.

Die **Vorteile** sind offensichtlich: Die **Kosten** für eine Notierungsaufnahme sind sehr überschaubar (oft wenige 10 T€), die **zeitliche Belastung** für das Management gering (mehr Administration), sogar ein Wertpapierverkaufsprospekt ist in der Regel nicht notwendig.

Die **Nachteile** liegen in der fehlenden Kapitalerhöhung und in der meist geringen Liquidität (Wer soll mit wem handeln?). Es liegt am Unternehmen, mit einer erfolgreichen Geschäftsentwicklung und guten Kommunikation das Interesse für die Aktie zu steigern. Ähnlich wie bei einem reverse IPO können diese Punkte aber schrittweise ergänzt werden (Siehe unter reverse IPO).



C. Reverse Merger, Reverse IPO, Cold IPO, Mantelkauf

Gibt es noch eine Zwischenstufe? Einen Modus, in dem die einfache Struktur (Direct Listing) genutzt wird, und die extreme Komplexität (traditioneller IPO) vermieden wird?

Der **Ablauf** ist denkbar einfach: Ausgangspunkt ist eine an der Börse notierte Mantelgesellschaft. Die Mantelgesellschaft ist entweder eine ehemals operative Aktiengesellschaft, die das operative Geschäft eingestellt hat. Oder eine AG die genau zu diesem Zweck gegründet wurde. Eine „alte“ Gesellschaft hat dabei den Vorteil einer gewissen Historie und eines gewachsenen Freefloat, allerdings können aus dem ehemaligen operativen Geschäft auch nach vielen Jahren noch Haftungsrisiken auftauchen. Die saubere Lösung ist in jedem Fall eine „neue“ Mantelgesellschaft, die noch nie ein operatives Geschäft hatte.

Diese Mantelgesellschaft beschließt eine (sehr große) Kapitalerhöhung aus Sacheinlage gegen die Einbringung der Zielgesellschaft. Nach der Einbringung mittels Einbringungsvertrag werden alle Parameter der neuen Gesellschaft neu definiert. Der Geschäftszweck wird geändert, der Vorstand ausgetauscht, der Aufsichtsrat neu gewählt und die Satzung überarbeitet.

Beispiel: Am 09.10.2023 wurde die Yggdrasil SPAC 1 AG in den allgemeinen Freiverkehr in Düsseldorf aufgenommen. Das Aktienkapital beträgt 250.000 €, eingeteilt in 250.000 Stückaktien ohne Nennwert. Anteilseigner sind zu 85 % der Initiator (=212.500 Aktien) und 15% weitere Aktionäre (=Freefloat). Eine interessierte Zielgesellschaft kann z. B. für die Ausgabe von 10 Mio. neue Aktien in den Mantel eingebracht werden. Das neue Aktienkapital beträgt damit 10,25 Mio. Aktien mit einem Anteil von 97,6 % der Stimmrechte. Die Zielgesellschaft kann nun mit der sehr deutlichen Stimmenmehrheit den Vorstand, Aufsichtsrat und die Satzung neu bestimmen.

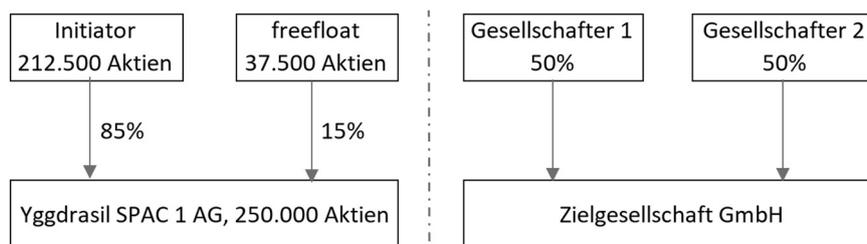


Abbildung 5 - Organigramm aus dem Beispiel – vor Einbringung

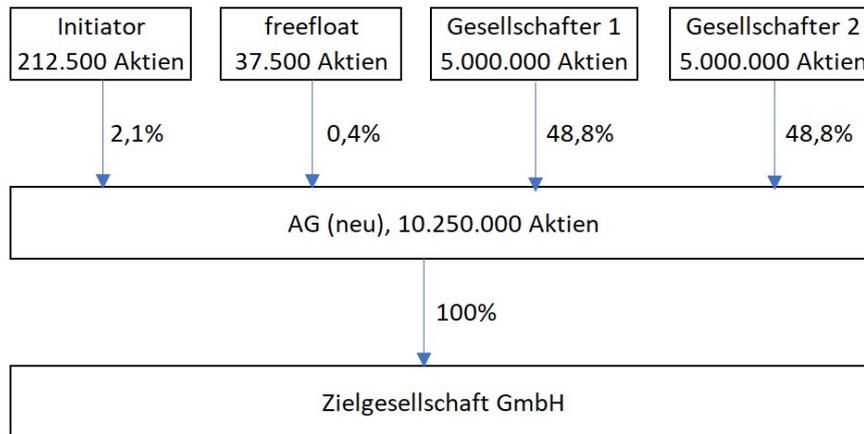


Abbildung 6 - Organigramm aus dem Beispiel – nach Einbringung

Wo liegen nun die Vorteile?

Die **Kosten** der Transaktion sind deutlich geringer im Vergleich zu einem traditionellen IPO. Im Wesentlichen entstehen Kosten für die Erstellung des Einbringungsvertrages, dem IDW S1 Gutachten, der Due Diligence und der Protokollierung. In Summe liegen die Kosten regelmäßig bei <100.000 €, die auch üblicherweise durch die Liquidität der Mantelgesellschaft abgedeckt werden.

Der **Zeitgewinn** ist erheblich. Die oben beschriebene Transaktion kann (theoretisch) in 4-6 Wochen abgewickelt werden, wobei der größte Zeitaufwand für den Vorlauf der außerordentlichen Hauptversammlung der AG entsteht. In der Praxis ist es dennoch sinnvoll die Zeitschiene bewusst zu strecken, um auch Aspekte wie Mitarbeiterbeteiligungen etc. in Ruhe diskutieren zu können.

Ein **Rechtsformwechsel** von einer GmbH in eine Aktiengesellschaft (oder KGaA) ist nicht notwendig, da die GmbH als Gesellschaft erhalten bleibt, nun eben als 100%-ige Tochter der (ehemaligen) Mantelgesellschaft.

Ein **Timing-Risiko** besteht nicht, da die Transaktion vom Marktumfeld unabhängig ist. Vielleicht ein Aspekt, der nicht zu unterschätzen ist. Bei einem traditionellen IPO konzentriert sich der Vorlauf von 8-14 Monaten auf einen einzigen Tag – dem Emissionstag. Sollte an diesem Tag das Börsenumfeld schlecht sein (Kriege, Krisen, Verwerfungen), dann ist eine Emission nicht möglich. Zeit und Geld wurden damit vergeblich investiert bzw. es muss in einem zweiten Anlauf der Prozess neu aufgesetzt werden.

Ein **Wertpapierprospekt** ist für die Transaktion nicht notwendig. Sowohl das Listing der („neuen“) Mantelgesellschaft, als auch die Einbringung der Zielgesellschaft erfolgt ohne einen Wertpapierverkaufsprospekt, was wiederum Zeit und Geld spart.



Und wo liegen die Nachteile?

Ein traditioneller IPO umfasst die Aktivitäten:

- Listing
- Kapitalzufluss
- IR/PR

Diese werden bei einem IPO zeitgleich umgesetzt, wobei ein Timing-Risiko entsteht, aber es ist dann auch erledigt. Bei einem reverse IPO erfolgt zunächst kein **Kapitalzufluss**, es werden die o.g. Punkte Schritt-für-Schritt umgesetzt, d.h. es beginnt mit dem Listing (dem eigentlichen reverse IPO), danach beginnt IR/PR und im weiteren Verlauf können opportunistisch Kapitalerhöhungen durchgeführt werden. Trotz der seriellen Bearbeitung besteht immer noch ein Zeitvorsprung von einigen Monaten.

Anbei ein exemplarischer und detaillierter Ablauf, der bewusst zeitlich gestreckt wurde, um die internen Entscheidungsfindungen zu ermöglichen:

Pos	Arbeitspaket	Bearbeitung	Datum
1	Arbeitssitzung: <ul style="list-style-type: none"> • Kennenlernen • Erste Unterlagen 	NN1, NN2, WW	T=0
2	Einrichtung „Kleiner“ Datenraum <ul style="list-style-type: none"> • Aktuelles pitch deck • Jahresabschluss 2021 • Jahresabschluss 2022 oder alternativ BWA+SuSa 12/2022 • Aktuelle BWA z. B. zum 30.09.2023 • Aktuelle Susa inkl. Nullsalden, z. B. zum 30.09.2023 • Aktuelle Debitorenliste inkl. Fälligkeiten, z. B. zum 30.09.2023 • Aktuelle Kreditorenliste inkl. Fälligkeiten, z. B. zum 30.09.2023 • Aktuelle Satzung/Gesellschaftervertrag • Handelsregisterauszug • AGBs • Bankenspiegel, z. B. zum 30.09.2022 • Finanz- und Liquiditätsplanung bis 2025 • Marktstudien, Analysen, etc. 	NN1, NN2, WW	T+10
3	Arbeitssitzung <ul style="list-style-type: none"> • Abstimmung Projektablauf • Festlegung Meilensteine • Diskussion Eckpunkte Einbringung 	NN1, NN2, WW	...
4	Entwurf LOI	NN1, NN2, WW	...
5	Einrichtung „Großer“ Datenraum	NN1, NN2, WW	...
6	Arbeitssitzung: Vorbereitung Grundlagenvereinbarung <ul style="list-style-type: none"> • Beschreibung Vorhaben • Art der Einbringung 	NN1, NN2, WW	...



	<ul style="list-style-type: none"> • Firmensitz und Firmenname • Mitglieder Vorstand und Aufsichtsrat • Geschäftsverteilung Vorstand • Due-Diligence-Umfang und Due-Diligence-Prüfer • Prüfer Nachgründungsbericht • Kriterien der Unternehmensbewertung • Lock-up-Verpflichtung • Genehmigungsvoraussetzungen und Rücktrittsrechte • Verlautbarungen/Vertraulichkeit • Kostenregelung 		
7	Unterzeichnung der Grundlagenvereinbarung	NN1, NN2, WW	...
8	Plausibilisierung durch externes Research	WW	...
9	Beauftragung IDW S1 Gutachten	NN1, NN2, WW	...
10	Beauftragung Einbringungsvertrag	NN1, NN2, WW	...
11	Beauftragung Due Diligence	NN1, NN2, WW	...
12	Arbeitssitzung: Erstellung Einbringungsvertrag <ul style="list-style-type: none"> • Firma und Sitz der beteiligten Unternehmen • Vermögensübertragung als Ganzes gegen Aktiengewährung • Umtauschverhältnis der Anteile • Einzelheiten über den Erwerb der Aktien • Zeitpunkt der Gewinnbeteiligung • Einbringungsstichtag • Rechte einzelner Aktionäre • Besondere Vorteile für Vorstand und Aufsichtsrat • Auswirkungen auf Arbeitgeberbelange 	NN1, NN2, WW	...
13	Fertigstellung Einbringungsvertrag	RA	...
14	Beschlussfassung Mantel AG <ul style="list-style-type: none"> • Finalisierung Dokumente • Aufsichtsratssitzung 	WW, AR	...
15	Abstimmung Börse Düsseldorf <ul style="list-style-type: none"> • Einbindung Kapitalmarktpartner • Freigabe Börse Düsseldorf 	NN1, NN2, WW	...
16	Einberufung Hauptversammlung Bundesanzeiger <ul style="list-style-type: none"> • Festlegung Termin • Tagesordnung • Auswahl Notar 	NN1, NN2, WW	...
17	Beschlussfassung Zielgesellschaft <ul style="list-style-type: none"> • Gesellschaftervereinbarung • Auswahl Notar 	NN1, NN2	...
18	Finalisierung der Dokumente <ul style="list-style-type: none"> • Hauptversammlung Tagesordnung Mantel AG • Gesellschafterbeschluss Zielgesellschaft • Hauptversammlung AG neu <ul style="list-style-type: none"> ○ Name ○ Vorstand 		...



	<ul style="list-style-type: none"> ○ Aufsichtsrat ○ Firmensitz ○ Satzung 		
19	Hauptversammlung: Beschluss über Einbringung, Neuordnung der AG	WW, AR	...
20	Adhoc-Meldung EQS	WW, AR	...
21	Nachgründungsbericht	WW, AR	...
22	Erarbeitung einer neuen Equity Story <ul style="list-style-type: none"> ● Beauftragung Research ● Beauftragung IR ● Vereinbarung EQS 	NN1, NN2, WW	...
23	Präsentation des neuen Unternehmens vor Investoren, Analysten und Presse	NN1, NN2, WW	...

D. Welcher ist der richtige Weg?

Grundsätzlich gelten für alle drei Wege die gleichen Kriterien, allerdings in einer mehr oder weniger starken Ausprägung. Die sicherlich höchsten Anforderungen werden in einem traditionellen IPO gestellt. Die Deutsche Börse definiert die Voraussetzungen wie folgt:

Rechtliche Voraussetzungen für die Börsenreife	Organisatorische Voraussetzungen für die Börsenreife	Wirtschaftliche Voraussetzungen für die Börsenreife
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erfüllung der gesetzlichen und satzungsrechtlichen Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten der Börsensegmente (Regulierter Markt und Freiverkehr) ▪ Gültige Rechtsform (Aktiengesellschaft (AG), Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder Europäische Aktiengesellschaft/Societas Europaea (SE)) ▪ Bereitschaft zur Publizität (Veröffentlichung eines Emissionsprospekts, regelmäßige Geschäfts- und Zwischenberichte und Einhaltung weiterer Informationspflichten) ▪ Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Qualität, Qualifikation, Reputation und Erfahrung der Unternehmensführung ▪ Effektives Risikomanagement und ausgewogene Corporate Governance ▪ Reibungslos funktionierendes internes und externes Rechnungswesen ▪ Beherrschung entsprechender Rechnungslegungsstandards (HGB) sowie ggf. der Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) ▪ Leistungsfähiges Berichtswesen ▪ Investor Relations 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Solide Finanzen und überzeugende wirtschaftliche Entwicklung bzw. Zukunftsfähigkeit ▪ Glaubhafte Equity Story für Investoren ▪ Klare verständliche Unternehmensstrategie und hoher Innovationsgrad

Abbildung 7 - Voraussetzungen für einen IPO, Quelle: Deutsche Börse



Eine Gegenüberstellung der drei Wege kann sich so darstellen.

Traditioneller IPO	Direct Listing	Reverse IPO
<ul style="list-style-type: none"> + Umfassende Lösung aus <ul style="list-style-type: none"> + Kapitalerhöhung + PR und IR + Listing - Wertpapierverkaufsprospekt notwendig - zeitlicher Vorlauf von 10-18 Monaten - hohe Kosten für Finanzkommunikation - hohe Kosten für Platzierung der Aktie (placement agent) - Timing-Risiko am Emissionstag 	<ul style="list-style-type: none"> + Geringe Kosten + Einfache Umsetzung - Wertpapierverkaufsprospekt notwendig - Hohes Umplatzierungsvolumen für Streubesitz - (Zunächst) kein Zufluss von weiterem Eigenkapital 	<ul style="list-style-type: none"> + Geringe Kosten, durch Liquidität gedeckt + Einfache Umsetzung durch Einbringungsvertrag + Kein Formwechsel von zB. GmbH in Aktiengesellschaft notwendig + keine Altlasten (im Vergleich zu Mantelkauf) + Weitere Börsensegmente einfach einbeziehbar (z. B. XETRA) + kein Wertpapierverkaufsprospekt notwendig + kein Übernahmeangebot/Pflichtangebot notwendig (Freiverkehr) - (Zunächst) kein Zufluss von weiterem Eigenkapital

Abbildung 8 - Vergleich der 3 Wege an die Börse



3. Welche Voraussetzungen gibt es für einen reverse IPO?

A. Geeignete Mantelgesellschaft

Börsenmantel ist nicht gleich Börsenmantel. Das liegt schon alleine daran, dass Mäntel auf verschiedene Arten entstehen können, nämlich im Zuge von Insolvenzen, Auflösungen, durch Aufgabe des operativen Geschäftes und durch Vorratsgründung. Es kann also unter einem Alt-Mantel und einem Neu-Mantel unterschieden werden:

Alt-Mäntel haben den Vorteil einer gewissen Börsenhistorie und einen gewachsenen Free-Float. Allerdings stellt sich dabei immer die Frage, inwieweit noch Altlasten in dem ehemals operativen Geschäft vorhanden sind.

Ein **Neu-Mantel** ist sozusagen eine börsennotierte Vorratsgesellschaft. Diese werden allein zu diesem Zweck gegründet und sofort gelistet, nur um sie als Mantel zu verwenden. Ein Beispiel ist die Yggdrasil SPAC 1 AG, die im April 2023 gegründet und im Oktober 2023 an der Börse Düsseldorf gelistet wurde, ohne dass neue Aktien ausgegeben wurden (direct listing).

Per Ultimo 2023 bestand deren Bilanz praktisch nur aus Eigenkapital und liquiden Mitteln. Man brachte also eine lastenfreie Vorratsgesellschaft, die eine sehr junge Historie mit praktisch vollständig erhaltenem Grundkapital vorweisen konnte, direkt an die Börse.

Auf der **Suche** nach einer geeigneten Mantelgesellschaft kann leider weder auf eine Datenbank noch auf ein sonstiges Verzeichnis verwiesen werden. Es bleibt lediglich die Suche über eine Internetrecherche.

B. Geeignete Zielgesellschaft

Kriterium	Status	Kriterium	Status
Die Eckpunkte der Equity Story sind klar formuliert	✓	Attraktive Branche mit Wachstumspotenzial	✓
Die wesentlichen Parameter des Emissionskonzeptes sind verabschiedet	✓	Innovative Produkte, Alleinstellungsmerkmale	✓
GuV/Bilanz/Cashflow-Planung liegen für mind. 3 Jahre vor	✓	Erfolgreicher Track Record	✓
Die Unternehmensplanung ist plausibel	✓	Ausreichende Unternehmensgröße	✓
Die Gründe des Börsengangs sind überzeugend	✓	Gute Unternehmensführung	✓
Das Rechnungswesen/Controlling kann die Informationsbedürfnisse der Investoren befriedigen	✓	Emissionsvolumen, das liquiden Handel ermöglicht	✓
Die Folgepflichten des Being Public sind bekannt und werden von Management und Gesellschaftern akzeptiert	✓	Überzeugende Begründung des Börsengangs	✓
Die Unternehmensstruktur ist kapitalmarktgerecht	✓	(Inter-)nationale Rechnungslegung	✓
		Leistungsfähiges Controlling- und Planungssystem	✓
		Attraktives Umfeld für Neuemissionen	✓

Abbildung 9 - Börsenreife aus Sicht der Firmen (links) und Sicht der Investoren (rechts), Quelle: Deutsche Börse



Die **Rechtsform** einer Aktiengesellschaft (oder KGaA) ist nicht zwingend erforderlich, da die eingebrachte Gesellschaft später eine 100%-Tochter der Mantelgesellschaft ist. Die Einbringung einer AG ist natürlich möglich, allerdings entsteht dann ein 2-stufiges AG-Modell mit dem entsprechenden Verwaltungsaufwand. Eine spätere Verschmelzung zur Vereinfachung der Struktur ist möglich, allerdings entstehen dadurch ggf. steuerliche Themen auf Ebene der Gesellschaft und ggf. sogar auf Ebene der (ehemaligen) Gesellschafter.

Interne Strukturen und insbesondere das Rechnungswesen sollen durch eine interne Buchhaltung inkl. einer Bilanzbuchhaltung abgedeckt sein. Das Controlling und Berichtswesen stellt eine wichtige Funktion für das zukünftige Reporting dar und kann/muss durch ein unterjähriges Berichtswesen ergänzt werden

Die **Firmengröße** ist schwer zu definieren. Der Umsatz sollte bei mindestens 20 Mio. € liegen, bei einem nach Möglichkeit positiven Cash-Flow. Die Bandbreite ist dabei fließend, bei einem Umsatz von 20 Mio. € kann man ein funktionierendes Berichtswesen unterstellen (?). Der positive Cash-Flow ist sehr hilfreich, um nach der Einbringung nicht eine Kapitalerhöhung unter Zeitdruck durchführen zu müssen.

Für das **Wachstum** gilt: Umso größer, umso besser. Aber auch hier gibt es wieder eine Einschränkung: Wachstum muss auch organisatorisch verarbeitet werden. Ein immenses Wachstum ist wertlos, wenn darunter die Qualität leidet.

Alle genannten Punkte fließen zusammen in die **Equity Story**. Hilfreich ist dabei die Brille des Investors aufzusetzen und sich über die Attraktivität eines Investments Gedanken zu machen: Würde ich selbst in diese Gesellschaft investieren? Auch im Vergleich zu einer Peer-Group aus der Branche und anderen Branchen?

Beispiel 1: Eine Softwarefirma für HR in einem SaaS-Modell erzielt einen Umsatz von knapp 10 Mio. € und einen Cash-Flow von >2 Mio. € p.a. Das Wachstum erfolgt organisch, ohne Venture Capital mit ca. 20 % p.a.

Einordnung: Das Umsatzkriterium wird verfehlt, aber der Cash-Flow ist hervorragend und heilt den (fehlenden) Umsatz, zumal in einem SaaS-Modell weitgehend fixe Einnahmen erzielt werden. Das Wachstum erfolgt ohne Zukäufe und externes Eigenkapital (kein Over Funding) und scheint stabil. In Summe wohl ein geeigneter Kandidat.

Beispiel 2: Ein Projektierer von Kraft-Wärme-gekoppelten Kraftwerken, die mit nachhaltigen Rohstoffen betrieben wird erzielt einen Umsatz von 75 Mio. € und ein knapp positives Ergebnis. Das Wachstum ist beträchtlich und erfolgt durch Neubau weiterer Anlagen.

Einordnung: Die Firma besitzt eine ordentliche Größe und Wachstum. Die Skalierung ist allerdings sehr kapitalintensiv, da für jedes weitere Kraftwerk erheblich Fremdkapital notwendig ist und dieses FK natürlich auch mit EK unterlegt sein muss. (Viele) weitere Kapitalerhöhungen sind absehbar, in Summe daher ein eher ungeeigneter Kandidat.



4. Fazit

Für jedes Unternehmen, das einen Börsengang durchführt, stellt dieser einen bedeutenden Meilenstein dar. Als börsennotiertes Unternehmen erhalten Sie einen verbesserten Zugang zum Kapitalmarkt und können zusätzliches Kapital für zukünftiges Wachstum generieren. Gleichzeitig steigt die Aufmerksamkeit verschiedener Interessengruppen, was oft positive Auswirkungen auf die Bereiche Kommunikation, Recruiting und operative Entwicklung hat. Durch die zusätzlichen Verpflichtungen erhöht sich sowohl die interne als auch die externe Transparenz.

Der gesamte Prozess, angefangen bei der ersten Idee eines Börsengangs, der Wahl des richtigen Weges an die Börse über die Etablierung optimaler Strukturen bis zur tatsächlichen Umsetzung ist zwar komplex und anspruchsvoll, bietet jedoch auch die Möglichkeit, die Unternehmensstruktur auf ein "neues Level" zu heben. Unternehmen haben beim Gang an die Wertpapierbörse verschiedene Optionen zur Auswahl. Mit einem Reverse IPO bietet sich die Chance kostengünstig und zeitsparend an die Börse zu gehen.

Yggdrasil SPAC 1 AG

Werner Weiß

Dipl.-Wirtsch.-Ing., Vorstand

089-20300-6353

ww@tec7.net

www.IPO-Mantelgesellschaft.de

www.Yggdrasil-SPAC-1.de

www.Yggdrasil-SPAC2.de