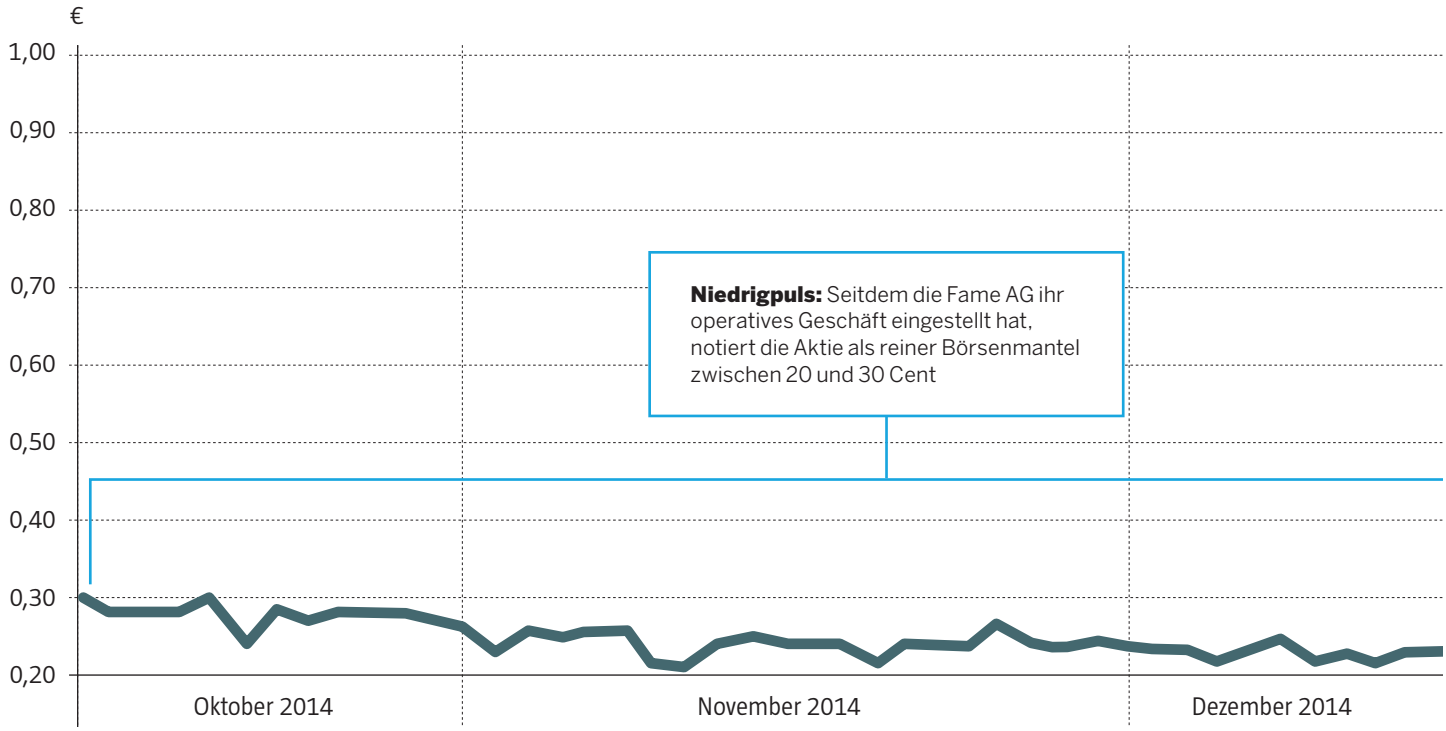


Hoffen auf den großen Sprung

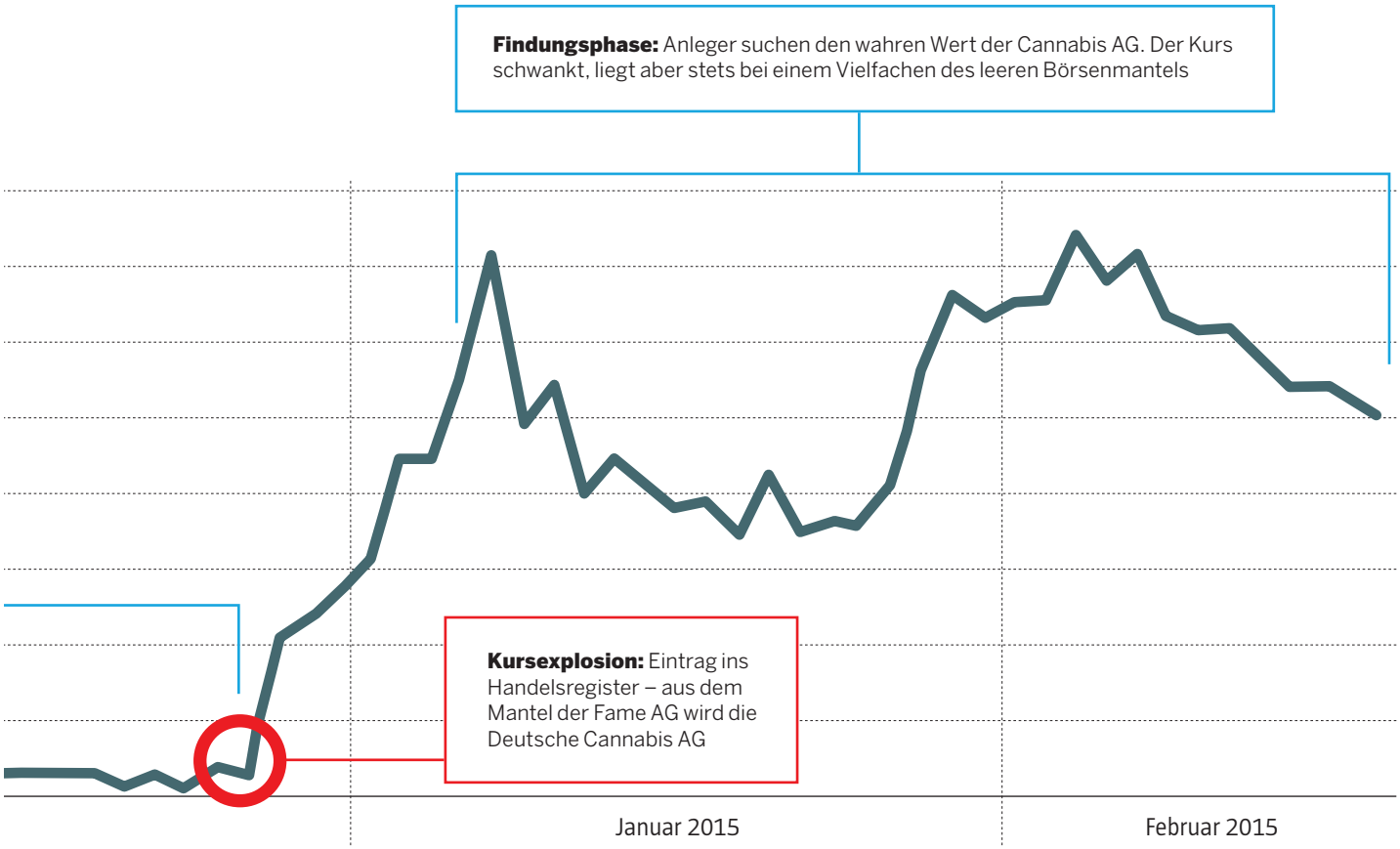
Für Firmen sind **Börsenmäntel** günstige Sprungbretter aufs Börsenparkett, für mutige Anleger die Chance auf schnelle Gewinne. Wo die Risiken lauern VON OLIVER RISTAU

Der erste Rausch war kurz. Einst war das Münchner Medienunternehmen Fame angetreten, mit TV-Serien Millionen Zuschauer vor die Fernseher zu locken. Millionen gab es wirklich, aber nur mit Minuszeichen: Innerhalb von 24 Monaten hatte die Gesellschaft am berüchtigten Neuen Markt 20 Millionen Euro verbrannt. Zwei Jahre nach dem Börsengang beschloss sie ihre eigene Abwicklung. An der Börse lebte sie bis vor Kurzem weiter – als Börsenmantel.

Solche Mäntel sind Firmenhüllen, die höchstens noch geringe Vermögensgegenstände besitzen, nur noch so viel Cash haben, um Bilanzen erstellen und Hauptversammlungen stemmen zu können und kein operatives Geschäft mehr verfolgen – so lange, bis sich Investoren finden, die in diesen alten Kleidern günstig an die Börse wollen. Im Fachjargon heißt das kalter Börsengang oder Reverse Merger. So wurde 2014 auch der Serienflop Fame wiederbelebt – als Deutsche Cannabis. Der Aktienkurs hat sich seither verdoppelt. Noch ist nicht klar, welches Vermögen wirklich in der Gesellschaft steckt und ob die Beteiligungen an US-Start-ups, die auf medizinische Cannabis-Produkte setzen, wirklich profitabel sein können. Sollte die Idee mit dem Haschisch jedoch zünden, könnte der zweite Rausch der einstigen Fame länger dauern.

Auf solche Fälle erfolgreicher Wiederbelebung können auch Anleger setzen, wenn sie sich an einem Mantel beteiligen. Erfolgsbeispiele gibt es zuhauf: Ob die Immobilienunternehmen Adler (einst ein Fahrzeugbauer), TAG (Eisenbahn), WCM (Textilien) oder die Beteiligungsgesellschaft Allerthal-Werke (Industriegummi) – die Neuausrichtungen bescherten Aktionären, die lange genug dabei waren, kräftige Gewinne.

Fehlende Transparenz. Doch Risiken bleiben, selbst wenn neue Investoren einsteigen. Denn anders als bei klassischen Börsengängen, die nicht ohne ausführlichen Prospekt auskommen, der über Chancen und Risiken aufklärt, fehlt es bei Mantel-Deals oft an der Transparenz, bleiben die Geschäftsziele der neuen Investoren unklar. Beispiel Porta Systems: Der einstige Fensterbauexperte musste 2003 Insolvenz anmelden. Seitdem existierte die Firma nur noch als Börsenmantel; Wiederbelebungsversuche scheiterten. Zwischen Mitte 2009 und Ende 2013 notierte die Porta-Aktie zwischen 0,90 und 1,50 Euro. Anfang



2014 wurde die Absicht des Schweizer Biotech-Start-ups Elanix bekannt, über einen Einstieg bei Porta selbst an die Börse zu gehen. Der Kurs sprang in wenigen Monaten um 160 Prozent auf 2,60 Euro. Schließlich legte Elanix ein Übernahmeangebot von 2,07 Euro je Aktie vor, was der Vorstand aber ablehnte. Folge: Der Kurs gab kräftig nach. Monate vergingen ohne neue Informationen, bis schließlich eine Einladung zur diesjährigen Hauptversammlung im September folgte. Hier empfahl der Vorstand die Annahme einer Kapitalerhöhung gegen Sach- und Bareinlage zum Kurs von nur 1,00 Euro unter Ausschluss des Bezugsrechts. So soll der Weg zur Übernahme durch Elanix freigemacht werden, und das zulasten der übrigen Aktionäre, die die – verglichen mit der Börse – deutlich billigeren Aktien nicht beziehen können.

Die Erhöhung des Eigenkapitals gegen Sacheinlage ist typisch für Mantelgeschäfte. In diesem Fall tauscht die Biotechfirma Elanix ihre Aktien gegen mehr als 90 Prozent der Porta-Aktien. So wird aus Porta ein Biotechunternehmen, das alle Aktiva und Passiva der Schweizer Firma enthält, und die Elanix-Gesellschafter werden zu Mehrheitsaktionären des Ex-Fensterbauers.

Börsengang über Nacht. Ein solcher Deal ist für die Börsenaspiranten ein gutes Geschäft: Weder müssen aufwendige Prospekte erstellt und die Werbetrommel gerührt noch Emissionsbanken bezahlt werden. Quasi über Nacht ist die Firma notiert. Ob die Aktie weiter steigt, hängt vom Erfolg des Unternehmens ab.

Manchmal tauchen bei Mantel-Deals unterbewerte Vermögensgegenstände auf. So wie bei Scherzer, einer Porzellanmanufaktur aus Oberfranken, an der die Beteiligungsgesellschaft Allerthal-Werke die Mehrheit erwarb, als sich Scherzer in Liquidation befand. Aus der Firma wurde eine Beteiligungsholding. „Als nach der Übernahme die Firmenunterlagen zu uns nach Köln geschickt wurden, entdeckten wir bei Durchsicht eines Ordners Blattgold“, erzählt Scherzer-Vorstand Georg Issels. Es handelte sich um Material zur Verzierung von Porzellan. Die Firma konnte so eine nicht erwartete fünfstellige Summe realisieren. Bei einem anderen Manteldeal sei eine Beteiligung an einer belgischen Firma aufgetaucht, die nicht bilanziert war. Damit sei ein sechsstelliger Betrag realisiert worden. „Es können bei Mantelübernahmen ehemals operativ tätiger Unternehmen immer wieder Vermögensgegenstände zu finden sein.“ Issels nennt als Beispiele wertvolle Briefmarken auf Umschlägen im Firmenarchiv, längst abgeschriebene, aber kostbare Gemälde an Bürowänden oder nicht richtig bilanzierte Immobilien.

An deutschen Börsen sind 30 bis 50 Unternehmenshüllen notiert, schätzt Alexander Langhorst, Analyst von GSC Research. Früher beherbergten die hiesigen Börsen noch deutlich mehr Firmenmäntel. Doch mit Einstellung des unregulierten Freiverkehrs in Frankfurt sind viele verschwunden. Auch nach der Marktbereinigung bleiben Mäntel Spielbälle für spekulative Anleger. „Börsenmänteln sieht man nicht an, ob sie künftig einmal für einen Investor interessant werden“, sagt Langhorst. Ob Anleger es schaffen, in den richtigen zu investieren, ist oft reine Glückssache.

Durch die Hintertür an die Börse in Deutschland

FALL 1

Bei den meisten Mantelgeschäften bedienen sich Investoren **ehemals insolventer Firmen.** In diesen Fällen können auch Privatanleger von dem neuen Leben in der totgeglaubten Aktie kräftig profitieren

Kleider machen Leute: In der Vergangenheit haben sich Unternehmen gern mit alten Börsenmänteln geschmückt, um sich so ein Stück Historie zuzulegen. Das funktioniert aber nur, wenn diese Aktie nicht schon vom Kurszettel verschwunden ist. Denn bei Pleitefirmen stellen Insolvenzverwalter die Börsennotiz meist ein, da diese Geld kostet. Für eine Gesellschaft, die am regulierten Markt mit regelmäßigen Berichtspflichten notiert, sind jährlich 7500 Euro zu zahlen. Im regulierten Freiverkehr sind 5000 Euro fällig. Gratis ist nach Auskunft der Deutschen Börse nur der Handel im „Quotation Board", an dem Unternehmen aus Börsen im Ausland notieren. Verantwortlich sind dafür Wertpapierhandelsbanken, die auch die Kurse für ausländische Aktien stellen. Sie können so entscheiden, das Börsenleben insolventer Auslandsfirmen zu verlängern.

Jedoch sollten Anleger beachten, dass nicht jede Pleitefirma auch ein potenzieller Börsenmantel ist. Damit die Hülle für Investoren interessant wird, muss das Insolvenzverfahren beendet werden. „Kein Unternehmen will mit einer insolventen Gesellschaft an die Börse", sagte GSC-Analyst Langhorst. Das heißt, bereits im Vorfeld einer Neuausrichtung muss es Investoren geben, die bereit sind, den Mantel zu pflegen – mit allen damit verbundenen Kosten. Das tun sie, um potenzielle Investoren anzulocken. So gibt es Mäntel in den verschiedensten Börsensegmenten. Meist verfügen diese Gesellschaften über ein wenig Cash, vielleicht ein paar Verlustvorträge, die aber nach heutigem Steuerrecht kaum noch nutzbar sind. Auch unterbewertete Vermögensgegenstände sind möglich. Anleger können versuchen, bei solchen Firmen kleine Positionen einzugehen. Sie sollten dabei aber immer den Börsen- mit dem Buchwert vergleichen und keine hohen Aufschläge akzeptieren. Dann kann sich im Fall eines Investoreneinstiegs die Position vervielfachen. Doch das Risiko ist groß: Sollte die Firma liquidiert werden, endet das Investment mit Verlust.

Deutsche Börsenmäntel Fünf äußerst spekulative Investments für nervenstarke Anleger

Name	ISIN	Kurs in €	Bemerkung
Deutsche Cannabis	DE000A0BVVK7	0,43	Kein Mantel mehr, aber noch günstig. Sehr spekulativ, da weder Altvermögen noch Finanzverpflichtungen geklärt
Dorstener Maschinenfabrik	DE0005547004	9,60	Seit 2000 insolvent. Vor drei Jahren wurde bekannt, dass noch Masse vorhanden ist. Seither Spekulation über Neubeginn
Softmatic	DE000A0AHT46	14,11	Beteiligungsspezialist Peter Löw übernahm im Juli die Aktienmehrheit. Kurs ist seitdem explodiert. Hochspekulativ
Tyros	DE0005090807	0,51	Reiner Mantel ohne Altlasten. An neuer Ausrichtung wird gearbeitet. Achtung: Kapitalherabsetzung möglich
Smart Equity	DE000A0SMVD5	3,85	Beteiligungsspezialist Scherzer stieg kürzlich ein – für äußerst spekulative Anleger ein Grund zuzugreifen. Geringe Umsätze

Stichtag: 14.09.2015; Quelle: €uro, Bloomberg

FALL 2

Mit sogenannten **synthetischen Mänteln** können Unternehmen schnell und sauber eine Börsennotiz erwerben. Private Anleger bleiben bei diesen Deals allerdings außen vor

Vorratsgesellschaften sind nichts Ungewöhnliches. Eine Reihe von Anbietern haben fertige AGs und GmbHs im Portfolio. Und auch börsennotierte Mäntel gibt es – Unternehmen, die nur zum Zweck des Verkaufs an Investoren gegründet wurden. Marktführer auf diesem Gebiet ist nach eigener Auskunft das Berliner Unternehmen Advantec, das seit 1999 laut Vorstandsvorsitzendem Bernd Henke 15 Mäntel platzieren konnte, darunter als bekanntestes Beispiel der „kalte" Börsengang der StarDSL. Solche synthetischen Mäntel liegen oft zu hundert Prozent im Besitz der Gesellschaft, die sie geschaffen hat. Die Advantec-Mäntel haben meist ein Grundkapital von 400000 Euro. Üblicherweise beteiligt sich ein Investor zu 75 Prozent an der Mantelgesellschaft, um sein Geschäft dort einzubringen, sagt Henke. Der Rest bleibe als Streubesitz in einer anderen Advantec-Gesellschaft ausgegliedert. Nach einer Kapitalerhöhung verschieben sich die Anteile weiter zugunsten des Investors, dessen Aktien nun auch aktiv handelbar werden. Die Titel sind zwar schon vorher börsennotiert, Advantec nutzt dafür vor allem den Börsenplatz Hamburg. „Ein Handel findet aber nicht statt, weil keine Stücke angeboten werden", erklärt Henke. Die Börsenmakler stellen höchstens Geldkurse. Advantec geht so auf Nummer sicher, dass mit den Mänteln nicht spekuliert werden kann. Es könnte die Kalkulation bedrohen, sollte der Kurs im Vorfeld eines Geschäfts plötzlich abheben. Meist wird der Mantel mit dem Verkauf auch umbenannt. Es entsteht eine ganz neue Gesellschaft. Vorteile für Firmen, die so an die Börse gehen: Die Mäntel sind frei von Altlasten und etwaigen Forderungen ehemaliger Gläubiger. Der Börsengang ist klar kalkulierbar. Privatanleger können allerdings erst mit Aufnahme des Börsenhandels dabei sein. Spekulationen mit synthetischen Mänteln sind in Deutschland daher kaum möglich.

In den USA läuft das Geschäft wie geschmiert

Deals mit Börsenmänteln sind insbesondere in den USA an der Tagesordnung. Auch deutsche Firmen versuchen auf diese Art und Weise, **günstig an den größten Börsenplatz** der Welt zu kommen. Wie man mitverdienen kann

Globale Finanzinvestoren haben immer Appetit. Sie suchen permanent nach attraktiven Kaufzielen. Börsenmäntel zählen bei ihren Geschäften zur Standardausrüstung. Die Investoren legen dabei eigens Mantelgesellschaften auf, die ausschließlich dem Zweck dienen, anderen Firmen einen möglichst günstigen und reibungslosen Börsengang zu ermöglichen. Der Wert der eigenen Mantelgesellschaft soll so kräftig steigen. Im Fachjargon heißen diese Instrumente SPAC (special purpose acquisition company). Einer der größten SPAC-Deals der vergangenen Jahre betrifft Burger King. Anfang 2011 brachten namhafte Finanzinvestoren – darunter Ex-Karstadt-Sanierer Nicolas Berggruen – einen solchen SPAC unter dem Namen Justice Holdings über einen klassischen IPO an die Londoner Börse. Anleger investierten mehr als 1,2 Milliarden Euro in den SPAC, ohne zu wissen, was aus diesem einmal werden sollte. Erst ein Jahr später waren Berggruen und Co fündig geworden. Die Investoren tauschten den Mantel gegen eine Beteiligung von 29 Prozent an Burger King. Die Fast-Food-Kette war erst wenige Jahre zuvor nach der Übernahme durch die brasilianische Kapitalgesellschaft 3G von der Börse verschwunden. Nun wurde aus der britischen Justice Holdings die US-amerikanische Burger King Worldwide – der dritte Börsengang des Whopper-Spezialisten. Für die Justice-Altaktionäre war das Ganze ein einträgliches Geschäft: Der Kurs der Burger-King-Aktie – nach Fusion mit der kanadischen Fast-Food-Kette Tim Hortons trägt die Holding nun allerdings den Namen Restaurant Brands – hat sich seit dem kalten Börsengang bisher mehr als verdreifacht. In konkreten Zahlen: In nur drei Jahren haben die Mantelspezialisten aus einem Börsenerlös von 1,2 Milliarden Euro über vier Milliarden Euro gemacht.

Nachdem SPACs im Zuge der Finanzkrise wegen ihrer spekulativen Komponente deutlich an Ansehen verloren hatten, erleben sie seit dem Jahr 2013 ein Comeback. Jahr für Jahr werden seitdem rund 145 Milliarden Dollar in diese Vehikel investiert, listet zumindest das Branchenportal SPAC Analytics auf. Meist sind Großinvestoren und Investmentfonds die Initiatoren solcher Anlagevehikel. Vor wenigen Monaten erwarb eine solche börsennotierte Mantelgesellschaft den Tiefkühlspezialisten Iglo Foods. Für kleinere Unternehmen dürften diese synthetischen Mäntel zu kostspielig sein – die SPACs sind so etwas wie die Haute Couture unter den Börsenmänteln.

Deshalb stürzen sich viele Investoren auf die unzähligen Hüllen ehemals operativer Unternehmen, die in den USA zu finden sind – im kaum regulierten Over-the-Counter-(OTC-)Handel. In der Vergangenheit hatten chinesische Firmen diesen Weg als Einfallstor nach Westen genutzt. Nach einer Studie der Universität von Ohio stammten mehr als 80 Prozent der ausländischen Firmen, die zwischen 2001 und 2013 insolvente Hüllen nutzten, aus China. Sie erhielten auf diese Art und Weise nicht nur günstig Zugang zum größten Kapitalmarkt der Welt, dank der bereits notierenden Hülle genügten sie auch auf Anhieb den Mindestanforderungen, die die US-Börsenaufsicht (SEC) an OTC-Firmen gestellt hat und die viele chinesische Unternehmen bei einem direkten Börsengang nicht hätten erfüllen können. Doch weil es trotz dieser Pflichten nicht weit her mit der Transparenz der OTC-Mitglieder ist, waren Betrug und Bilanzfälschung Tür und Tor geöffnet. In den Jahren bis 2013 verloren rund 40 Ex-Mäntel mit chinesischem Inhalt ihre Börsenzulassung. Für Anleger, die auf diese Investments gesetzt hatten, bedeutete das den Totalverlust. Die SEC verschärfte schließlich im Jahr 2012 die Regeln. Seither hat die Zahl chinesischer Mantel-Deals an US-Börsen wieder deutlich abgenommen.

Der Sprung an die Börse im Mantel ist in den USA aber immer noch eine interessante Variante, die auch deutsche Unternehmen wählen. Ende 2014 setzte beispielsweise das Freisinger Biotech-Unternehmen Pieris einen solchen „Reverse Merger" um, indem es in den Mantel der an der OTC gehandelten Marika Inc. schlüpfte. Gerade im Bereich Biotech gelten US-Investoren als aufgeschlossener als europäische. Schon 2006 erschloss sich die Münchner Micromet durch einen Deal mit der börsennotierten kalifornischen Cancervax den US-Markt. Für Micromet-Aktionäre, die dabei blieben, ein lohnendes Geschäft: Sechs Jahre später übernahm der US-Phamariese Amgen den Biotechspezialisten mit deutschen Wurzeln für 1,2 Milliarden Dollar.

Neben den USA sind die kanadische Börse sowie London und Amsterdam beliebte Orte für Börsengänge im Mantel. Für Anleger gilt überall das Gleiche wie in Deutschland: Eine Investition in eine Firmenhülle ist riskant. Ob ein solcher Mantel jemals zur neuen Kleidung eines aufstrebenden Unternehmens wird, ist kaum absehbar. Anleger, die Chancen internationaler Mantel-Deals nutzen wollen, sind bei den von Investoren geführten SPACs womöglich besser aufgehoben. Aber auch der erfolgreichste SPAC-Investor ist keine Garantie auf kräftige Gewinne.

US-Börsenmäntel Nur für spekulative Naturen: Diese SPACs sind derzeit auf der Suche nach geeigneten Anlageobjekten

Name	ISIN	Kurs in US-$	Bemerkung
Hydra Industries	US 448 740 100 6	9,67	Im Visier der New Yorker M&A-Spezialisten stehen mittelständische Industrieunternehmen
Quinpario Acquisition QPAC	US 748 74U 101 6	9,81	Restrukturierungserfahrung in Chemie-, Minen- und Energiesektor. Lukrative Kaufgelegenheiten dank Preisverfall möglich
WL Ross Holding	US 929 39D 104 6	10,44	Die Mantelgesellschaft des Milliardärs Wilbur Ross sucht nach einem Börsenkandidaten

Stichtag: 14.09.2015; Alle genannten Aktien sind nur an der US-Börse Nasdaq gelistet; Kurse daher in US-Dollar; Quelle: €uro, Bloomberg