

Mantelhüllen als Kapital- und Exitstrategie im Trend

Börsengang via SPAC?

Über 430 an den US-Börsen gelistete SPACs sind aktuell auf der Suche nach einem geeigneten Target. In der Summe verwalten sie eine „Kriegskasse“ von über 140 Mrd. USD. Weitere 117 SPACs haben ein Zielunternehmen gefunden und befinden sich derzeit im sogenannten De-SPACing¹. Mittlerweile ist der Hype auf Europa übergelassen, und es werden mehrere SPACs nach amerikanischem Muster aufgelegt. Für Unternehmen, die mit einem Börsengang liebäugeln, ist ein Börsengang via SPAC eine Alternative zum klassischen IPO.

Die typische SPAC nach amerikanischem Muster ist so strukturiert, dass er aus einer treuhänderisch verwalteten Übernahmekasse mit firmengleichem Sitz in den USA oder auf den Cayman Islands besteht. Diese Mittel werden beim IPO durch die Emission von sogenannten Units standardmäßig zu je 10 USD eingeworben. In der Regel finden sich unter den Units-Zeignern vor allem Hedgefonds. Eine Unit besteht aus einer Aktie (A-Share) und einer anteiligen Option (Warrant), die beide notieren. Die Initiatoren (Sponsors) des SPACs, die zwischen 3% und 4% des IPO-Volumens für die Errichtung über A-Shares oder Warrants investieren, dürfen sehr günstig zusätzliche Vorzugsaktien (B-Shares) zeichnen, die sie bei einer erfolgreichen „Business Combination“² in A-Shares zu einem Wert von 10 USD umwandeln können („Sponsor’s Promote“). Die SPAC-Initiatoren sind in der Regel reputierte Private Equity-Unternehmer. Circa 50% der aktiven SPACs sind bei der Suche nach einem „Target“ auf bestimmte Industrien oder Technologien beschränkt. Der SPAC steht es grundsätzlich frei, wie die BC umgesetzt wird: Verschmelzung mit dem Target, bei dem die komplette Kasse eingebracht wird, oder Verwendung der gesamten Kasse oder Teile davon für den Anteilsabkauf. Bei Wachstumsunternehmen ist die Barkapitalerhöhung die übliche Variante.

Suche nach Ankerinvestoren

Der „De-SPACing“-Prozess beginnt mit Erstgesprächen zwischen Sponsor und Vertretern des Targets. Diese Gespräche münden im Erfolgsfall im Abschluss einer Absichtserklärung (Letter of Intent). Ziel ist, nach positiven Due Diligences, Festlegung der Zieltransaktionsstrukturen und einvernehmlicher relativer Bewertung ein „Business Combination Agreement“ (BCA) abzuschließen. Nicht selten wird parallel dazu die Suche nach weiteren Ankerinvestoren beginnen, um mit der BC eine weitere Kapitalerhöhung zu zeichnen (PIPE³). Einige SPAC-Sponsoren haben sich ebenfalls beim IPO verpflichtet, weitere Mittel als sogenanntes Sponsor PIPE in die BC einzubringen. PIPEs sollen das Risiko der Aktienrückgabe („Redemption“) durch die SPAC-Aktionäre minimieren, damit die Transaktionskasse nicht unter eine Mindestgrenze fällt. Mit Unterzeichnung des BCA wird die Transaktion öffentlich. In den USA ist zugleich bei der SEC ein vorläufiger Verschmelzungsbericht (S/F-4) einzureichen, der auch das BCA beinhaltet. Nach mehrheitlicher Zustimmung der SPAC-Aktionäre und Zulassung der neuen Aktien an der jeweiligen Börse ist die Transaktion abgeschlossen. Für das gesamte De-SPACing sind sieben bis neun Monate zu kalkulieren⁴.

1 Stand: 31. März 2021; Quelle: SPAC Analytics.
2 Im Folgenden „BC“.

3 PIPE: Private Placement in eine börsennotierte Gesellschaft.
4 Siehe ausführlichere Beschreibung in Blättchen/Nespethal (2020): Alternative Wege an den US-Kapitalmarkt für deutsche Familienunternehmen. In: FuS, 6/2020, S. 198–199.



Grundsätzliche Fragestellungen klären

Ein IPO-Kandidat, der sich für einen Börsengang via SPAC interessiert, muss sich mit folgenden grundsätzlichen Fragestellungen befassen: **Ist die Equity Story für den SPAC-Sponsor interessant?** Zahlreiche SPACs haben sich auf Industrien spezialisiert. Für das Target kann es von Interesse sein, sich für einen Spezialisten zu entscheiden. Dazu gehört auch, die Mittelverwendung plausibel zu begründen. Ein mehrjähriges Finanzmodell hat auf diese Frage eine schlüssige Antwort zu geben. **Ist die Bewertungsrelation zwischen Target und SPAC marktkonform?** Es ist von den SPAC-Sponsoren gewünscht, dass nach erfolgtem Abschluss die Target-Eigentümer die Mehrheit halten. Damit wird eine Mindestbewertung des Targets definiert, die drei bis viermal die SPAC-Kasse umfassen sollte. **Kann das Target die notwendige IPO Readiness sicherstellen?** Nach der BC übernimmt das Target als neuer Emittent die Börsennotiz. Damit sind vom Target sämtliche Folgepflichten der jeweiligen Börsen, die Vorschriften der nationalen Aufsichtsbehörden sowie die nationalen Corporate Governance-Empfehlungen zu erfüllen.

Vor- und Nachteile

Können die vorangegangenen Fragen positiv beantwortet werden, bietet der Börsengang via SPAC folgende Vorteile für das Zielunternehmen:

- Das De-SPACing vereint eine dem US-IPO voranzugehende „Cross-over-Finanzierungsrunde“ und das IPO mittels des PIPE. Meistens stammt das Geld vom Sponsor oder aus seinem Umfeld. Im klassischen IPO wird ein Cross-over vor dem IPO ohne ausreichende Größe vor allem dann zwingend, wenn internationale Ankerinvestoren fehlen. Die Bonität des Sponsors erlaubt es zudem, früh weniger börsenreife Unternehmen an die Börse zu begleiten.
- Durch die Kombination aus PIPE, SPAC-Kasse, Sponsor's Promote und Einbringungswert des Targets ist die potenzielle Streubesitzkapitalisierung signifikant größer als beim klassischen IPO eines kleinen, unbekanntes Unternehmens.
- Die Bewertungsverhandlungen erfolgen vertraulich zwischen Target und Sponsor im frühen Projektstadium ohne Einschaltung der Aktionäre. Im klassischen IPO steht eine Investmentbank als Intermediär zwischen Target und Aktionären. Die Preisgestaltung und Investorenauswahl, die erst am Ende des Projekts und innerhalb einer zweiwöchigen öffentlichen Zeichnungsfrist stattfindet, ist risikoreicher und findet direkt über Preis und Menge statt. Im IPO-Prozess ist die Gefahr nicht unwesentlich, dass das Projekt durch Marktwidrigkeiten oder sonstige Ereignisse verzögert oder gestoppt wird.
- Die Offenlegungsrestriktionen sind deutlich geringer als bei einem klassischen US-IPO. Es ist durchaus üblich, Projektionen des Targets im Prospekt (S/F-4) oder in öffentlich zugänglichen Präsentationen aufzunehmen.
- Eine kapitalmarktorientierte Führungskräfte- und Mitarbeiterbeteiligung ist ein wichtiger Diskussionspunkt, dem der Sponsor offen gegenübersteht.

Das De-SPACing hat gegenüber dem klassischen IPO aber auch Nachteile, die es abzuwägen gilt:

- Da SPAC-Investoren großenteils aus Hedgefonds bestehen, die sich mit dem De-SPACing zurückziehen, muss frühzeitig mit dem Aufbau der gewünschten Investorengruppe begonnen werden.
- Länderübergreifende Verschmelzungsschritte bringen für deutsche Zielunternehmen eine hohe Komplexität mit sich, da gesellschafts- und steuerrechtliche Fragestellungen beantwortet werden müssen.
- Diese erhöhte Komplexität in der Abwicklung führt zu hohen Transaktionskosten. Verschiedene Autoren heben auf die vor allem von den ursprünglichen IPO-Investoren zu tragenden Verwässerungen (Promote, Warrants, Underwriting Costs etc.)⁵ ab. Allerdings darf man beim IPO-Vergleich den durchaus erheblichen Neuemissionsabschlag von bis zu 20% genauso wenig außer Acht lassen wie die Tatsache, dass man hier oft Äpfel und Birnen vergleicht: Viele SPAC-Targets wären zu dieser Zeit mit ihren Zahlen kaum eigenständig an die Börse gekommen. Nach unseren Recherchen sind diese Unternehmen auch eher langfristige „Underperformers“ als größere Emittenten⁶.
- Der Markt ist bereits dabei, die Nachteile für die ursprünglichen IPO-Investoren und exzessive Vergütungen der Initiatoren zu regeln. So sind zunehmend SPACs zu finden, die keine Warrants ausgeben und die Höhe des Promote von der langfristigen Aktienkursentwicklung abhängig machen.

Fazit

Aktuell haben attraktive Zielunternehmen eine reiche Auswahl an suchenden SPACs in den USA und neuerdings auch in Europa. Der Wettbewerb um Geld und Börsennotiz macht es für Börsenkandidaten attraktiv, über ein De-SPACing nachzudenken. ■■■■

⁵ Gahng, M./Ritter, J./Zhang, D. (2021): SPACs. Abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3775847; Klausner, M./Ohlrogge, M./Ruan, E. (2020): A Sober Look at SPACs. Abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919.
⁶ Blättchen/Nespethal (2018): Ex-post-IPO-Underpricing nach Emittentengruppen. In: GoingPublic Magazin, 8/2018.

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen (li.)

und

Uwe Nespethal

sind geschäftsführende Gesellschafter der Blättchen Financial Advisory GmbH in Leonberg, einer auf kapitalmarktorientierte Finanzstrategien spezialisierten Beratungsgesellschaft mit langjähriger Transaktionserfahrung. Beide konnten 2020 das Managementteam der Tübinger Immatics während ihres De-SPACing mit dem US-SPAC ARAYA I als Financial Advisor begleiten. Die Alternative US-IPO und Follow-ons ist ihnen über die Beratung der BioNTech SE vertraut.

