

# Spacs vor dem Einstieg in den Schweizer Markt

Die sogenannten Blankocheck-Unternehmen erleichtern vor allem kleineren Firmen den Gang an die Börse

WERNER GRUNDELEHNER

In den USA sind sie das «nächste heisse Ding», hierzulande werden sie verwirrenderweise Blankocheck-Unternehmen genannt und gelangen vor allem in die Schlagzeilen, wenn Ex-Bankchefs wie Sergio Ermotti, Tidjane Thiam oder Brady Dougan sich in den USA in diesen Vehikeln engagieren. Die Rede ist von Special Purpose Acquisition Companies oder kurz Spacs. Seit Anfang 2020 haben solche Vehikel in den USA über Börsengänge mehr als 100 Mrd. \$ eingenommen.

Spacs bieten Unternehmen einen alternativen Weg zur Börsenkotierung ohne klassisches IPO. Diese Aktiengesellschaften weisen kein eigenständiges operatives Geschäft auf. Der alleinige Zweck dieser «Mantelgesellschaften mit viel Liquidität» ist die Akquisition eines bereits erfolgreich etablierten Unternehmens. Durch die Übernahme erhält das Akquisitionsobjekt einen «Express»-Zugang an die Börse.

## Keine neue Erfindung

Investoren bieten diese «neuen» Produkte eine Alternative, um dem Anlagedruck mit einer weiteren Diversifikation zu begegnen. Zudem erhalten sie Zugang zu einem IPO-Objekt, bleiben aber bis es zur Übernahme kommt liquide und können über die Börse aussteigen. Im Gegensatz zu einer willkürlichen IPO-Zuteilung durch eine Bank kann der Investor die Beteiligungssumme selbst bestimmen. Die Investoren stimmen über das vorgeschlagene Übernahmeobjekt ab, falls ein Anleger sich nicht beteiligen möchte, kann er zuvor seine Anteile an der Börse verkaufen.

Spacs sind keine neue Erfindung: Sie sind seit Jahrzehnten auf dem Markt, doch rückten sie erst in den vergangenen fünf Jahren in das Bewusstsein der Finanzmärkte. «Im Jahr 2020 haben die Vehikel bisher nicht gesehene, marktverändernde Kapitalvolumen angezogen», schreibt McKinsey in einem Bericht. Ab August 2020 verfügten Spacs, die aktiv nach Firmenfusionen suchten, demnach über 60 Mrd. \$, 81 von 111 US-Börsengängen waren bis zu diesem Zeitpunkt Spacs.

Vor wenigen Tagen gab die Berliner Start-up-Beteiligungsgesellschaft Rocket Internet bekannt, dass man die Unterlagen für einen Spac-Börsengang an die US-Börsenaufsicht SEC eingereicht habe. Rocket Internet hat sich vor einigen Monaten von der Börse zurückgezogen. Die Beteiligungsgesellschaft hat bereits Hellofresh, Delivery Hero, Zalando, Westwing und die Global



Die Credit Suisse gilt in den USA als Marktführer bei Spacs und überlegt, wie diese sich in der Schweiz umsetzen lassen. BLOOMBERG

Fashion Group an die Börse gebracht. Das von Rocket initiierte Anlagevehikel will rund 290 Mio. \$ einsammeln und in ein Technologieunternehmen investieren, das vom Digitalisierungsboom profitiert – und das vorzugsweise ausserhalb der USA. Auch der Ex-Commerzbank-CEO und UBS-Manager Martin Blessing will mit einem Börsengang Geld für ein Zweckunternehmen sammeln, das sich auf Deals in der europäischen Finanzindustrie ausrichten wird. Zu diesem Zweck soll ein Spac an der Börse Amsterdam kotiert werden, das 300 Mio. € einsammeln will.

## Warrants für Erfolgsbeteiligung

Eine zentrale Rolle, ob ein Spac erfolgreich wird, spielen der Sponsor und der Verwaltungsrat (VR). Diese sind selbst investiert und suchen das Übernahmeziel. Da das Kaufobjekt bei Gründung des Spac noch nicht bekannt ist, hängt der Erfolg der Investorensuche stark vom Vertrauen in den Sponsor und seinen spezifischen Branchenkenntnissen ab.

Der Sponsor und der VR erhalten rund 10 bis 20% der Aktien, je nach Branche und Grösse der Gesellschaft. Damit

müssen sie auch Gründungskosten, Ausgaben für das IPO und die laufenden Börsenkosten sowie die Ausgaben für die Prüfungen von Kaufobjekten finanzieren. Sponsor und Verwaltungsrat sind die Einzigen, die über die Laufzeit des Spac nicht aussteigen können, zudem wird für sie bereits zum Voraus eine Haltefrist an der gekauften Gesellschaft vereinbart. Findet sich in der festgelegten Laufzeit kein Kaufobjekt, verfällt das Anlagevehikel, die Investoren erhalten ihren Einsatz zurück, Sponsor und VR gehen leer aus.

Alle Investoren (einschliesslich des Sponsors) erwerben im IPO neben Aktien auch Warrants. Diese Optionscheine bleiben nach einer Übernahmestruktur bestehen und sollen für allfällige Erfolge entschädigen. Falls innerhalb von 24 Monaten nach dem IPO keine Transaktion stattgefunden hat, erfolgt die Liquidation des Spac und die Rückzahlung des Emissionserlöses an die Investoren. Der Sponsor verliert sein gesamtes initiales Risiko-Investment.

Vor allem nach der Zunahme der Spac-Transaktionen in den USA ist das Interesse an ihnen gemäss einem Sprecher der Schweizer Börse SIX auch in der Schweiz gestiegen. «Die Marktteil-

nehmer sind auf diese Möglichkeit aufmerksam geworden und prüfen wohl derzeit, wie solche Transaktionen auf dem Schweizer Kapitalmarkt ermöglicht werden könnten.» Aus regulatorischer Sicht lasse sich Folgendes sagen: «Die Kotierung von Spacs ist grundsätzlich unter dem derzeit gültigen Kotierungsreglement möglich.» Allfällige Kotierungs-gesuche von Spacs würden vom Regulatory Board von SIX ergebnisoffen gemäss den geltenden Vorschriften geprüft.

In der Schweiz bekunden auch Investoren und Banken als Emittenten Interesse an diesem neuen Instrument. «Die Credit Suisse ist in den USA Marktführer in diesem Bereich, und wir haben auch bereits gewisse Überlegungen bezüglich der Umsetzbarkeit dieser Vehikel in der Schweiz vorgenommen», sagt Jens Haas, Leiter Investmentbank der Credit Suisse. Entscheidend sei nun, ob sich profilierte «Promoter» finden, welche im Markt die nötige Nachfrage generieren könnten.

Neu sind Spacs aber auch in der Schweiz nicht. Anfang Dezember 2020 liess sich das Schlierener Spezialchemie-Unternehmen HeiQ durch Übernahme eines solchen Vehikels an der Börse London kotieren. Die Firma hat unter ande-

rem eine Technologie entwickelt, dank der Textilien den Träger vor dem Coronavirus schützen. «Wir wollten diese Publizität für die Kotierung nutzen», sagt der Firmenchef Carlo Centonze. Deshalb nutzte HeiQ nicht das «klassische» IPO. Beim gewählten Verfahren war gemäss Centonze der Zeitaufwand ein Drittel und die Kosten 20 bis 50% geringer.

Für Unternehmen, die eine Kotierung anstreben, bietet ein Spac neben dem schnelleren Ablauf zahlreiche Vorteile. Der IPO-Prozess ist heute, was die Anforderungen bezüglich Free Float, die Mindestkapitalisierung, die Research-Arbeit der Banken sowie die rechtlichen Anforderungen angeht, für kleinere Unternehmen kaum mehr zu stemmen. Die Kosten der in eine IPO-Transaktion involvierten Anwaltskanzleien sind enorm, der Zeitaufwand ebenfalls. Dabei geht es in erster Linie darum, alle Risiken aufzuzeigen und dadurch Haftungsklagen abzuwenden. Der Aufwand für das Management, das eigene Unternehmen bei Investoren bekannt zu machen, ist ebenfalls riesig.

## Komplexe Strukturen

Natürlich ist ein Spac keine eierlegende Wollmilchsau. Als Investor gilt es, einen genauen Blick auf die Konditionen zu werfen. Die Anlagevehikel haben komplexe Governance- und Vergütungsstrukturen. Auch das Abschätzen der Risiken bezüglich erwarteter Renditen, die sich über den Lebenszyklus des Spac entwickeln, erfordert eine vertiefte Analyse. In den USA gab es Fälle, in denen die Sponsoren eine satte Gewinnbeteiligung kassierten, ohne dass die Investoren beteiligt wurden. Die Konditionen des Spac werden im Emissionsprospekt dargelegt. Bei der Übernahme einer Gesellschaft oder einer Fusion wird dagegen kein Prospekt mehr aufgelegt. Der Verwaltungsrat kann aber dann im Gegensatz zu einem traditionellen IPO offen informieren und eine Geschäftsprognose abgeben.

«Dies ist ein Symptom der steigenden Risikobereitschaft der Anleger als Folge des Anlagenotstands, der durch die ultratiefen Zinsen stetig verschlimmert wird», schreibt dazu die Helvetische Bank. Jedes Jahr würden Anleihen mit hohen Coupons aus den «guten alten Zeiten» zurückbezahlt. Diese Gelder müssten reinvestiert werden. Um überhaupt noch Rendite erzielen zu können, würden Anleger regelrecht gezwungen, Gelder in risikoreiche Anlagen umzuschichten. Dies gilt gemäss der Helvetischen Bank nicht nur für «Spekulanten», sondern auch für Gelder der Altersvorsorge.

# Japans Börse jagt alte Rekorde

Der Nikkei-225-Index durchbricht erstmals seit 30 Jahren die Marke von 30 000 Punkten – und hat laut Experten noch Luft nach oben

MARTIN KÖLLING, TOKIO

Japans Aktienmarkt stellt zwar derzeit keine Rekorde auf. Doch die Experten schauen nicht weniger begeistert zu, wie die Tokioter Börse nach mehr als 30 Jahren wieder Höhen erreicht, die es zuletzt vor und nach der historisch grössten Aktien- und Immobilienblase der Geschichte gab. Der Nikkei-225-Index stieg in den letzten Wochen nicht nur stärker als andere globale Kursbarometer, obwohl die japanische Wirtschaft 2020 um 4,8% geschrumpft war. Diese Woche überwand Japans Leitindex sogar die Marke von 30 000 Punkten, die er zuletzt Ende 1988 – ein Jahr vor dem Platzen der doppelten Blase – und danach 1990 durchbrochen hatte. Im Dezember hatten selbst Optimisten diesen Wert noch für Ende 2021 als Ziel ausgegeben.

Der Stand des Nikkei wirkt aussergewöhnlich für Japaner, die zwischen 1990 und 2009 den mehr als 80%-igen Fall der japanischen Aktien- und Immobilienpreise miterlebt haben. Die Chefanalytikerin des Onlinebrokers Monex, Nana Otsuki, beispielsweise warnt vor einem

Déjà-vu: «Als jemand, der damals den Kollaps der Wirtschaft erlebt hat, bin ich besorgt über die überwältigende Dominanz des bulligen Lagers.» Aber viele Anleger und Experten halten es für möglich, dass Japans Börse den Höhenflug fortsetzen und andere Märkte in der jetzigen Phase übertrumpfen könnte.

## Mehr als ein Geldflut-Profiteur

Ein Grund ist die globale Geldflut, mit der die Notenbanken die Corona-Krise lindern wollen. Das Geld fliesst aber auch in die Aktienmärkte und hebt alle Boote. In Japan kommt hinzu, dass die Bank of Japan seit zehn Jahren als Mittel der Geldpolitik börsenkotierte Aktienfonds (ETF) kauft. Viele Anleger sehen in den ETF-Käufen eine Versicherung gegen einen Börsenkollaps – und damit einen Grund für immer grössere Wetten.

Zu diesen geldpolitischen Triebmitteln kommen nun noch zwei grosse traditionelle Katalysatoren hinzu: eine Erholung der Weltwirtschaft und der Firmengewinne. Die Experten der Credit Suisse hielten in der Wirtschaftszeitung

«Nikkei» fest, dass japanische Aktien zu den konjunktursensibelsten weltweit gehören. Wenn sich in der Krise die Zeichen der Konjunkturwende mehren und die Risikobereitschaft der Anleger wächst, steigen Japans Aktienkurse daher zu Beginn der Erholung oft schneller an als in anderen Märkten. Dieses Mal stärken die Impfprogramme die Hoffnung auf eine Rückkehr der Welt auf einen Wachstumspfad.

Gleichzeitig haben viele Unternehmen diesen Monat in ihren Quartalsbilanzen ihre Prognosen für das bis Ende März laufende Bilanzjahr erhöht. Yunosuke Ikeda von Nomura glaubt daher, «dass der Anstieg der japanischen Aktienkurse zeigt, dass die Phase des liquiditätsgetriebenen Markts nun auch einige Aspekte eines gewinngetriebenen Markts angenommen hat».

Dazu addieren sich einige weitere positive Faktoren, die immer mehr Anleger aus aller Welt anziehen. Ein Lockmittel sind für den Anlageverwalter Ciganer relativ günstige Bewertungen und die Untergewichtung Japans in vielen Portfolios.

Japans Aktien werden mit ungefähr dem 20-fachen der Firmengewinne gehandelt. Die Pessimisten am Aktienmarkt mahnen zwar, dass sie damit schon über dem langjährigen Mittel liegen, also überbewertet und losgelöst von der wirtschaftlichen Realität sind. Aber damit stehen Japans Aktien noch immer preiswerter da als amerikanische.

Zudem zahlt sich in der Krise für die Anleger aus, dass Japans Unternehmen während der fetten Jahre riesige Bargeldreserven angehäuft haben. Trotz Gewinneinbrüchen halten laut einer Untersuchung von Nomura Asset Management zwei Drittel der Unternehmen ihre Dividenden stabil, während 15% sie sogar anhoben.

## Worauf die Profis schauen

Dementsprechend breit ist auch das Interesse der Experten gestreut. Sean Darby, Chefstrategie vom Investmenthaus Jefferies, mag japanische Technologieunternehmen, die wie ihre asiatischen Rivalen vom Aufschwung in den USA profitieren. Doch Darby sieht die Japaner

im Vorteil: «Verglichen mit ihren Rivalen sehen Japans Tech-Aktien preiswert aus.»

Nomuras Strategen raten derzeit zum einen zu Aktien, die durch die Lockerung der pandemischen Einschränkungen profitieren sollten. Zum anderen setzen sie auf konjunkturabhängige Sektoren, die voraussichtlich ein hohes organisches Wachstum erzielen werden: Elektrogeräte und Präzisionsinstrumente, Maschinen, Automobile und Transportausrüstung sowie Finanzwerte – ausser Banken, versteht sich. Die sind in Japan zwar profitabel, leiden aber weiter unter der Nullzinspolitik.

Insgesamt befinde sich die japanische Wirtschaft auf dem richtigen Weg, urteilt Shigenobu Nagamori, der Gründer des expandierenden Elektromotorenherstellers Nidec. «Technologische Innovationen wie Elektrofahrzeuge sind zu sehen, und Unternehmen verändern ihre Geschäftsstrukturen». Doch die schon einmal enttäuschte Analytikerin Otsuki rät mit einem japanischen Börsensprichwort zur Vorsicht. ««Noch immer» wird rasch «bereits.» Oder auf deutsch: Der Krug geht zum Brunnen, bis er bricht.