

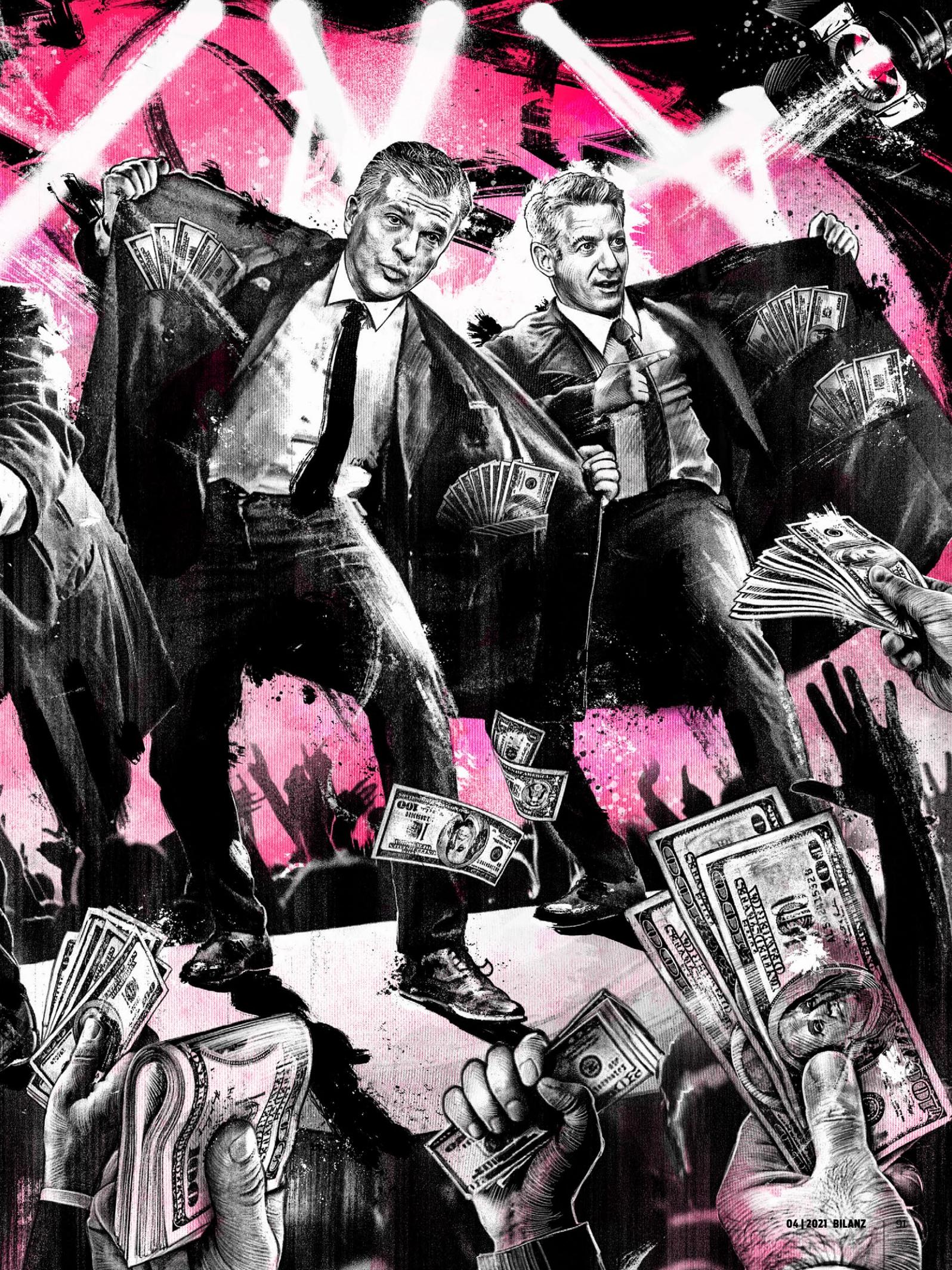
# SPAC- takulärer Boom

**Börsenmäntel** Die Finanzmärkte werden von SPACs überflutet. Skepsis ist angebracht. Aber wer gewisse Regeln befolgt, kann vom Boom profitieren.

von ERICH GERBL

**SCHAULAUFEN** Renommiertere Namen aus der Finanzindustrie wie Tidjane Thiam, Sergio Ermotti oder Bill Ackman (v.l.) führen ihre Mantelfirmen vor. Anleger vertrauen darauf, dass sie einen Deal an Land ziehen.





Monatelang passierte bei der börsenkotierten Blankocheck-Firma nichts, dann ging es plötzlich schnell. Der SPAC mit dem etwas sperrigen Namen Decarbonization Plus Acquisition Company wolle mit Hyzon Motors fusionieren und den Hersteller von Elektro-Lkws so im Eiltempo an die Börse bringen. Die Gerüchte liefen am 4. Februar über den Nachrichtenticker. Der Kurs des SPAC schoss bis zum 8. Februar um mehr als 40 Prozent nach oben. In den wenigen Tagen wechselte das gesamte Aktionariat. Vorsichtig investierende professionelle Anleger, die Mantelfirmen bis zur Bekanntgabe eines Deals halten, stiegen aus, auf erneuerbare Energien spezialisierte Fonds kauften sich in grossem Stil ein. Die Erfolgsgeschichte der SPACs ist um ein Kapitel reicher.

1993 von Investmentbanker David Nussbaum und Anwalt David Miller mit grösserem Anlegerschutz neu erfunden und «Special Purpose Acquisition Company» benannt, sind SPACs an den Finanzmärkten heute der letzte Schrei. 2020 holten sich 250 dieser börsenkotierten Unternehmenshüllen bei Investoren 83 Milliarden Dollar ab. Ein Rekord, der 2021 schon Mitte März gebrochen wurde. Seit Jahresbeginn feierten mehr als 258 Blankocheck-Firmen ihr Börsendebüt und sammelten 83 Milliarden ein. Am 11. März drängten gleich fünf SPACs mit Namen wie Silver Spike Acquisition Corp. II oder Pine Technology Acquisition Corp. aufs Parkett. An der Wall Street sorgte das für wenig Aufregung - die SPAC-Welle schwappte nur ein wenig höher.

**400 SPACS SIND AUF DER SUCHE**

Rund 100 SPACs haben bereits Ziele gefunden, mehr als 400 Blankocheck-Firmen sind mit 130 Milliarden Dollar in den Taschen auf der Suche. «Das klingt nach erschreckend viel, ist aber im Vergleich zu Private Equity überschaubar», sagt Oliver Scharping, der beim Vermögensverwalter Bantleon auf M&A- und IPO-Themen spezialisiert ist. Der Deutsche hat für Tito Tetamanti gearbeitet und mit Warren Buffett gespeist. Er nutzt SPACs, um die Rendite zu steigern. In seinen Event-driven-Aktienfonds liegt der SPAC-Anteil bei rund 20 Prozent. Für einen grossen Kunden legt er in Kürze einen Fonds auf, der ganz in SPACs investiert. Waren SPACs vor drei Jahren an den Finanzmärkten noch eine Seltenheit, hat Scharping heute die Qual der Wahl.

SPACs stellen keine trendigen Produkte her. Ihr einziger Zweck besteht darin,



**Anlegern verschaffen SPACs Zugang zu Investments, die bisher Private-Equity-Firmen vorbehalten waren.**

Unternehmen zu suchen, mit ihnen zu verschmelzen und sie auf diese Art rasch und unkompliziert an die Börse zu bringen.

Ausläufer der Welle schwappen über den Atlantik nach Europa. In London, Paris und Amsterdam feierten SPACs ihr Debüt. Frankfurt verhalf Start-up-Investor Klaus Hommels mit Lakestar SPAC I zur Premiere. In der Schweiz gibt der aktivistische Investor Gregor Greber mit seinem SPAC den Startschuss. Promis aus der Finanzindustrie poppen im SPAC-Geschäft auf: Tidjane Thiam, Sergio Ermotti und Ex-Commerzbank-Chef Martin Blessing surfen auf der Welle.

Mit offenen Armen werden die Blankocheck-Firmen nicht begrüsst. In den 1980er Jahren auf «Pump and Dump» spezialisiert, kämpfen sie gegen Skepsis. «Ich nehme an SPACs überhaupt nicht teil. Die Welt wäre ohne sie besser dran», sagte Warren Buffetts rechte Hand Charlie Munger. Er hält Spekulationen in Firmen, die noch nicht einmal gefunden wurden, als Zeichen für eine irritierende Blase.

Gegen den schlechten Ruf der SPACs kämpft Kommunikationsexperte Edwin van der Geest. Die erste Welle in den 1980er Jahren habe dem Ruf des Konzepts geschadet. «Dinge müssen reifen, der Markt hat die

**Börsenmäntel im Ausverkauf**

Zahlreiche SPACs notieren unter ihrem Rückkaufpreis.

Name	Ticker	Preis (\$)	NAV (\$)	Yield	IPO-Datum	Deadline
Adit Edtech Acquisition Corp.	ADEX US	9.70	10.00	1.7%	12.01.2021	14.01.2023
Primavera Capital Acquisition Corp.	PV US	9.85	10.00	0.9%	22.01.2021	26.01.2023
Mallard Acquisition Corp.	MACU US	9.87	10.10	2.1%	27.10.2020	29.04.2022
East Resources Acquisition Corp.	ERES US	9.88	10.00	1.0%	22.07.2020	13.07.2022
EdtechX Holdings Acquisition Corp. II	EDTX US	9.90	10.10	2.0%	12.11.2020	15.06.2022
Amplitude Healthcare Acq. Corp.	AMHC US	9.90	10.30	2.0%	19.11.2019	22.11.2021

Quelle: Bantleon Bank

Fotos: Getty Images, Imago

Schwächen behoben. Die Branche wurde reifer», sagt der Seniorpartner der Dynamics Group, die Grebers SPAC in Sachen Kommunikation berät. Gemäss van der Geest werden SPACs häufig falsch verstanden: «Von der Katze im Sack kann nicht die Rede sein.» Anders als beim Direct Listing finde bei einem SPAC ein Bewertungsprozess durch den Verwaltungsrat statt. Dann werden im Unterschied zum IPO-Prozess die Zukunftsaussichten detailliert dargelegt. Schliesslich stimmen die Aktionäre über die Fusion ab. Und über allem stehe ein 100-prozentiges Rückgaberecht.

### KOMFORTABLE MÄNTEL

Die Chance, dass viele SPACs Deals an Land ziehen, ist nicht schlecht. Denn aus Sicht der Zielunternehmen ist es attraktiv, in einen Mantel zu schlüpfen. «Klassische IPOs sind für kleine und mittelgrosse Firmen nicht mehr zu stemmen. Es ist ein riesiger Aufwand und ein regulatorisches Monster», sagt van der Geest. Roadshows, die das Management über Monate beschäftigen, gibt es anders als beim IPO nicht. Keine Börsenfenster, die sich wieder schliessen, keine Bookbuilding-Spannen, die erst im letzten Moment den tatsächlichen Verkaufspreis offenbaren. Selbst ein Verkauf einer Minderheit ist möglich, was bei einem IPO nicht gern gesehen wird. Via SPAC geht es aus Sicht der Unternehmen schneller, kostengünstiger und berechenbarer an die Börse. Auch im Vergleich zu einem Verkauf an ei-

nen Private-Equity-Fonds ist der SPAC-Deal attraktiv. PE-Firmen verhandeln hart, da sie ihren Einkauf mit einem möglichst grossen Aufpreis wieder losschlagen wollen.

Anlegern verschaffen SPACs Zugang zu Investments, die zuvor Private-Equity- und Venture-Capital-Firmen vorbehalten waren. «Kauft kein SPAC das Unternehmen, machen häufig PE-Firmen das Geschäft: die üblichen Verdächtigen aus New York, London oder dem Silicon Valley», sagt Oliver Scharping.

Dass das Feld bisher Profis vorbehalten war, hat laut Kritikern seinen Grund: Wie die Chancen sind auch die Risiken gross. Das gilt besonders für jene Firmen, die es ohne SPAC nicht an die Börse geschafft hätten. «Der eine oder andere Komplettabschreiber ist darunter», sagt Scharping. Professionelle Investoren wie er sind sich dessen bewusst. Scharping verfolgt bei seinen SPAC-Investments eine konservative Strategie. Er verkauft die Blankocheck-Firmen spätestens dann, wenn das Ziel für die Übernahme oder Fusion verkündet wird. In der Regel schnellen die Kurse bei solchen «Announcements» um 15 bis 25 Prozent in die Höhe. Dann ist Scharping bereits ordentlich im Plus. Der IPO-Preis eines SPAC liegt mit wenigen Ausnahmen bei 10 US-Dollar. Der Geldmanager versucht, unter diesem Kurs - also mit einem Discount auf den Nettoinventarwert - einzusteigen. Zuletzt gab es 50 SPACs, die bei weniger als 10 Dollar handeln (siehe Tabelle auf Seite 92). «Wenn wir einen Dollar für 95 Cent kaufen können, ist es attraktiv», so Scharping. Der Clou an dem Investment: Der Boden ist beim IPO-Preis, also in der Regel bei 10 Dollar, verlegt.

Kommt es zu keinem Deal oder gefällt dem Investor das Objekt der Begierde nicht, bekommt er die 10 Dollar pro Unit, der Kombination aus Anteilen und dazugehörigen Warrants, zurück. Bis zur Übernahme sind die Gelder sicher auf Treuhandkonten geparkt. «Im schlimmsten Fall hat man in US-Staatsanleihen investiert», sagt Scharping. Für Schweizer Anleger gibt es ein Währungsrisiko und die Stempelsteuer. In vielen Ländern sind Negativzinsen ein Thema. Klaus Hommels gleicht bei seinem SPAC diese Kosten aus. Sonst erfüllt Lakestar SPAC I typische SPAC-Merkmale. Der Investor kann die Rücknahme aller oder eines Teils der Aktien verlangen - egal ob er für oder gegen den Zusammenschluss gestimmt hat. Die Optionsscheine oder Warrants darf er behalten. Meist räu-

men diese Warrants die Option ein, nach dem Zusammenschluss - häufig 52 Tage - Aktien für 11.50 Dollar zu kaufen. «Der Warrant entschädigt für die Geduld, das Vertrauen und den fehlenden IPO-Pop», sagt van der Geest. Wie viele Warrants es braucht, um eine Aktie zu erhalten, unterscheidet sich von SPAC zu SPAC. Je renommierter der Sponsor, desto ungünstiger das Verhältnis.

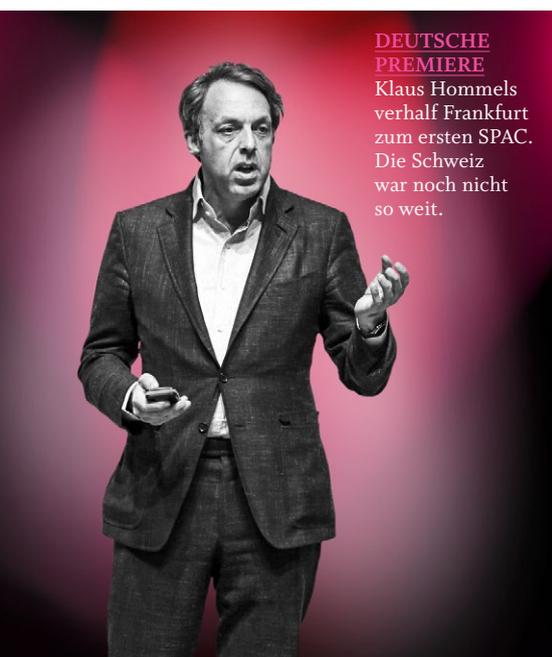
Geld zurück bekommt der Investor auch, wenn kein Übernahmeobjekt gefunden wird. In der Regel hat der Sponsor zwei Jahre Zeit. Häufig gibt es eine Option auf Verlängerung um ein Jahr. Dann wird die Gesellschaft liquidiert und ihr Vermögen an die Aktionäre ausgeschüttet.

### DETAILLIERTE PROGNOSEN

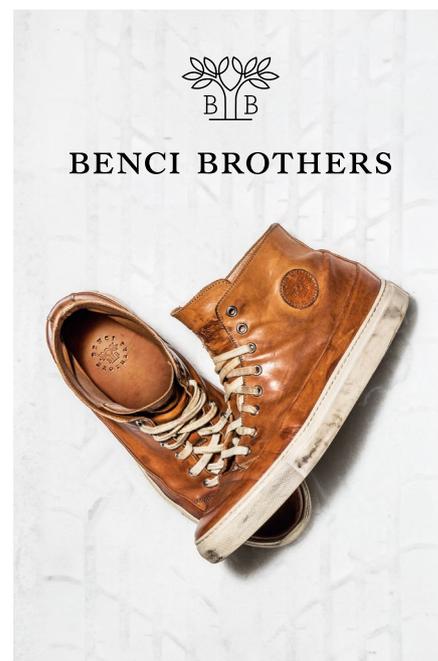
Haben SPACs in der ersten Phase eine unklare Zukunftsperspektive, ändert sich dies, sobald ein Zielobjekt gefunden ist. Anders als bei einem IPO bekommen Anleger detaillierte Pläne und Prognosen des Unternehmens, das mit dem Börsenmantel eingekleidet werden soll, zu sehen. Die so oft zitierte Katze wird aus dem Sack geholt und präsentiert.

Dennoch ist es riskant, SPACs über dem IPO-Preis zu kaufen. Historisch lagen sie nach der Fusion deutlich hinter dem Markt zurück. Da jetzt besonders viele SPACs an die Börse strömen - und das nicht nur in höchster Qualität -, dürfte sich dies nicht ändern. Von 2015 bis 2019 gelang knapp ▶

ANZEIGE



**DEUTSCHE PREMIERE**  
Klaus Hommels verhalf Frankfurt zum ersten SPAC. Die Schweiz war noch nicht so weit.



► der Hälfte der 147 in dieser Zeit herausgebrachten SPACs ein Deal.

«Es gibt zu viele SPACs mit geringer Qualität. Von vielen wird man nie wieder etwas hören», sagt Niron Stabinsky. Der US-Amerikaner verantwortet bei der Credit Suisse das SPAC-Geschäft. 2015, Jahre bevor sich die Welle auftürmte, hatte man den SPAC-Spezialisten von der Deutschen Bank geholt. Stabinsky ist in der Welt der Mantelfirmen weit vernetzt. Nicht zuletzt durch Stabinsky ist die CS im SPAC-Geschäft unter den Investmentbanken die globale Nummer eins. Sieben der zehn grössten SPAC-Transaktionen gehen auf ihr Konto. Die Poleposition sei nicht das Ziel gewesen: «Qualität statt Quantität ist oberste Priorität», sagt Stabinsky. 2020 lancierte er mit seinen Teams 41 Blankoscheck-Firmen. Corona half sogar, denn viele Events fanden via Zoom statt. «Eine so grosse Zahl an SPAC-IPOs wäre mit physischen Roadshows gar nicht möglich gewesen.» 2021 dürfte die CS den Vorjahreswert toppen. Per Anfang März war die CS bereits bei 25 SPACs Underwriter. «Wir haben viele Mandate in der Pipeline, weit über 50», sagt er. Stabinsky verbringt viel Zeit damit, Anfragen abzulehnen. Mehr als 80 Prozent sterben auf seinem Schreibtisch einen frühen Tod. Viele kommen dann mit anderen Investmentbanken auf den Markt.

**BLINDES VERTRAUEN**

Qualitativ hochwertige Sponsoren, die für Anleger interessant sind, zeichnen sich durch ihre Reputation und die Anzahl der erfolgreich abgeschlossenen Deals aus. «Wir wollen Manager, die aufgrund ihrer Erfolge bekannt sind, und hier meine ich nicht im Showgeschäft oder im Sport. Die Chancen, dass einem unbekanntem und unerfahrenem Sponsorteam eine grosse Übernahme gelingt, ist gering», sagt Stabinsky.

Wer in SPACs investiert, vertraut darauf, dass der Sponsor und der Verwaltungsrat einen möglichst guten Deal an Land ziehen. Das Engagement, das Wissen, das Verhandlungsgeschick und die Netzwerke der Personen, die hinter dem SPAC stehen, sind entscheidend. Erfahrung in Private Equity oder Venture Capital sind besonders nützlich.

Einen Promi aus der Finanzindustrie wie Sergio Ermotti oder Tidjan Thiam an Bord zu haben, lockt in erster Linie Käufer an, kann aber auch zur Anbahnung von



**SHOOTING STAR**  
Die auf Technologie fokussierten SPACs des ehemaligen Facebook-Kaders Chamath Palihapitiya sind heiss begehrt. Beim vierten SPAC war noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht.

**Das Verhandlungsgeschick und die Netzwerke der involvierten Personen sind entscheidend.**

Deals, die dann auch für Anleger Mehrwert schaffen, hilfreich sein.

Wesentlich ist der Sponsor. Der hat die sogenannte «Skin in the Game» und geht durch die Finanzierung der Initialkosten, des IPO und der operativen Kosten persönliche Risiken ein. Im Erfolgsfall wird er für den Risikoeinsatz mit Vorzugsaktien und Warrants fürstlich belohnt. Meist gehen 20 Prozent der Gründeraktien des fusionierten Unternehmens an die Sponsoren.

Die hohe Belohnung fördert Interessenkonflikte. SPAC-Sponsoren zahlen das Geld an die Investoren ungerne zurück, da sie dann auf den Kosten sitzen bleiben. Laut Kritikern fördert dies die Bereitschaft, nicht den besten, sondern irgendeinen Deal an Land zu ziehen, der gerade gut genug ist, vor der Generalversammlung zu bestehen. «Die Interessen von SPAC-Gründern und Anlegern sind grundsätzlich gleich gerichtet. Dennoch wird der SPAC-Gründer seinen Nutzen maximieren», sagt Thomas Heller, CIO der Schwyzer Kantonalbank.

Sich an die renommierten Sponsoren im SPAC-Business mit einem ausgewiesenen Leistungsausweis zu halten, verbessert die Chancen auf einen Deal und aus Sicht des Anlegers die Chancen auf hohen Gewinn.

Zu den Serientätern im SPAC-Business zählt Chinh Chu, Ex-Dealmaker bei Blackstone. Bill Foley II verdiente in 40 Jahren als Dealmaker Milliarden. Nun hat er die SPACs entdeckt. «Foley hat mit seinen Transaktionen über 100 Milliarden Wert kreiert. Firmen wie Blackstone verkaufen an ihn», so CS-Experte Stabinsky. Ende Februar brachte der Ex-Air-Force-Captain die SPACs Austerlitz Acqui-



**CHURCHILL**  
CS-VR Michael Klein ist im SPAC-Geschäft ein Grosser. 7 nach Churchill benannte SPACs gibt es bereits.

sition Corp. I und II, benannt nach Napoleons berühmtester Schlacht, auf den Markt.

Ein heisser Name im SPAC-Business ist Chamath Palihapitiya. Er war bei Facebook eine führende Figur und ist seit 2015 mit eigenen Venturefonds auf Firmenfang. Mit seinen SPACs Capital Hedosophia I bis III führte er Virgin Galactic, Opendoor Technologies und Clover Health an die Börse. Drei weitere SPACs sind noch auf der Suche, der Erfolg ist schon zum Teil eingepreist.

Den vier Milliarden schweren und damit bisher grössten SPAC brachte der aktivistische Investor Bill Ackman mit Pershing Square Tontine Holdings heraus.

Mit bereits sieben Mantelfirmen einer der ganz Grossen im SPAC-Business ist Mi-

Unternehmen interessiert zu sein. Wenn man an der Roadshow hört, dass es eine Shortlist von Übernahmezielen gibt, stimmt uns das optimistisch», sagt Scharping. Bei Klaus Hommels' Lakestar hat sich im Management Call herauskristallisiert, dass eine Übernahme im Bereich Fintech oder Software as a Service anvisiert wird. Der Kurs des SPAC stand zuletzt unter Druck.

«Was heute für Internet- und Softwarefirmen bezahlt wird, ist niemandem verborgen geblieben, schon gar nicht der Finanzindustrie», sagt Christoph Bruns. Der Deutsche, seit 2005 Fondsmanager, Teilhaber und Vorstand beim Vermögensverwalter Loys, ist ein Kritiker des SPAC-Booms. Bruns lebt seit 20 Jahren in Chi-

Wealthmanagement aktiv anzupreisen. Das soll für Blankocheckfirmen gelten, die noch kein Ziel gefunden haben. Die UBS ist im SPAC-Geschäft die Nummer 6.

Wasser auf die Mühlen der Kritiker liefern auch Fälle wie Nikola Motors, eine der Firmen, die mit spektakulären Plänen, aber ohne Umsatz und Gewinn über eine Mantelgesellschaft an die Börse kam. Leerverkäufer Hindenburg Research stellte das nicht zufällig nach Nikola Tesla benannte Start-up in einem Bericht als Betrugsfall dar. Dabei liegt Nikola mit 15 Dollar noch deutlich über dem IPO-Preis des SPAC. Davon können Firmen wie Waitr, 2018 per SPAC an die Börse gekommen, nur träumen. Vor einem Jahr war die Waitr-Aktie

ANZEIGE

Themes Trading

## REICHERN SIE IHR PORTFOLIO MIT CANNABIS AN

Mit einem geschätzten Umsatz von 75 Milliarden US-Dollar bis 2030 bietet die Hanfbranche zahlreiche Anlagemöglichkeiten. Das Zertifikat «Cannabis 2.0» (erhältlich über die Schweizer Börse SIX) wählt für Sie die Cannabis-Anbieter mit dem grössten Wachstumspotenzial aus. Holen Sie sich diese Chance mit nur einem Klick in Ihr Portfolio!

[www.swissquote.com/cannabis](http://www.swissquote.com/cannabis)

Zertifikat  
Cannabis 2.0

ISIN  
CH0587304764

Symbol  
THCLTQ

Swissquote

chael Klein. Der bekennende Churchill-Fan und ehemalige Citigroup-Dealmaker ist in der Schweiz als CS-Verwaltungsrat bekannt. Churchill Capital Corp. III sammelte im Februar 2020 rund 1,1 Milliarden Dollar ein, um im Sommer in einem der grössten Blankoscheck-Deals mit MultiPlan zu fusionieren. 2021 schlüpfte der aufstrebende Elektroautobauer Lucid Motors in den Börsenmantel Churchill Capital Corp. IV. Der SPAC-Kurs stieg von 10 auf bis zu 58 Dollar, um im jüngsten Tech-Abverkauf wieder auf 25 Dollar je Aktie zu korrigieren. Laut Gerüchten wurde Churchill IV nur aufgelegt, um Lucid zu übernehmen. Einen SPAC mit einem konkreten Ziel zu lancieren, ist verboten. «Nicht verboten ist es, an drei, vier

cago und bekommt den Hype hautnah mit. Wie Charlie Munger sieht er die Vielzahl an SPACs als Zeichen dieser Euphorie. Dass SPACs von Leuten aus der Finanzindustrie getrieben seien, sei verdächtig und gemahne zur Vorsicht. «Die Banker wissen, dass viel zu viel Geld heissen Themen hinterherjagt, und bringen neue Unternehmen an die Börse, die dort eigentlich nichts zu suchen haben», kritisiert Bruns. Geht es nach ihm, werden die Rituale der Börse, «die aus guten Grund existieren», von den SPACs umgangen.

Kritisch sehen SPACs offenbar schon die involvierten Investmentbanken selbst. So soll die UBS ihren Kundenberatern untersagt haben, SPAC-Investments im

nur noch 40 Cent wert, derzeit sind es 3 Dollar. Selbst wer den Stars der Branche vertraut, ist nach dem De-Spacing nicht gegen Verluste gefeit. MultiPlan, via SPAC des CS-Verwaltungsrats Klein an die Börse gekommen, ist noch 6 Dollar wert.

Thomas Heller von der Schwyzer Kantonalbank hält SPACs für eine «interessante und vielleicht sogar verlockende Geschichte». Man könne sich aber kein eigenes Bild von der Investition machen, wisse nicht im Voraus, in was investiert werde, müsse sich auf den Gründer und dessen «goldenes Näschen» verlassen und hoffen, dass es schon gut komme. Privat-anlegern rät er, Mäntel allenfalls mit einem kleinen Einsatz «auszuprobieren». ■