

# Erstes Opfer des Spac-Booms ist die Schweizer Börse

Ausländische Finanzvehikel nehmen hiesige Firmen ins Visier, um sie ausserhalb der Schweiz zu kotieren

WERNER GRUNDELEHNER

«Ich habe in der vergangenen Woche von vier Schweizer Privatunternehmen gehört, die von kaufwilligen Spacs, die in den USA kotiert sind, kontaktiert wurden», schreibt die auf Kapitalmarkttransaktionen mit mittelständischen Unternehmen spezialisierte Leti McManus in einem Newsletter. Dabei handle es sich um drei Biotech-Unternehmen und eine IT-Firma. Solche Fälle werde man in der nahen Zukunft noch mehr sehen, fügt McManus an. Spacs (Special Purpose Acquisition Companies) sind das Thema der Stunde, vor allem in den USA.

Spacs haben gemäss Goldman Sachs allein im laufenden Jahr mit 175 Börsengängen 56 Mrd. \$ aufgenommen, im Vorjahr gab es in den USA insgesamt 249 IPO von Spacs. Die US-Vehikel, die auf der Suche nach Wachstumsunternehmen sind, haben 200 Mrd. \$ in der Kriegskasse. Für europäische Jungunternehmen ist Risikokapital schwer zu beschaffen. Wenn diese Kapitalbedarf haben, sind schon bisher gerne und oft US-Venture-Fonds eingestiegen. Mit den Spacs könnte sich die «Abwanderung» über den grossen Teich noch verstärken.

## Geld einsammeln und kaufen

Eine Spac ist ein kotiertes Unternehmen ohne operative Tätigkeit. Der einzige Zweck besteht darin, Kapital aufzunehmen, um ein privates Unternehmen zu übernehmen und dieses auf diesem Weg an die Börse zu bringen. Für einen Börsenkandidaten ist das günstiger und schneller als eine eigene Aktienemission (IPO, Initial Public Offering). Diese ist nur in gewissen Zeitfenstern nach der Rechnungslegung möglich, und die involvierten Investmentberater und Anwälte verursachen hohe Kosten. Gerade für Unternehmen mit einem Marktwert von einigen hundert Millionen Franken schien sich das in den vergangenen Jahren nicht mehr zu lohnen. Ein Unternehmer, der seine Firma via Spac an die Börse brachte, beziffert die Zeitersparnis gegenüber der NZZ mit einem Drittel und die Kostenersparnis mit 20% bis 50% im Vergleich mit einem traditionellen IPO.

Die Schweizer Börse kämpft um neue attraktive Unternehmen – im vergangenen Jahr gab es jedoch kein «richtiges» IPO (nur zwei Abspaltungen). Unser Land steht im «Spac-Spiel» bis jetzt nur an der Seitenlinie, jeder Börsenkandidat, der durch eine ausländische Spac gekauft wird, wandert auch an einen Börsenplatz ausserhalb der Schweiz ab. Anfang Dezember 2020 liess sich das Schweizer Spezialchemie-Unternehmen HeiQ nach der Akqui-



Die Schweizer Börse lässt sich bei der Bewilligung neuer Finanzvehikel viel Zeit.

ENNIO LEANZA / KEYSTONE

sition durch ein solches Vehikel an der Börse London kotieren.

Diese «auswandernden» Firmen seien ein weiterer Rückschlag für die Schweiz, meint ein Schweizer Finanzmarktexperte. «Es werden bereits viele Universitäts- und ETH-Abspaltungen ins Ausland verkauft.» Doch es gibt eine erste Hoffnungsschimmer, denn die erste Schweizer Spac ist gemäss Beteiligten in den Startlöchern. Im Management des Vehikels, das in Technologie investieren will, sitzen Heinz Kundert, Verwaltungsrat von VAT und Comet, sowie Andreas Leutenegger, ehemaliger Finanzchef von VAT. Mit an Bord ist auch Gregor Greber von der Beteiligungsgesellschaft Veraison.

Die Sondierungen bei interessierten Investoren sind gemäss Beteiligten auf grosses Interesse gestossen. Die Spac wäre bereit für ein IPO, der Knackpunkt ist die Schweizer Börse beziehungsweise die Finanzmarktaufsicht. Allzu viel Zeit sollte sich der Finanzplatz Schweiz nicht lassen, da diese Finanzvehikel sehr mobil sind. «In der Schweiz sind noch einige regulatorische Fragen rund um Spacs offen», sagt Nick Bossart, Schweiz-Chef der US-Grossbank JP Morgan. So schreibe die SIX vor, dass eine Firma, die kotiert werde, seit drei Jahren existie-

ren müsse. Das ist bei Spacs nicht möglich. Zudem stelle sich die Frage, wer die Negativzinsen und die Stempelabgaben trage. Ebenfalls müsse man eine Lösung finden, wie einzelne Aktionäre ausscheiden könnten, ohne dass es zu einer steuerrelevanten Teilliquidation komme, oder wie die Spac günstig aufgelöst werden könne, wenn nach zwei Jahren kein Kaufobjekt gefunden worden sei.

Angeblich hat auch der deutsche Investor Klaus Hommels mit der Kotierung einer Spac in Zürich geliebäugelt, das Rennen gemacht hat dann aber Frankfurt. Der im Jahr 2012 gegründete Venture-Capital-Fonds Lakestar hat seinen Sitz in Zürich. Das deutsche «Handelsblatt» berichtet, dass die Emission der Spac, die ebenfalls den Namen Lakestar trägt, 275 Mio. € einbrachte und neunfach überzeichnet war. Hommels sieht seine Initiative für europäische Spacs auch als Standortpolitik. Die jüngsten Ereignisse um Impfstoffhersteller und Tech-Firmen hätten gezeigt, dass Firmensitz und Stimmrecht für die operative Tätigkeit entscheidend sein könnten.

In Europa scheint sich aber vor allem Amsterdam als Spac-Zentrum zu etablieren. In dieser Woche gab zudem eine schwedische Beteiligungsgesellschaft die Lancierung einer Spac in Stockholm

bekannt. Gemäss «Bloomberg» hätten Investoren, vor allem Pensionskassen, bereits 60% des Volumens von über 400 Mio. \$ gezeichnet.

Engagements in Spacs lassen sich am ehesten mit einem Private-Equity-Investment vergleichen. Der Investor vertraut darauf, dass das Management der Spac ein attraktives Übernahmeobjekt findet, das noch nicht kotiert ist. Die häufig verwendete Bezeichnung «Blankocheck»-Unternehmen ist aber insofern falsch, als es keine Blanko-Verpflichtung gibt: Eine Generalversammlung entscheidet, ob das vom Management ausgewählte Objekt erworben wird oder nicht. Fällt der Entscheid zugunsten der Übernahme aus, können Investoren, die nicht einverstanden sind, aussteigen und erhalten ihren Einsatz zurück. Für die Private-Equity-Industrie sind Spacs ebenfalls interessant, denn sie bieten eine attraktive Alternative zum Ausstieg – neben IPO und Trade-Sale.

Für Management und Sponsor sieht es anders aus, falls sie nach zwei Jahren kein adäquates Akquisitionsobjekt finden. Dann löst sich das Anlagevehikel auf, und ihr Einsatz ist verloren. Das Management trägt bis zu einer eventuellen Übernahme alle laufenden Kosten: Das wären die Ausgaben für die Kapitalaufnahme, das

IPO, die laufenden Betriebskosten sowie die Due Diligence der Zielgesellschaft. Diesem unternehmerischen Risiko steht im Erfolgsfall ein überproportionaler Gewinn in Form einer Beteiligung von 15% bis 20% an der übernommenen Gesellschaft gegenüber. Wegen dieser «einfach verdienten» Beteiligung, die in den USA noch höher ausfallen kann, und des Umstands, dass sich viele Spacs mit Prominenten aus Wirtschaft, Politik oder Sport schmücken, um Investorengelder anzuziehen, sehen viele Kritiker hier die nächste Blase entstehen.

## Zusätzliche Anlageklasse

Bossart sieht Spacs als Ergänzung zu IPO, quasi als zusätzliche neue Anlageklasse. Um die finanziellen Erwartungen der Investoren zu erfüllen, eignen sich hierfür vor allem junge Wachstumsunternehmen. «Wir sind in Kontakt mit Sponsoren, die eine Spac lancieren wollen, aber auch mit Unternehmen, die durch eine Spac an die Börse gelangen wollen», sagt Bossart. Letztere hätten aber meist eine Kotierung in den USA im Auge. Allgemein sei das Equity-Geschäft (Fusionen, IPO, Kapitalaufnahmen) wieder angesprochen. Aber auch für traditionelle Börsengänge blickten viele hiesige Unternehmen, vor allem aus den Bereichen Healthcare und Tech, nach Übersee.

Die Bandbreite der Renditen der Spacs ist breit gestreut. Eine Studie des Unternehmensberaters McKinsey zeigt jedoch, dass Anleger immer dann gut gefahren sind, wenn sie sich an einer Spac beteiligt haben, die durch einen erfahrenen Sponsor und einen Verwaltungsrat mit ausgewiesener Branchenkompetenz initiiert und geführt wird. Für den Anleger ist es also nicht entscheidend, ob ein US-Baseball-Star oder ein Schweizer Ex-Bank-CEO im Management sitzt, sondern dass Experten das Vehikel führen. «Die Qualität der ersten Schweizer Spacs wird darüber entscheiden, ob sich die Alternative zu IPO und Private-Equity-Trade-Sales erfolgreich etablieren kann», sagt Edwin van der Geest vom Kapitalmarktteam des Beratungsunternehmens Dynamics Group.

«Im Visier von Spacs sind nur Unternehmen, die ein grosses Upside-Potenzial haben», sagt Leti McManus. Das könnten auch Unternehmen sein, die in einer Restrukturierungs- oder Turnaround-Phase stecken. Amerikanische Vehikel, die keine geografische Einschränkung und einen speziellen Branchenfokus aufwiesen, suchten Firmen, die schon «von Natur aus» global positioniert seien. Um ins Visier der US-Spacs zu kommen, müssten Schweizer Firmen einen Unternehmenswert von mindestens 150 Mio. Fr. aufweisen.

# Zinsanstieg sorgt für Spannung vor der Fed-Sitzung

Bis jetzt nimmt die US-Notenbank eine Normalisierung der langfristigen Zinsen in Kauf

MARK DITTLI

Der rasante Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA belastet die Aktienmärkte. Alle Augen sind auf die US-Notenbank Federal Reserve gerichtet. Wird sie die Zinsen laufen lassen oder greift sie schon bald ein?

Momentan verfolgt das Führungsgremium des Fed die Strategie, klar zu signalisieren, dass die kurzfristigen Zinsen noch lange nicht angehoben werden. Die langfristigen Zinsen würden zwar «beobachtet», aber Fed-Chef Jerome Powell liess sich vergangene Woche keine Aussagen über mögliche Massnahmen entlocken, die über das aktuelle Treasury-Kaufprogramm (Quantitative Easing) von 80 Mrd. \$ pro Monat hinausgehen. Das bedeutet: Das Fed nimmt bis anhin eine Normalisierung der langfristigen Zinsen bewusst in Kauf und legt sich einzig auf die Aussage fest, dass die Leitzinsen auf absehbare Zeit nicht erhöht werden. Das zeigt sich an den verschie-

den Laufzeiten. Die Rendite zweijähriger Treasuries verharrt seit Monaten unverändert auf rund 0,15%. Der Markt signalisiert damit, dass er bis 2023 keine Zinserhöhungen des Fed erwartet. Für die Zeit danach rechnet er mit steigenden Leitzinsen, wie die zuletzt gestiegenen Fünf- und Zehn-Jahre-Renditen zeigen.

## Zwei Szenarien

Es ist jedoch fraglich, ob diese Strategie des Fed funktioniert. Vor allem wenn es um Infrastrukturprojekte geht, ist der amerikanische Staat darauf angewiesen, dass er diese mit langfristigen Anleihen finanzieren kann. Dazu eignen sich kurzfristige Papiere, die alle ein bis zwei Jahre «gerollt» werden müssen, nicht. Doch je höher die Zehn-Jahre-Zinsen nun steigen, desto teurer werden die Schulden, die der Staat in den kommenden Monaten und Quartalen aufnehmen muss. Wird Fed-Chef Powell da wirklich abseits stehen kön-

nen und die Entwicklung der Bondrenditen bloss «beobachten»?

Zwei Szenarien stehen offen: In einem ersten kümmert sich das Fed weiterhin darum, die Zinsen am kurzen Ende der Kurve zu fixieren und lässt die langfris-

## the market

NZZ

Dieser Artikel ist auf themarket.ch erschienen. Die Finanzplattform richtet sich an Anleger und arbeitet mit der NZZ-Gruppe zusammen.

tigen Zinsen laufen, wohin sie der Markt auch trägt. Oder – so das zweite Szenario – das Fed greift in die Entwicklung der langfristigen Zinsen ein.

In diesem zweiten Szenario, «Eingriff», stehen wiederum drei Möglichkeiten offen:

1. Eine simple Erhöhung des laufenden QE-Programms von aktuell 80 Mrd. \$ auf neu zum Beispiel 120 Mrd. \$ pro Monat.

2. Eine «Operation Twist»: Unter diesem Programm würde das Fed Treasuries mit kurzer Restlaufzeit verkaufen und gezielt Bonds mit langer Laufzeit kaufen. Im Gesamtumfang wäre dieses Programm neutral, aber es würde die Steigung der Zinskurve verringern.

3. Yield Curve Control: Die Notenbank gibt das klare Signal an die Märkte ab, dass sie wenn nötig unlimitiert Treasuries kauft, um ein bestimmtes Zinsniveau auf bestimmten Laufzeiten zu fixieren. Was das bedeutet, zeigte vergangene Woche die Reserve Bank of Australia, die ihre Anleihenkäufe verdoppelte, um einen Anstieg der Drei-Jahre-Zinsen zu unterbinden.

Wir wissen nicht, welches der beschriebenen Szenarien eintreten wird. Recht

klar lässt sich immerhin sagen, dass im ersten Szenario («Das Fed lässt die langfristigen Zinsen laufen») die Aktien von Banken am besten abschneiden werden, während das Szenario «Yield Curve Control» für Gold und Goldminen spricht.

## Ungeschickter Kommunikator

Aber schon bald könnten wir weitere Anhaltspunkte erhalten. Am 17. März findet die nächste Sitzung des Fed-Offenmarktausschusses ab. Das März-Meeting dient in der Regel auch dazu, den geldpolitischen Kurs für das laufende Jahr zu signalisieren. Möglicherweise werden die Finanzmärkte auch versuchen, Powell zu forcieren, seine Karten zu zeigen. Der Fed-Vorsitzende ist etwas ungeschick in seiner Kommunikation mit den Finanzmärkten. Ein weiterer Anstieg der Bondrenditen und eine deutlichere Korrektur an den Börsen könnten ihm als Aufforderung dienen, am 17. März Klarheit zu schaffen.