

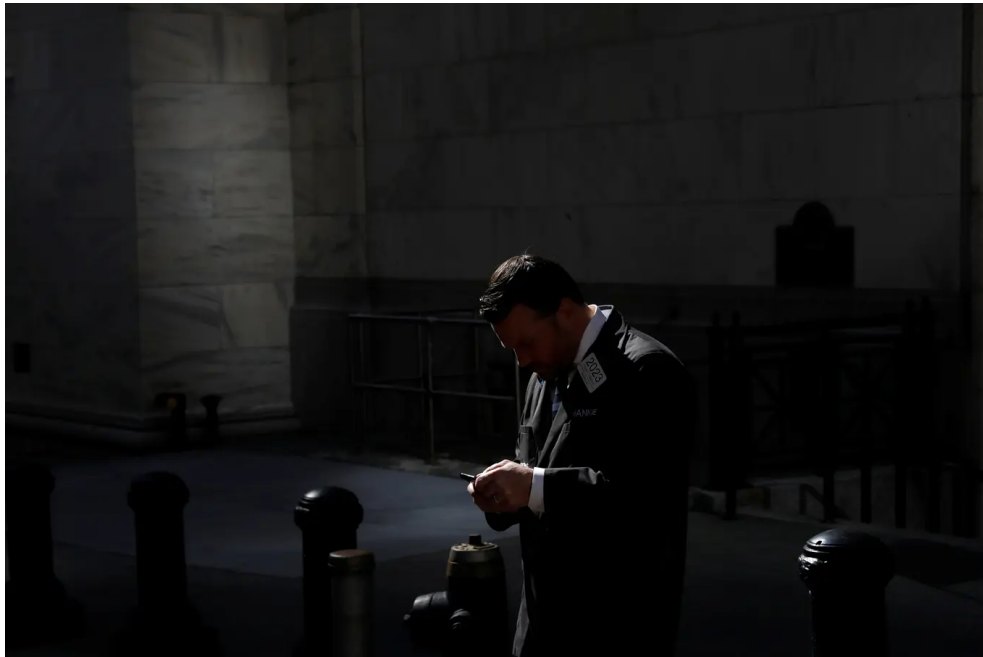
Neue Zürcher Zeitung

Spac: gesucht und verteufelt – was ist dran an den Mythen über die derzeit angesagten Anlagevehikel?

Die Gebilde sind undurchsichtig, bergen ein hohes Verlustpotenzial, zudem wollen Prominente mit den Zweckgesellschaften ihr Ego stärken. Das ist der Ruf, der den Spac vorausleitet – doch er ist falsch.

Werner Grundlehner

28.04.2021, 10.33 Uhr



Die Special Purpose Acquisition Companies (Spac) ziehen zurzeit die Aufmerksamkeit der Börsianer auf sich. Im Bild ein Börsenhändler vor der New Yorker Börse NYSE.

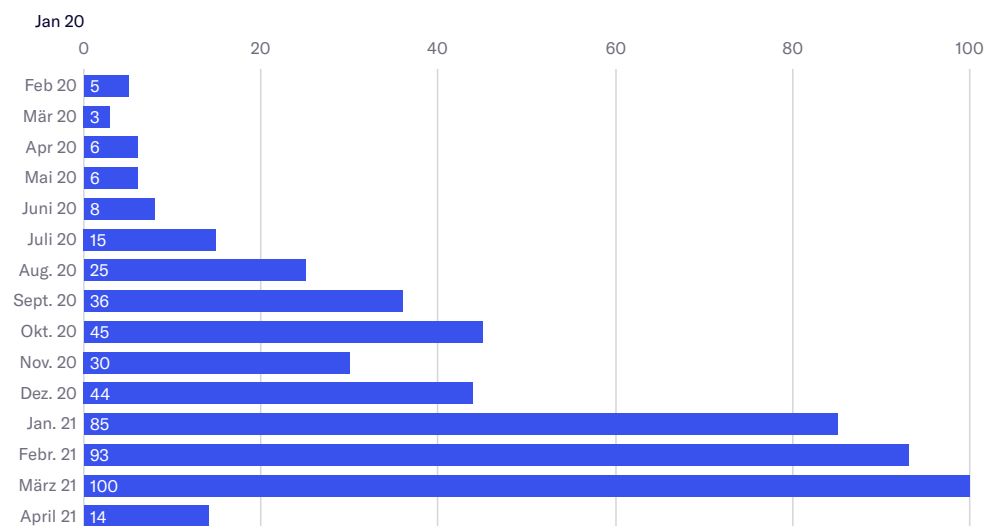
Brendan Mcdermid / Reuters

Sie sind gerade das «heisseste Ding» an der Wall Street. Über 500 Vehikel mit fast 200 Mrd. \$ Treuhandvermögen sind inzwischen auf der Suche nach attraktiven Übernahmezielen. Spac 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. Während in den USA der jüngste Boom abkühlt (vgl. Grafik), schwappt eine Welle an Zweckgesellschaften auf Europa über. Jüngst etwa das Vehikel des Ex-Unicredit-Vorstandschefs Jean Pierre Mustier, das in Amsterdam 500 Mio. € einsammelte.

Der Trend kühlt ab

Anzahl abgeschlossene Spac-Börsengänge in den USA



Quelle: S&P Global Market Intelligence

NZZ / gru.

Um Spac ranken sich viele Mythen. Die beiden Portfolio-Manager Oliver Scharping und Leonard Keller von der Bantleon Bank untersuchten die häufigsten Aussagen und überprüften, ob es sich dabei um Legenden oder Wahrheiten handelt.

Mythos 1: Spac bilden eine Blase

Oft wird von einer Blase im Zusammenhang mit Spac gesprochen, und jede Blase platzt irgendwann. Tatsächlich war die Geschwindigkeit, in der viele Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds ein eigenes Vehikel aufgelegt haben, sehr hoch. Gibt es für so viel Kapital genug Ziele? Angesichts der weltweit rund 4000 Mrd. \$ an Private Equity und Venture Capital – vieles davon als Dry Powder (also ebenfalls auf der Suche nach Kaufobjekten) – relativieren sich die 200 Mrd. \$. Die Spac stehen als Übernahmevehikel in direkter Konkurrenz, weil es sich oft um dieselben Initiatoren handelt. Viele bekannte Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds haben heute ein oder mehrere Spac.

Die Experten von Bantleon gehen davon aus, dass die Mantelgesellschaften noch genug Ziele zur Auswahl haben. Allein in den USA wurden im Bereich Venture Capital im vergangenen Jahr trotz der Pandemie Tausende Frühphasen-Deals abgeschlossen, im reiferen Private-Equity-Bereich waren es über 4000 Transaktionen. Zum Vergleich: Alle Spac zusammen haben gerade einmal doppelt so viel Kapital wie der berühmte Softbank-Vision-Fonds, der in ähnlichen Gewässern fischt.

Selbst wenn der Initiator nicht liefert, sind Investments in den Anlagevehikeln über Treuhandvermögen und Vetorecht trotzdem abgesichert. Auch wenn es ab heute keinen einzigen Deal mehr gäbe oder nur noch schlechte Übernahmeziele gefunden werden würden, ginge kein Geld verloren.

Mythos 2: Die Zweckgesellschaften sind riskant

Der Kleinanleger muss zwangsläufig damit rechnen, mit dieser hochspekulativen Anlageklasse grosse Verluste zu machen – zumindest ist das derzeit oft zu hören und zu lesen. In der Realität haben sich viele Reddit-Spekulanten die Finger verbrannt, weil sie nur in die Warrants – also die Call-Optionen, die institutionelle Investoren beim IPO gratis bekommen – investiert haben. Allerdings dürften diese Anleger weder den Verkaufsprospekt gelesen noch die Struktur der Spac verstanden und auch nicht die fundamentalen Merkmale des Zielunternehmens untersucht haben. Es ging ihnen wohl nur um das vermeintlich schnelle Geld. Aber diese Art von Anlegern ist zu grossen Teilen bereits weitergezogen und überlässt Spac nun den institutionellen Investoren, für die Kapitalerhalt wichtig ist.

Ein Spac investiert bis zum Vollzug eines Deals de facto risikolos. Zumindest so risikolos wie kurz laufende US-Staatsanleihen. Wichtig dabei: Nur in dieser ersten Phase bis zum Deal handelt es sich um ein Spac. Danach ist es ein De-Spac und damit nichts anderes als eine normale Aktie ohne Sicherheitsnetz. Natürlich gibt es auch bei ehemaligen Spac-Firmen, die mit überzogenen Erwartungen an die Börse kommen, Verlierer – wie das gehypte Wasserstoffunternehmen Nikola, das sich als De-Spac nicht mehr gut entwickelt hat. Wegen der unterschiedlichen Risikoprofile ist die Unterscheidung der beiden Phasen wichtig, um ein Investment beurteilen zu können.

Mythos 3: Prominenten-Spac sind der Anfang vom Ende

Wenn Schauspieler, Sportler oder Politiker sich bei Spac engagieren, leuchten für viele Marktbeobachter die

Warnlampen auf. Auch die US-Börsenaufsicht SEC warnte Anfang April Investoren davor, die Beteiligungsvehikel nur wegen eines Lieblingsprominenten zu erwerben. Grundsätzlich sollte jedes Spac für Investoren den gleichen detaillierten Due-Diligence-Prozess durchlaufen. Dabei wird man feststellen, dass in aller Regel ein Team mit verschiedensten Fähigkeiten das Investmentvehikel führt. Mitunter sitzt im Advisory Board neben einem ausgewiesenen Geschäftsführer auch ein Prominenter. In den USA gibt es beispielsweise Musiker und ehemalige Baseball- und Basketballspieler mit langer Erfahrung bei eigenen Investmentgesellschaften. Die Beteiligung eines Sportlers mit hohem Bekanntheitsgrad und breitem Netzwerk kann für ein Spac, welches sich beispielsweise auf den Sport- und Unterhaltungsmarkt fokussiert, nützlich sein, um die «Story» zu vermarkten – konkurrieren die Vehikel doch um die attraktivsten privaten Zielunternehmen.

Mythos 4: Transaktion um jeden Preis

Kritisiert wird oft, dass die üblichen 20% der Anteile, die der Sponsor erhält, zu viel und unverhältnismässig seien. Dafür ist aber eine Gegenleistung nötig: Zum einen bringt der Sponsor das Working Capital (zirka 2 bis 4%) in das Spac ein, um die Gebühren von Banken, Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern zu begleichen sowie die Suche und die Prüfung von privaten Unternehmen zu finanzieren. Zum anderen haben Investoren ein Stimmrecht und können somit gegen eine Transaktion stimmen, wenn sie ihnen nicht attraktiv erscheint. In diesem Fall wären sowohl das eingebrachte Working Capital als auch die vermeintlichen 20% der Anteile der Sponsoren verloren.

Fazit: Die hier beschriebenen Vorurteile gegenüber den Finanzvehikeln dürften sich im Markt noch einige Zeit halten. Doch Spac werden sich als Alternative zur klassischen Aktienerstmission und zu privaten Finanzierungsrunden etablieren – auch wenn der Hype nachlassen dürfte. Die Auswahl an attraktiven Spac ist gemäss der Bantleon Bank gross: Mehr als 200 dieser Zweckgesellschaften handeln derzeit unter dem inneren Wert (NAV). Eine annualisierte Rendite von 1 bis 2% ist hier das Worst-Case-Szenario, wenn es zu keiner Transaktion kommt. Wenn es aber wie vorgesehen zu einem Deal kommt, kann die Investition attraktiv sein. Nach dem Abklingen der von Kleinanlegern befeuerten Exzesse im Februar sieht Bantleon nun eine stark anziehende Nachfrage institutioneller Investoren.

Mehr zum Thema

Die Blankocheck-Unternehmen stehen vor dem Sprung in die Schweiz

Schon bald dürften die in den USA verbreiteten Spacs auch an der Schweizer Börse auftauchen. Die Anlagevehikel sind komplex, und sie stehen und fallen mit dem Sponsor.

Werner Grundlehner 19.02.2021



Die US-Aufsicht wirft ein kritisches Auge auf Spacs

Der Boom der kotierten Übernahmegesellschaften macht die US-Finanzmarktaufsicht vorsichtig. Die Spac-Euphorie hat schon auf Europa und die Schweiz übergegriffen.

Werner Grundlehner 26.03.2021



KOMMENTAR

Ermotti und die Wundertüten von der Wall Street

Special Acquisition Corporations oder Spacs sind an der Wall Street gerade in. Aus einem guten Grund: Der Initiator kann in kurzer Zeit bei begrenztem Risiko viel Geld verdienen. Für den normalen Anleger ist hingegen Wachsamkeit angesagt.

Christof Leisinger, New York 24.10.2020



Der Spac-Boom fordert ein erstes Opfer: die Schweizer Börse

Schweizer Firmen geraten ins Visier ausländischer Finanzvehikel, Firmen wandern nach London und Amsterdam ab: Die Schweiz ist beim Spac-Hype im Hintertreffen. In Kürze werden Branchen-Koryphäen aber Schweizer Tech-Spacs lancieren.

Werner Grundlehner 12.03.2021



Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.