

21.05.2021 – 17:55 MÄRKTE / AKTIEN

Spac: Warum Profis die Börsenhüllen so lieben

Die Boomzeiten für kotierte Blankoscheck-Firmen sind vorbei. Interessant bleiben sie wegen der Arbitrage-Möglichkeiten.

PETER ROHNER



Die Mantelfirma von CS-Verwaltungsrat Michael Klein will mit dem Elektroautobauer Lucid Motors fusionieren. (Bild: Getty Images)

Nach dem Hype folgt die Ernüchterung. Das gilt derzeit auch für die Special Purpose Acquisition Companies (Spac) – Mantelfirmen ohne operatives Geschäft, die über einen Börsengang Eigenkapital aufnehmen, um ein nicht kotiertes Unternehmen zu übernehmen.

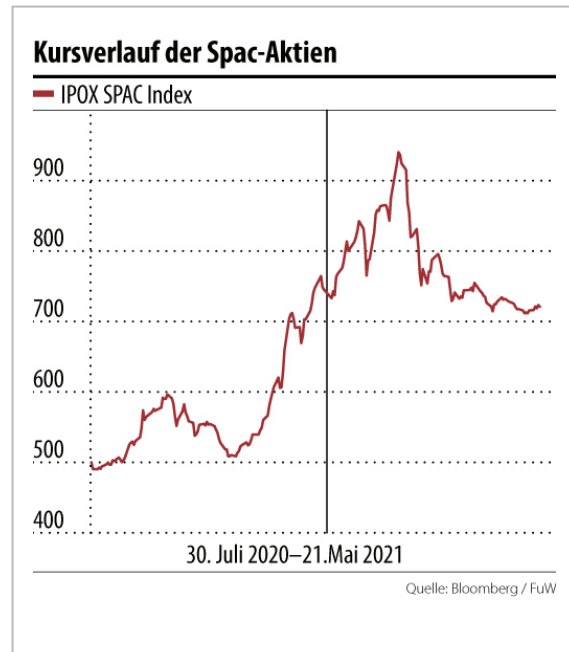
Die US-Börsenaufsicht hat den Riesenmarkt im Visier und arbeitet an einer strengeren Regulierung. Die Zahl der neuen Spac ist eingebrochen, und die Kurse sind seit Februar massiv gefallen. Ein typisches Beispiel ist die von CS-

Verwaltungsrat Michael Klein gegründete Churchill Capital IV, die den Elektroautobauer Lucid Motors an die Börse bringen will. Nach einem Anstieg von 10 auf 60 \$ liegt der Kurs nun wieder unter 20 \$. Der US-Nachrichtensender CNBC verkündete gar die «Spacokalypse».

Der Bloomberg-Index auf Spac, die noch kein Unternehmen gekauft haben (Pre-Deal), hat seit seiner Spitze ein Viertel eingebüsst (vgl. Grafik).

Der Index mit den bereits fusionierten Spac-Aktien (Post-Deal) ist ebenfalls im Sinkflug.

Doch trotz Medienschelte und Verkaufswelle sollte man die Spac nicht verteufeln und zu früh abschreiben. Längst nicht alle investieren in überbewertete Start-ups, die auf absehbare Zeit keinen Gewinn machen werden. Auch namhafte Value-Investoren wie Joel Greenblatt und Hedge-Fund-Gurus wie Bill Ackman mischen im Spac-Geschäft mit.



Paradies für Arbitrageure

Zumindest für professionelle, institutionelle Investoren bietet der Spac-Markt «ein geradezu paradiesisches Umfeld», wie es Oliver Scharping, Aktien-Portfoliomanager bei der Bank Bantleon, formuliert. Er zielt damit auf die sogenannte Spac-Arbitrage, einen sicheren Gewinn ohne Verlustrisiko.

Sie entsteht aus der speziellen Konstruktion. Bei einem Spac-Börsengang erhalten die Investoren neben der Rückzahlungsgarantie im Falle eines Scheiterns auch Optionsscheine (Warrants), typischerweise mit einem Ausübungspreis von 11.50 \$ bei einem Aktienpreis von 10 \$. Diese Warrants sind auch dann etwas wert, wenn kein Deal in Aussicht ist.

Um im Derivatjargon zu bleiben, hat der Investor immer noch eine Put-Option. Denn er kann darüber entscheiden, ob das Zielobjekt übernommen wird oder der Deal platzt und er so den eingezahlten Betrag voll zurückbekommt.

Leider profitieren von dieser Möglichkeit der Arbitrage nur professionelle Investoren. Privatanleger erhalten weder Warrants noch Rückzugsrecht. Sie können nur darauf hoffen, dass die Spac eine attraktive Braut findet und der Kurs steigt. Es gibt aber ETF, die den Privatanlegern das attraktive Feld offenhalten. Dazu gehört etwa der kanadische Accelerate Arbitrage Fund, der neben klassischer Merger-Arbitrage auch Spac-Arbitrage betreibt.

Das zweite Problem dieser einfachen Arbitrage ist, dass die Strategie letztlich sehr stark vom Gesamtmarkt abhängt. Diesen Punkt bringt Dylan Grice auf, Gründer von Calderwood Capital Research und einst Co-Strategie von Albert Edwards bei Société Générale. An einem Spac-IPO teilzunehmen oder zu versuchen, die Titel unter dem Nettoinventarwert (NAV) zu erwerben, sei ein effektiver und günstiger Weg, auf steigende Börsen zu setzen, schreibt Grice im neusten Newsletter.

Aber noch mehr Exposure zum Aktienmarkt ist nicht jedermanns Sache. Grice sieht das Arbitrage-Potenzial bei Spac an einem anderen Ort: «Nirgendwo sonst kann man so günstig in Volatilität investieren.»

Warrants zu tief bewertet

Grice ist aufgefallen, dass die Investoren nicht so recht wissen, was sie mit den Warrants anfangen und wie sie sie bewerten sollen. Sie verkauften sie deshalb in der Regel zu einem zu niedrigen Preis.

Das manifestiert sich in einer sehr niedrigen impliziten Volatilität, die weit unter der tatsächlichen liegt (vgl. Grafik).

Von dieser Fehlbewertung können Investoren auf zwei Arten profitieren. Entweder sie kaufen die billigen Warrants und sichern sich gleichzeitig mit dem Verkauf des Basiswerts ab, sogenanntes Delta-Hedging. Dadurch kann man sich gegen die Launen des Marktes absichern.

Oder sie verzichten auf das Delta-Hedging und nutzen die Spac-Call-Optionen als günstige Alternative zu den normalen Aktien-Calls. Er könne sich keine bessere Variante vorstellen, um an einer durch die Notenbanken aufgeblähten Finanzblase zu partizipieren, meint Grice.

Einen anderen Ansatz, um von den Entwicklungen am Markt für Börsenhüllen zu profitieren, bietet ein neuer ETF in den USA. Der sogenannte Short De-Spac ETF setzt via Swaps auf fallende Kurse der 25 grössten Spac-Titel, die bereits mit einem Unternehmen fusioniert haben. Doch womöglich kommt dieser ETF

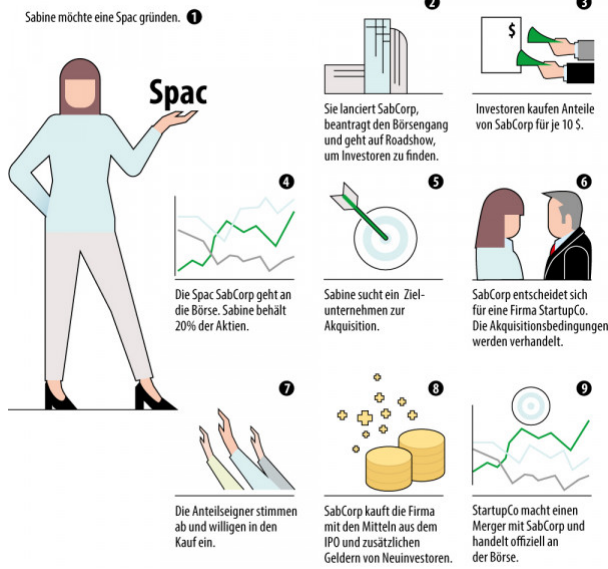
zu spät. Denn die grosse Korrektur scheint bereits stattgefunden zu haben.

2 Fehlbewertung der Volatilität im Spac-Markt



Quelle: Calderwood Capital Research / Grafik: FuW, dh

Wie Spac funktionieren



Quelle: CB Insights / Grafik: FuW, mta