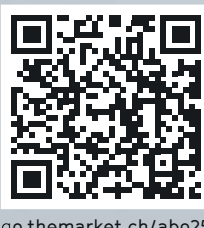


## Leserfeedback Nr. 20:

«Das Abo von The Market war meine beste Investment-Entscheidung 2020.»

Gut investiert:  
Probe-Abo:  
25 Franken  
für 2 Monate\*  
[go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)



[go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)



themarket.ch

\*Das Abo-Angebot ist ausschliesslich für Neuabonnenten gültig. Nach 2 Monaten wird Ihnen ein Folgeangebot für ein The Market-Halbjahresabo unterbreitet, das 198 Franken (149 Franken für NZZ Abonnenten) kostet und jederzeit kündbar ist.

Weitere Abos entdecken:  
[go.nzz.ch/international](https://go.nzz.ch/international)



## Neue Zürcher Zeitung

# Einem anderen Blick können Sie sich nicht anschliessen. Sie müssen ihn einnehmen.

Journalismus.

Neue Zürcher Zeitung

## Schweiz hinkt bei Spacs hinterher

Die umstrittenen Anlagevehikel zeigen an der Wall Street bereits Überhitzungstendenzen

WERNER GRUNDLEHNER

Verpasst die Schweiz eine einmalige Chance, oder wird den hiesigen Anlegern eine grosse Enttäuschung erspart? An den Spacs (Special Purpose Acquisition Companies) scheiden sich die Geister. Die Befürworter von Spacs streichen heraus, dass diese «Firmenhüllen» für Jungunternehmen einen intelligenten, vertrauenswürdigen und schnellen Weg an die Börse offerierten. Für die Kritiker sind die Mantelgesellschaften ein undurchsichtiges Anlagekonstrukt, mit dem Privatanleger über den Tisch gezogen werden.

Spacs werden gerne von bereits bekannten Finanzmarkt-Persönlichkeiten, die als Sponsoren auftreten, lanciert. Das Finanzvehikel geht ohne operatives Geschäft an die Börse und nimmt dort das Kapital auf, mit dem später private Unternehmen gekauft werden sollen. So können Letztere ohne aufwendiges IPO und Emissionsrisiko über den Börsenmantel kotiert werden. Findet die Spac innert der gesetzten Frist kein Ziel, wird das Kapital an die Investoren zurückbezahlt.

Der Spac-Boom, der vor allem 2020 und zu Beginn des laufenden Jahres eskalierte, fand aber vor allem an der Wall Street statt. 305 dieser Mantelgesellschaften wurden im ersten Quartal weltweit kotiert und erzielten dabei ein Emissionsvolumen von 98,6 Mrd. \$. Im zweiten Quartal gab es 63 derartige Transaktionen mit einem Wert von 13,4 Mrd. \$. Im Jahr 2020 waren 255 Emissionen mit einem Gesamtvolumen von 81,5 Mrd. \$ registriert worden.

Seit März hat sich die US-Börsenaufsicht SEC schon mehrere Male kritisch zu Spacs geäussert oder gar warnend darauf hingewiesen, dass mögliche Interessenkonflikte genau untersucht würden. In einem aktuellen Fall einer Spac, die ein Zielunternehmen gefunden hat und die Aktionärsversammlung einberief, wurde die Prüfung (Due Dilligence) des ausserkorenen Zielunternehmens untersucht und festgestellt, dass man mögliche Probleme verschwiegen hatte. Anleger seien über eine Technologie, die noch nicht so funktioniert, wie sie solle, getäuscht worden, schreibt die SEC. Deshalb wurde eine Strafzahlung angeordnet.

### Aufsicht warnt vor Missbrauch

Auch die deutsche und die europäische Börsenaufsicht warnen vor Missbrauch in diesem Segment. In Europa wurden erste Spacs kotiert, doch in viel bescheidenerem Ausmass als in den USA. Grundsätzlich sei die Spac als zusätzliches Vehikel für ein Unternehmen, um an der Börse kotiert zu werden, in Europa angekommen, sagt Leonard Keller, Portfoliomanager für alternative Aktienstrategien bei der Bantleon Bank. Inzwischen seien mehr als ein Dutzend Spacs an den europäischen Börsen kotiert. Nach seiner Einschätzung sollen 30 weitere solche Gesellschaften in diesem Jahr an die Börse kommen. «Gerade im Hinblick auf die langen Perioden, in denen Unterneh-

### Ermostti bringt edle Anzüge an die Börse

gru. Der italienische Luxusmode-Hersteller Ermostti Zegna wird noch in diesem Jahr vom Blankocheck-Unternehmen (Spac) Investindustrial Acquisition übernommen und kommt so an die Börse New York. Durch den Zusammenschluss sollen 880 Mio. \$ eingeammelt werden. Die Spac wurde Anfang 2021 durch eine italienische Finanzgesellschaft kotiert. Als Geschäftsführer der Spac amtiert der Ex-UBS-Chef Sergio Ermotti. Der über 100-jährige Herrenanzughersteller Zegna wird durch diese Transaktion mit rund 3,2 Mrd. \$ bewertet. Die Gründerfamilie Zegna hält nach Abschluss der Transaktion mit 62% weiterhin die Mehrheit.

«Wieso sollen im Vergleich zu früher auf einmal viele Schweizer Unternehmen beim Kauf durch eine Spac börsenfähig sein?», wendet ein Schweizer Finanzmarktexperte ein. Man müsse sich fragen, welche Qualität von Unternehmen mit diesem Verfahren an die Börse komme. Er habe die Erfahrung gemacht, dass sich auch Private-



Noch werden an der Schweizer Börse SIX keine Spacs (Special Purpose Acquisition Companies) kotiert.

ENRIO LEANZA / KEYSTONE

men in Private Equity und Venture-Capital gehalten wurden, kommen diese Vehikel zur richtigen Zeit», sagt Keller.

Firmen und Sponsoren mit Sitz in der Schweiz haben vereinzelt Blankocheck-Firmen im Ausland an die Börse gebracht, an den hiesigen Handelsplätzen ist bisher jedoch keine Spac kotiert worden. Die Rahmenbedingungen sind noch nicht geklärt. Wo es klemmt, lässt sich nicht genau festlegen, die Schweizer Börse SIX und die Finanzmarktaufsicht schieben sich den schwarzen Peter gegenseitig zu. So meint ein Sprecher der Finma, seine Behörde habe die SIX eingeladen, die Kotierungsregularien bezüglich Spacs zu überarbeiten, bevor die Börse dieses neue Finanzierungsinstrument mit einer solchen Tragweite für den Anlegerschutz einführe. Die Finma hält fest, dass kein Genehmigungsantrag für die Regularien der SIX vorliege. Die Aufsichtsbehörde äussert sich nicht weiter dazu und verweist an die SIX.

Auf die Frage, wie weit die Überarbeitung der Kotierungsregularien fortgeschritten sei, antwortet die Börse: «Es gibt derzeit keine News, die entsprechenden Arbeiten sind im Gange, auch in Abstimmung mit dem Markt und verschiedenen Fachgremien.» Da diverse Akteure involviert seien, könne die Börse keinen Zeitplan nennen.

### Hoffnung noch auf 2021

An Spac interessierte Kreise erwarten, dass die neuen Finanzierungsinstrumente im dritten Quartal an der Schweizer Börse zugelassen sind. «Es ist zu hoffen, dass das nach wie vor vorhandene Potenzial genutzt werden kann – gute Schweizer Spacs würden dem Markt guttun», sagt eine Person, die dem bisher einzigen bekannten Schweizer Spac-Projekt nahesteht. Im Management dieser ersten Schweizer Spac sitzen Heinz Kundert, Verwaltungsrat von VAT und Comet, sowie Andreas Leutenegger, ehemaliger Finanzchef von VAT. Mit an Bord des Vehikels, das sich auf Technologie-Investments spezialisiert, ist auch Gregor Greber von der Beteiligungsgesellschaft Veraison. Gemäss Branchenkenntern gibt es in der Schweiz derzeit drei bis fünf Spac-Projekte.

«Wieso sollen im Vergleich zu früher auf einmal viele Schweizer Unternehmen beim Kauf durch eine Spac börsenfähig sein?», wendet ein Schweizer Finanzmarktexperte ein. Man müsse sich fragen, welche Qualität von Unternehmen mit diesem Verfahren an die Börse komme. Er habe die Erfahrung gemacht, dass sich auch Private-

Equity-Unternehmen wenig interessiert an dieser neuen Art des Börsenzugangs zeigten.

### Vielzahl an Handelsplätzen

«Die Schweiz verpasst die Chance, dass Schweizer Wachstumsunternehmen auch in der Schweiz kotiert werden», sagt Keller. Mit der Euronext, mit Ablegern in verschiedenen Ländern sowie anderen Börsen gebe es bereits eine Vielzahl an Handelsplätzen, die Spacs willkommen hiessen. Die Ablehnung von Spacs kann gemäss dem Bantleon-Manager politisch gewünscht sein, da jungen Unternehmen häufig der Vorwurf gemacht werde, dass sie noch nicht reif genug für die Börse seien. «Aber gerade für solche Unternehmen bietet eine Spac eine Vielzahl an Vorteilen: Neben der Transaktionsicherheit können diese teilweise jungen Wachstumsfirmen von der Erfahrung des Spac-Sponsors am Kapitalmarkt und dem Umgang mit Investoren sowie bei der Skalierung für den nächsten Wachstumsschritt profitieren», fügt Keller an.

Der Weg über Spacs wäre dann sinnvoll, wenn es auf dem traditionellen Markt für Börsengänge in der Schweiz nicht laufen würde. In den vergangenen zwei Jahren gab es punkto Neuemissionen in der Schweiz kaum Aktivität. «Der Schweizer IPO-Markt funktioniert», sagt aber Michael Maag von Morgan Stanley. Das in den vergangenen Monaten wenig gelaufen sei, habe mit der eher bescheidenen Grösse und Tiefe des hiesigen Transaktionsmarktes zu tun. Es komme hierzulande immer wieder zu Durststrecken ohne Neuemissionen, aber auch zu sehr intensiven IPO-Phasen wie 2019. «In den kom-

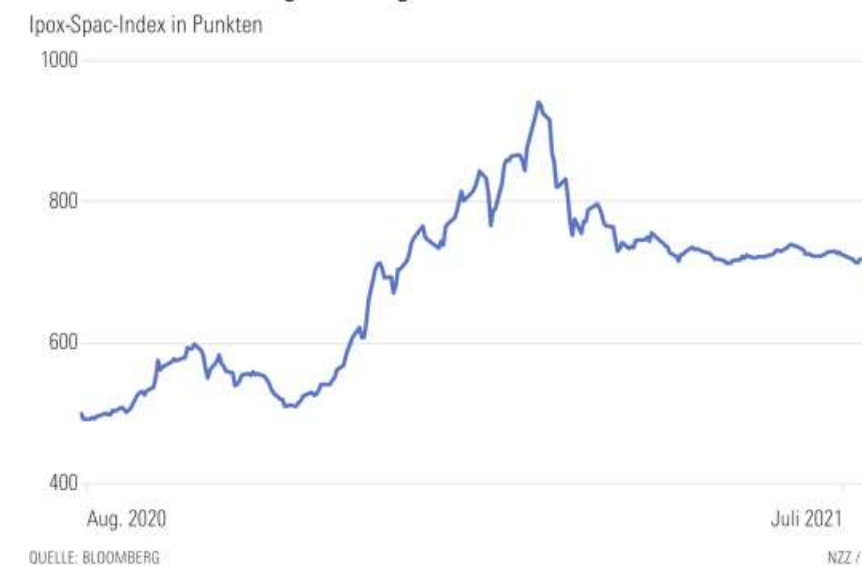
menden Monaten ist mit einer Handvoll Börsengängen von Schweizer Unternehmen an der SIX sowie an der Nasdaq und der New Yorker Börse zu rechnen», so Maag.

Schweizer Spacs drohen jedenfalls zu spät zur Party zu kommen – wenn die Bowle bereits abgeräumt ist. Die öffentliche Meinung scheint sich gegen die neuen Vehikel zu wenden. «R. I. P. Spacs» (Ruhet in Frieden), übermittelte die wichtige Rating-Agentur Standard & Poor's einen Report, der die zunehmenden Vorbehalte der Regulatoren und das seit April rückläufige Emissionsvolumen thematisierte. Die «Financial Times» schrieb vor kurzem, gewisse Spacs hätten die gleichen Merkmale, welche die Junk-Bonds, die Auslöser der Savings-and-Loan-Krise in den 1980er Jahren und die verbrieften Schuldverschreibungen, Ausgangspunkt der Finanzkrise 2008, aufgewiesen hätten: eine relative Neuheit, Informationsasymmetrie und moralisches Fehlverhalten.

### Die Kurse bröckeln

Doch die grösste Hypothek für den noch jungen Spac-Boom dürfte die Performance an der Börse sein. Der Ipo-Index, der die Entwicklung der wichtigsten Spacs in den USA abbildet, entwickelte sich bis im Februar prächtig. Mit den Vorbehalten der Regulatoren bröckelten aber auch die Kurse. Noch resultiert auf Jahresbasis ein ansprechender Gewinn – doch der Trend ist momentan nicht der Freund der Anleger. Mit solchen Spacs fängt man nur wenige Investoren.

### Die Börsenentwicklung überzeugt nicht



## Nachzügler Novartis

DOMINIK FELDGES

Novartis wird dieses Jahr 25 Jahre alt, Roche sogar 125 Jahre. Doch Lust zum Feiern dürften gegenwärtig nur die Anteilseigner von Roche verspüren. Am vergangenen Freitag schloss der Kurs der Genussscheine (GS) beinahe auf 360 Fr. und erreichte damit ein neues Allzeithoch. Der Einbruch vom März 2020, als die Papiere von gut 350 auf 275 Fr. getaucht waren, ist damit vergessen. Nicht so bei Novartis: Auf dem jetzigen Stand von rund 83 Fr. notieren die Aktien der Firma noch immer 13% tiefer als vor dem damaligen Absturz. Seit fünfzehn Monaten haben sie sich zudem nur noch seitwärts bewegt.

Die Quartalszahlen, welche die beiden Konzerne diese Woche präsentieren werden (Novartis am Mittwoch, Roche am Donnerstag) dürften daran kaum etwas ändern. Roche befindet sich in einer vielversprechenderen Position, und die Anleger honorieren dies. So verschafft den GS die Aussicht auf einen erfolgreichen Markteintritt des Wirkstoffs Gantenerumab gegen Alzheimer Rückenwind. Seit der Konkurrent Biogen Anfang Juni 2021 überraschend die Zulassung für ein ähnliches Präparat in den USA erhielt, ist unter Analytikern die Zuversicht gestiegen, dass es auch Roche schaffen könnte.

Novartis fehlt ein vergleichbarer Hoffnungsträger. Doch die Firma hat auch ihre Pfeiler im Köcher. Mit Spannung wird vom Markt erwartet, wie sich der Absatz des neuen Mittels gegen multiple Sklerose, Kesimpta, entwickeln wird. Ihm werden gute Chancen im Wettbewerb mit einem bisherigen Kassenschlager von Roche, Oreveus, eingeräumt. Das Unternehmen könnte zudem mit einem neuartigen Cholesterinsenker punkten, wenn er denn endlich die Hürde der US-Zulassung nehmen wird. Manche Anleger könnten versucht sein, fortan auf den Nachzügler Novartis zu setzen.

## Zoom klotzt mit eigenen Aktien

WERNER GRUNDLEHNER

Der Anbieter von Video-Konferenzen bietet 14,7 Mrd. \$ für Five9. Der Hersteller von Contact-Center-Dienstleistungen bietet Anwendern die Möglichkeit, ihre Kundendaten in der Cloud zu verwalten. Zoom macht sich so fit für die Zeit nach der Pandemie – Angestellte und Schüler kehren vermehrt an ihre Arbeitsplätze bzw. ihre Schulen zurück.

Es wird erwartet, dass das Volumen an «reinen» Video-Konferenzen zurückgeht. Corona hat aber dafür gesorgt, dass hybride Arbeitsmodelle in vielen Unternehmen auch in Zukunft angewendet werden. Zoom fokussiert sich zukünftig vor allem auf den Bereich «Geschäftskonferenzen», der durch die Anwendungen von Five9 aufgewertet wird. In diesem Segment wollen aber auch IT-Grössen wie Cisco Systems oder Microsoft erfolgreich sein. Zoom agiert weitsichtig. Five9 ist bereits die vierte Akquisition seit Beginn der Pandemie.

Für Five9 zahlt Zoom eine Prämie von 12%. Der Kaufpreis wird in Zoom-Aktien beglichen. Stolz Preise (die Notierung der Five9-Papiere hat sich in der Corona-Pandemie vervielfacht) lassen sich entspannter zahlen, wenn man eine Währung zur Hand hat, deren Wert in den vergangenen Monaten «explodiert» ist. Die Aktien des Pandemie-Profiters Zoom haben sich von Anfang 2020 bis zum Höchststand im Oktober 2020 im Wert mehr als verdacht. Seither hat der Aktienkurs nachgegeben, er ist aber immer noch mehr als fünfmal höher als zum Jahresstart 2020. Durch die Bezahlung in Aktien beteiligt Zoom auch Investoren und das Management von Five9 am Risiko, dass der Pandemie-Boom und damit die Einnahmen einbrechen. Die Geschäftsleitung von Five9, die nach der Akquisition an Bord bleibt, hat also den Anreiz, weiterhin erfolgreich zu sein.