

Börsengang via SPAC

Überlegungen aus Sicht eines Target-Unternehmens

Die typische SPAC nach amerikanischem Muster besteht aus einer treuhänderisch verwalteten Übernahmekasse mit firmengleichem Sitz in den USA oder auf den Cayman Islands. Diese Mittel werden beim IPO durch die Emission von sogenannten Units standardmäßig zu je 10 USD eingeworben. In der Regel finden sich unter den Unit-Zeichnern vor allem Hedgefonds. Eine Unit besteht aus einer Aktie (A-Share) und einer anteiligen Option (Warrant), die beide notieren. **Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal**

Die Initiatoren (Sponsors) der SPAC, die zwischen 3% und 4% des IPO-Volumens für die Errichtung über A-Shares oder Warrants investieren, dürfen sehr günstig zusätzliche Vorzugsaktien (B-Shares) zeichnen, die sie bei einer erfolgreichen „Business Combination“ (BC) in A-Shares zu einem Wert von 10 USD umwandeln können („Sponsor’s Promote“).

Die SPAC-Initiatoren sind in der Regel reputierte Private-Equity-Unternehmer. Ungefähr 50% der aktiven SPACs sind bei der Suche nach einem Target auf bestimmte Industrien oder Technologien beschränkt. Der SPAC steht grundsätzlich frei, wie die BC umgesetzt wird: Verschmelzung mit dem Target, bei dem die komplette Kasse eingebracht wird, oder Verwendung der gesamten Kasse oder Teile davon für den Anteilsabkauf. Bei Wachstumsunternehmen ist die Barkapitalerhöhung die übliche Variante.

Suche nach Ankerinvestoren

Der „De-SPACing-Prozess“ beginnt mit Erstgesprächen zwischen Sponsor und Vertretern des Targets. Diese Gespräche münden im Erfolgsfall im Abschluss einer Absichtserklärung (Letter of Intent). Ziel ist, nach positiven Due Diligences, Festlegung der Zieltransaktionsstrukturen und einvernehmlicher relativer Bewertung ein „Business Combination Agreement“ (BCA) abzuschließen.

Nicht selten wird parallel dazu die Suche nach weiteren Ankerinvestoren beginnen, um mit der BC eine weitere Kapitalerhöhung zu zeichnen (PIPE: Private Placement in eine börsennotierte Gesellschaft). Einige SPAC-Sponsoren haben sich ebenfalls beim IPO verpflichtet, weitere Mittel als sogenanntes Sponsor-PIPE in die BC einzubringen. PIPEs sollen das Risiko der Aktienrückgabe („Redemption“) durch die SPAC-Aktionäre minimieren, damit die

Transaktionskasse nicht unter eine Mindestgrenze fällt. Mit Unterzeichnung des BCA wird die Transaktion öffentlich.

In den USA ist zugleich bei der SEC ein vorläufiger Verschmelzungsbericht (S/F-4) einzureichen, der auch das BCA beinhaltet. Nach mehrheitlicher Zustimmung der SPAC-Aktionäre und Zulassung der neuen Aktien an der jeweiligen Börse ist die Transaktion abgeschlossen. Für das gesamte De-SPACing sind sieben bis neun Monate zu kalkulieren.¹

Grundsätzliche Fragestellungen klären

Ein IPO-Kandidat, der sich für einen Börsengang via SPAC interessiert, muss sich mit folgenden grundsätzlichen Fragen befassen:

- Ist die Equity Story für den SPAC-Sponsor interessant? Zahlreiche SPACs haben sich auf Industrien spezialisiert. Für das Target kann es von Interesse sein, sich für einen Spezialisten zu entscheiden. Dazu gehört auch, die Mittelverwendung plausibel zu begründen. Ein mehrjähriges Finanzmodell hat auf diese Frage eine schlüssige Antwort zu geben.
- Ist die Bewertungsrelation zwischen Target und SPAC marktkonform? Die SPAC-Sponsoren wünschen, dass die Target-Eigentümer nach erfolgreichem Abschluss die Mehrheit halten. Damit wird eine Mindestbewertung des Targets definiert, die drei- bis viermal die SPAC-Kasse umfassen sollte.
- Kann das Target die notwendige IPO-Readiness sicherstellen? Nach der BC übernimmt das Target als neuer Emittent die Börsennotiz. Damit sind vom Target sämtliche Folgepflichten der jeweiligen Bör-

sen, die Vorschriften der nationalen Aufsichtsbehörden sowie die nationalen Corporate-Governance-Empfehlungen zu erfüllen.

Vor- und Nachteile

Können die vorangegangenen Fragen positiv beantwortet werden, bietet der Börsengang via SPAC folgende Vorteile für das Zielunternehmen:

- Das De-SPACing vereint eine dem US-IPO voranzugehende „Cross-over-Finanzierungsrunde“ und das IPO mittels des PIPE. Meistens stammt das Geld vom Sponsor oder aus seinem Umfeld. Im klassischen



ZU DEN AUTOREN

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter der **BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH** und seit drei Jahrzehnten als unabhängiger Berater für Kapitalmarktstrategien aktiv. In dieser Zeit konnte er über 100 Pre-IPO, IPOs und „Follow-on-Mandate“ begleiten. Er ist aktives Mitglied in Aufsichts- und Beiräten sowie Ansprechpartner der Börsen.

Uwe Nespethal ist ebenfalls geschäftsführender Gesellschafter der **BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH** und seit über 20 Jahren als unabhängiger Berater in Kapitalmarktstrategien sowie in der Auflegung von kapitalmarktorientierten Incentivierungsprogrammen für Führungskräfte und Mitarbeiter tätig.

¹ Siehe ausführlichere Beschreibung in Blättchen, W./Nespethal, U. (2020): Alternative Wege an den US-Kapitalmarkt für deutsche Familienunternehmen. In: FuS, 6/2020, S. 198–199.

Kapital. Markt. Partnerschaft.

(E-)MAGAZIN – ONLINE – EVENT – NETZWERK

Die gemeinsame „Mission“: Die Wirtschaft braucht einen starken Kapitalmarkt als Schlüssel zu Innovation und Wachstum. Wir stehen für Aktienkultur und Altersvorsorge mit Aktien. Wir stehen für einen lebendigen, weltoffenen und wachsenden Kapitalmarkt. Wir tragen bei zu mehr Börsengängen und Listings. Mit Fokus auf den DACH-Raum (Deutschland, Österreich, Schweiz). Und einem ständigen Blick in die globalisierte Welt.



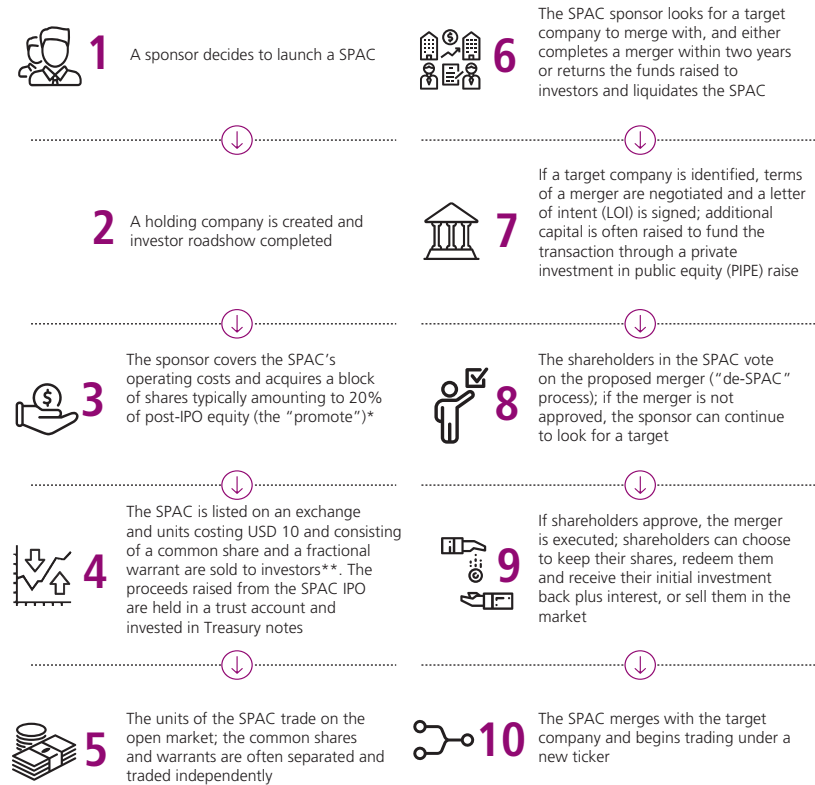
Kapitalmarktpartner 2021

Kapitalmarktpartner im Netz: www.goingpublic.de/kapitalmarktpartner



Abb. 1: SPACs: a guide in ten steps

Special Purpose Acquisition Companies



* Some recent SPACs have included smaller promotes or seen the sponsor receive warrants rather than a percentage of the common shares. Some SPACs also build an earn-out into the promote to allow the target company to recoup shares if their stock price falls to a predetermined level.

** Each whole warrant entitles the investor to purchase one common share.

Quellen: CBInsights, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, various news sources, Goldman Sachs Global Investment Research

IPO wird ein Cross-over vor dem Börsengang ohne ausreichende Größe vor allem dann zwingend, wenn internationale Ankerinvestoren fehlen. Die Bonität des Sponsors erlaubt es zudem, früh weniger börsenreife Unternehmen an die Börse zu begleiten.

- Durch die Kombination aus PIPE, SPAC-Kasse, Sponsor's Promote und Einbringungswert des Targets ist die potenzielle Streubesitzkapitalisierung signifikant größer als beim klassischen IPO eines kleinen, unbekannten Unternehmens.
- Die Bewertungsverhandlungen erfolgen vertraulich zwischen Target und Sponsor im frühen Projektstadium ohne Einschaltung der Aktionäre. Im klassischen IPO steht eine Investmentbank als Intermediär zwischen Target und Aktionären. Die Preis-

gestaltung und Investorenauswahl, die erst am Ende des Projekts und innerhalb einer zweiwöchigen öffentlichen Zeichnungsfrist vonstattengeht, ist risikoreicher und findet direkt über Preis und Menge statt. Im IPO-Prozess ist die Gefahr nicht unwesentlich, dass das Projekt durch Marktwidrigkeiten oder sonstige Ereignisse verzögert oder gestoppt wird.

- Die Offenlegungsrestriktionen sind deutlich geringer als bei einem klassischen US-IPO. Es ist durchaus üblich, Projektionen des Targets im Prospekt (S/F-4) oder in öffentlich zugänglichen Präsentationen aufzunehmen.
- Eine kapitalmarktorientierte Führungskräfte- und Mitarbeiterbeteiligung ist ein wichtiger Diskussionspunkt, dem der Sponsor offen gegenübersteht.

Das De-SPACing hat gegenüber dem klassischen IPO aber auch Nachteile, die es abzuwägen gilt:

- Da SPAC-Investoren großenteils Hedgefonds sind, die sich mit dem De-SPACing zurückziehen, muss frühzeitig mit dem Aufbau der gewünschten Investorengruppe begonnen werden.
- Länderübergreifende Verschmelzungsschritte bringen für deutsche Zielunternehmen eine hohe Komplexität mit sich, da gesellschafts- und steuerrechtliche Fragestellungen beantwortet werden müssen.
- Diese erhöhte Komplexität in der Abwicklung führt zu hohen Transaktionskosten. Verschiedene Autoren heben auf die vor allem von den ursprünglichen IPO-Investoren zu tragenden Verwässerungen (Promote, Warrants, Underwriting Costs etc.) ab.² Allerdings darf man beim IPO-Vergleich den durchaus erheblichen Neuemissionsabschlag von bis zu 20% genauso wenig außer Acht lassen wie die Tatsache, dass hier oft Äpfel und Birnen verglichen werden: Vielzählige SPAC-Targets wären zu dieser Zeit mit ihren Zahlen kaum eigenständig an die Börse gekommen. Nach unseren Recherchen sind diese Unternehmen auch eher langfristige „Underperformer“ als größere Emittenten.³
- Der Markt ist bereits dabei, die Nachteile für die ursprünglichen IPO-Investoren und exzessive Vergütungen der Initiatoren zu regeln. So sind zunehmend SPACs zu finden, die keine Warrants ausgeben und die Höhe des Promote von der langfristigen Aktienkursentwicklung abhängig machen.

Fazit

Aktuell haben attraktive Zielunternehmen eine reiche Auswahl an SPACs in den USA und neuerdings auch in Europa. Der Wettbewerb um Geld und Börsennotiz macht es für Börsenkandidaten attraktiv, über ein De-SPACing nachzudenken. ■

² Gahng, M./Ritter, J./Zhang, D. (2021): SPACs. Abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3775847; Klausner, M./Ohlrogge, M./Ruan, E. (2020): A Sober Look at SPACs. Abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919.

³ Blättchen, W./Nespethal, U. (2018): Ex-post-IPO-Underpricing nach Emittentengruppen. In: GoingPublic Magazin, 8/2018.