

Der neue Weg an die Börse

Das in den USA heiß laufende Geschäft mit leeren Börsenmänteln (Spacs) kommt nach Deutschland. Es bietet Firmen eine Art Abkürzung an die Börse.

P. Köhler, M. Maisch, S. Matthes, A. Dörner, A. Kröner

Der Unternehmer und Wagnisfinanzierer Klaus Hommels bringt den derzeit vielleicht heißesten Trend des amerikanischen Kapitalmarkts nach Deutschland. Hommels, Gründer der Beteiligungsgesellschaft Lakestar, will Finanzkreisen zufolge 200 bis 300 Millionen Euro einsammeln und möglichst noch im ersten Quartal das erste sogenannte Spac an der Deutschen Börse platzieren. Grundsätzlich, sagte Hommels, wolle er, dass Spac-Projekte künftig auch "europäisch werden und auch in Deutschland laufen". Weiter gehende Details wollte Lakestar aus rechtlichen Gründen nicht kommentieren.

Spacs sind Gesellschaften, die von Hedgefonds, Finanzinvestoren oder Investmentbanken gegründet werden und zunächst als leere Hülle an die Börse gehen. Einmal notiert, halten sie nach Unternehmen Ausschau, die sie übernehmen und denen sie über diese Abkürzung einen raschen Börsengang ermöglichen. In den USA kam es in diesem Jahr bereits zu 74 Spac-Platzierungen mit einem Gesamtwert von 21 Milliarden Dollar. Die Investmentbank Goldman Sachs hält für 2020 und 2021 bis zu 300 Milliarden Dollar für möglich.

Investmentbanker erwarten, dass sich Spacs in diesem Jahr auch in Europa durchsetzen. Sie könnten dort helfen, die Lücke für Wachstumsfinanzierungen zu schließen und die Abhängigkeit von China und den USA zu reduzieren, hofft Hommels. Doch es gibt auch Kritik. So will die US-Wertpapieraufsicht SEC untersuchen, ob es womöglich Fälle gab, in denen sich die Gründer der Spacs auf Kosten übriger Investoren bereicherten.

Im Jahr 2020 gingen in den USA 248 Unternehmen über eine "Special Purpose Acquisition Company" - kurz: Spac - an die Börse und sammelten dabei mehr als 82 Milliarden Dollar ein. Ein Rekord. 2019 waren es erst 19 Milliarden. An dem Boom der Zweckgesellschaften, die das eingesammelte Kapital später in die Übernahme eines vermeintlich unterbewerteten Unternehmens stecken, konnten auch einige handfeste Skandale am US-Markt nichts ändern.

Die Coronakrise ist einer der Gründe für die trotz aller Kritik an dem Modell ungebrochene Popularität der Spacs. Bei unberechenbaren Märkten erscheint die Abkürzung an die Börse attraktiv.

Auch in Deutschland bekommen die Spacs durch die Vorarbeiten des Investors Klaus Hommels eine Chance. Finanzkreisen zufolge soll die Zweckgesellschaft den Namen "Lakestar Spac I" tragen und innerhalb von maximal zwei Jahren nach dem Börsengang ein europäisches Technologieunternehmen übernehmen. Dabei könne es durchaus um einen Milliardendeal gehen, berichten Insider. Als Zielgruppe peilt Hommels offenbar internationale, aber auch deutsche Großinvestoren an. Lakestar will die Details aus rechtlichen Gründen nicht kommentieren.

Die Erwartungen an die Spacs sind groß. Anleger spekulieren in der Nullzinswelt auf attraktive Renditen. Junge Unternehmen freuen sich auf einen schnellen Weg an die Börse. Investmentbanker hoffen, dass die Spacs dem in Deutschland eher schwächelnden Geschäft mit Börsengängen neues Leben einhauchen. Hommels selbst glaubt, dass die Zweckgesellschaften helfen, den chronischen Mangel an Innovations- und Wachstumsfinanzierungen in Europa zu lindern.

Kapitalmarktpromis gehen davon aus, dass Hommels mit seinem Spac-Projekt nicht lange allein bleiben wird: "Wir sprechen mit rund einem Dutzend Unternehmern im deutschen Markt, die sich ein Spac als Finanzierungs- und Exit-Kanal vorstellen können", meint Philipp Schlüter, Partner bei der Investmentbank Cowen in Deutschland.

Ansturm der Investoren "Gegen Ende letzten Jahres haben wir bereits erste europäische Spacs in Paris und Amsterdam gesehen und erwarten, dass sich der Trend in Europa inklusive Deutschland fortsetzen wird", bestätigt Christoph Heuer von Goldman Sachs. Auch Dietrich Becker, Co-Präsident der Investmentbank Perella Weinberg, sieht "gute Chancen, dass Spacs verstärkt in Europa Fuß fassen". Zunächst werden das seiner Meinung nach Vehikel sein, die in den USA Kapital einsammeln, das sie in Europa investieren.

Zu dieser Prognose passt ein Projekt von Hubertus Mühlhäuser. Der ehemalige Chef des Nutzfahrzeugherstellers CNH ist einer der wenigen Europäer, die sich mit einem Spac an die New York Stock Exchange wagten. Am Ende sammelte Mühlhäuser 600 Millionen Dollar bei den Investoren ein, fast doppelt so viel wie ursprünglich geplant. Das Spac mit dem Namen Pontem sucht nach einer Beteiligung in Europa. Der Fokus liege auf disruptiven Technologien im industriellen Bereich.

"Es ist unglaublich, was wir für einen Ansturm erlebt haben", sagt Mühlhäuser. Dem Unternehmen, an dem sich Pontem beteiligen wird, wollen der Manager und sein Team über mindestens drei Jahre auch mit Expertise zur Seite stehen. Auch der ehemalige Siemens-Vorstandschef Klaus Kleinfeld hat in den USA einen Börsenmantel geschaffen, sein Übernahmevehikel Constellation Acquisition Corp ist gut 300 Millionen Dollar schwer und seit vergangener Woche in New York notiert. Kleinfeld sucht unter anderem in Privatbesitz befindliche Unternehmen in Nordamerika, aber auch in Europa, insbesondere im deutschsprachigen Raum. Im Verwaltungsrat sitzt Hugo Bänziger, früherer Risikovorstand der Deutschen Bank.

"Spacs sind der schnellere und günstigere Weg an die Börse mit Transaktionssicherheit, gerade in einem volatilen Marktumfeld. Das Unternehmen verhandelt nur mit uns, wir einigen uns auf einen Unternehmenswert, das Management muss nicht auf langwierige Roadshows mit wochenlangen Vorbereitungen gehen", lobt Mühlhäuser. Joachim von der Goltz, Leiter Equity Capital Markets Nordeuropa bei Credit Suisse, sieht den Börsengang durch die Hintertür ebenfalls als sinnvollen Weg für Gründer und Anteilseigner eines Unternehmens, um an Liquidität zu kommen. Für die Investoren bieten die Spacs mehr Planungssicherheit als ein klassischer Börsengang: Sie wissen von Anfang an, wie viele Anteile sie für welchen Preis erwerben. Außerdem dürfen die Zielunternehmen gegenüber den Investoren deutlich mehr Informationen preisgeben als bei einem streng regulierten klassischen Börsengang. Was die Anleger allerdings beim Einstieg nicht wissen, ist, an welchem Unternehmen sich das Spac beteiligen wird. Dafür haben sie die Möglichkeit, ihr Kapital zurückzufordern, wenn ihnen das Übernahmeziel nicht gefällt.

Topmanager als Investoren Als wichtigsten Faktor für den Erfolg sieht Investmentbanker Schlüter den Sponsor, der hinter einem Spac steht. Der müsse einen guten Ruf haben und bekannt sein. "Am besten ist ein erfahrener Risikokapitalgeber für Start-ups, ein früherer Vorstandsvorsitzender beziehungsweise Aufsichtsrat oder ein renommierter Berater", sagt Schlüter. Rund zwei Drittel der Spac-Sponsoren sind Topmanager. Aber auch Private-Equity-Gesellschaften mischen mit, ebenso Hedgefonds und Venture-Capital-Fonds. Zuletzt waren beispielsweise Profinvestoren von Blackstone, Carlyle und Oaktree engagiert. Spacs brauchen laut Schlüter stark wachsende Unternehmen oder Einhörner, in die sie investieren können. Typische Geschäftsmodelle kämen aus den Bereichen Mobilität, Medien, Telekommunikation und **erneuerbare Energien**.

Die Bewertungen der übernommenen Unternehmen können zwei bis drei Milliarden Dollar oder mehr erreichen, das zeigen die Auswertungen der Investmentbanken. Investoren präferieren laut Goldman-Sachs-Banker Heuer Spacs, die Eigenkapital von 250 bis 400 Millionen Dollar einsammeln. Das ermögliche ausreichend Flexibilität hinsichtlich der Größe des Übernahmeziels.

Wettlauf der Börsenplätze Laut dem Analysehaus Pitchbook wetteifern bereits mehrere Börsenplätze und Aufsichtsbehörden darum, die besten Rahmenbedingungen für europäische Spacs zu schaffen. Dazu zähle auch die London Stock Exchange (LSE), die sich nach dem Ausstieg Großbritanniens aus der EU nach neuen Wachstumsfeldern umsieht. Die Deutsche Börse hat bisher darauf verzichtet, groß die Werbetrommel für Spacs zu rühren, ist jedoch grundsätzlich offen für Notierung von Mantelgesellschaften.

Die Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse hat bereits vor Jahren rechtliche Voraussetzungen für die Notierung von Spacs geschaffen. Ein Blankoscheck-Unternehmen muss sich demnach nicht an die Zulassungsregel halten, dass eine Firma seit mindestens drei Jahren besteht und entsprechende Jahresabschlüsse vorgelegt hat, wenn es bestimmte Anforderungen erfüllt.

Dazu zählt unter anderem, dass der Emissionserlös auf ein verzinstes Treuhandkonto eingezahlt wird. Zudem muss sichergestellt sein, dass die Gesellschafter mit einer Mehrheit von 50 Prozent über die Verwendung des Treuhandvermögens entscheiden - und dass sie ihr Geld zurückbekommen, falls innerhalb eines befristeten Zeitraums kein Übernahmeziel gefunden wird.

In Deutschland gab es vor über zehn Jahren schon einmal Versuche, Börsenmäntel zu etablieren. Als erstes Spac wurde im Juli 2008 die Gesellschaft Germany1 von Ex-Arcandor-Chef Thomas Middelhoff, dem Berater Roland Berger und dem Ex-Banker Florian Lahnstein gegründet. Rund 140 Unternehmen schauten sich die Profis an, bevor sie mit den eingesammelten 250 Millionen Euro im September 2009 die Mehrheit an der AEG Power Solutions, einem Hersteller von Stromversorgungsgeräten, erwarben. Der Deal hat sich für die Investoren allerdings nicht gelohnt, das Unternehmen scheiterte Jahre später im Markt.

Auch heute rufen Spacs Kritiker auf den Plan, die vor den Risiken des Hypes warnen. "Es ist schwer, unterbewertete Unternehmen zu finden, die dann auch deutliche Wertsteigerungen liefern", warnt Robert Huebscher, Gründer der Finanzberatung Advisor Perspectives. Am ehesten kämen Zielunternehmen infrage, die schwieriger zu bewerten seien. Das berge dann natürlich ein hohes Risiko. Je näher das Ende der Laufzeit des Spac komme, desto schlechter würden die Deals, weil der Sponsor dringend einen Erfolg verbuchen wolle, gibt Huebscher zu bedenken. Sein Fazit: "Spacs sind wie der Wilde Westen der Aktienmärkte".

Das größte Negativbeispiel dürfte die Modern Media Acquisition Group sein, ein Spac des US-Radiounternehmers Lew Dickey, das im Herbst 2019 den griechischen Musikstreamingdienst Akazoo übernahm und an die Börse brachte. Nach einer Untersuchung des Aufsichtsrats musste Akazoo im vergangenen Mai zugeben, dass frühere Manager und Partner einen "raffinierten mehrjährigen Betrug" verübt hatten. Im Juni wurde die Aktie von der US-Börse Nasdaq entfernt. Die Investoren verloren ihr gesamtes Geld. Aber auch jenseits solcher Skandale ist die grundsätzliche Frage, wie lukrativ Spacs für die Investoren wirklich sind, noch nicht beantwortet. Mit den erfolgreichsten Vehikeln konnten die Anleger gutes Geld verdienen. Die Live Oak Acquisition Corp übernahm im vergangenen Mai beispielsweise den Bioplastik-Pionier Danimer, seither schoss der Kurs von zehn Dollar auf über 39 Dollar in die Höhe.

Doch solche Erfolgsgeschichten sind offenbar nicht die Regel: Zwei Professoren aus New York und Kalifornien haben Spacs von Januar 2019 bis Juni 2020 untersucht. Ihr Ergebnis: Im Schnitt haben die Vehikel in den ersten sechs Monaten nach dem Merger zwölf Prozent an Wert verloren, während die Kurse an der US-Technologiebörse Nasdaq um rund 30 Prozent gestiegen sind. Die Sponsoren der Spacs machten dagegen Kasse und verbuchten Renditen von durchschnittlich 500 Prozent.

Diese Statistik treibt offenbar auch den designierten Chef der US-Wertpapieraufsicht SEC um. Gary Gensler will untersuchen, ob die Spacs strukturell die Sponsoren bevorzugen und die Investoren benachteiligen. Für diesen Verdacht ist vor allem die Konstruktion der Deals verantwortlich. Sobald sie ein Übernahmeziel ausgemacht haben, erhalten die Sponsoren 20 Prozent sogenannter Gründeraktien. Das führt zu Anreizproblemen, weil die Sponsoren dadurch auch an Deals verdienen, die sich für den Rest der Investoren nicht mehr rechnen. Lakestar-Gründer Hommels ist sich dieser Anreizprobleme offenbar bewusst und würde sie gern vermeiden. Finanzkreisen zufolge sollen die Sponsoren beim Lakestar-Spac zunächst nur so viele Anteile erhalten, wie nötig sind, um die laufenden Kosten zu decken. Der Rest soll erst fließen, wenn die Aktien deutlich an Wert gewonnen haben. P. Köhler, M. Maisch, S. Matthes, A. Dörner, A. Kröner
Kasten: ZITATE FAKTEN MEINUNGEN

248

Unternehmen gingen 2020 in den USA mithilfe eines Spac an die Börse.

Quelle: eigene Recherche.

So funktioniert US-Spac

Die Konstruktion Das typische Spac ist ein Unternehmen, das über einen Börsengang zwischen 50 Millionen und zwei Milliarden Dollar einsammelt, um anschließend eine oder mehrere Übernahmen durchzuführen. Aufgelegt wird das Vehikel von einem Sponsor, der für die Auswahl des Übernahmeziels verantwortlich ist. Dafür hat die Zweckgesellschaft meist zwischen zwölf und 24 Monaten Zeit.

Das Kapital Das beim Börsengang eingesammelte Kapital wird auf ein Treuhandkonto eingezahlt und darf nur in sichere Wertpapiere investiert werden - in der Regel in kurz laufende US-Staatsanleihen. Investoren, die bei einer geplanten Übernahme nicht mitziehen wollen, können ihr Kapital zurückfordern. Das gilt auch für den Fall, dass die Zweckgesellschaft im vorher festgelegten Zeitrahmen kein geeignetes Übernahmeziel findet.

Die Investoren Beim Börsengang bietet das Spac den Endinvestoren sogenannte Units für in der Regel zehn Dollar pro Stück an. Jede Einheit besteht aus einer Stammaktie und einem Bruchteil eines Bezugsrechts (Warrant) für Aktien des Übernahmeziels. Die Rendite setzt sich aus mehreren Komponenten zusammen: der Basisrendite aus kurz laufenden Staatsanleihen, in die das Kapital bis zur Übernahme investiert ist, der Rendite aus den Stammaktien, wenn der Kurs nach einer erfolgreichen Übernahme steigt, plus einer Quasi-Kaufoption durch den Warrant.

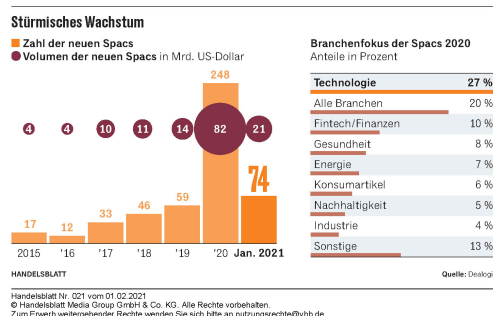
Die Sponsoren Die Gründer sind ähnlich wie die Endinvestoren, erhalten allerdings typischerweise einen Anteil von 20 Prozent der Spacs-Anteile gratis, sobald eine Übernahme beschlossen ist. Diesen Punkt monieren Kritiker immer wieder. Denn dieser Gründeranteil lastet auf der später möglichen Kursentwicklung an der Börse. Er vermindert außerdem den Anreiz der Gründer, ein optimales Übernahmeziel zu finden, da sie ohnehin mit ihrem Anteil einen guten Schnitt machen können.

74

Emissionen gab es seit Beginn des Jahres bereits mit Spacs in den USA.

Quelle: Dealogic

Dörner, A.
Köhler, P.
Kröner, A.
Maisch, M.
Matthes, S.



Quelle: Handelsblatt print: Nr. 021 vom 01.02.2021 Seite 001

Ressort: Seite 1
Thema des Tages

Branche: GEL-01-15-06 Investmentgesellschaften P6720


Börsensegment: dax30
stoxx
ICB8777
sp100

Dokumentnummer: FCEA67F4-3034-49E3-818A-C488BC8DDAAC

Dauerhafte Adresse des Dokuments:

https://www.wiso-net.de/document/HB_FCEA67F4-3034-49E3-818A-C488BC8DDAAC%7CHBPM_FCEA67F4-3034-49E3-818A

Alle Rechte vorbehalten: (c) Handelsblatt GmbH

 © GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH