

# Gerechtfertigte Aufregung um SPACs?

Anmerkungen von

Thomas F. Seppi, Vorstand, FPM Frankfurt Performance Management AG vom 14. April 2021



*Sehr geehrte Investoren, liebe Freunde der FPM AG,*

seit mindestens 2003 gibt es Initiativen in SPACs. Die Abkürzung steht für „Special Purpose Acquisition Company“ und ist eine besondere Art von Börsenmantel. Eine SPAC ist ein an der Börse notiertes Unternehmen ohne operative Tätigkeit. Der einzige Zweck besteht darin, Kapital aufzunehmen, um später mit einem privaten Unternehmen zu fusionieren und dieses auf diesem Weg an die Börse zu bringen. Zum Zeitpunkt der SPAC Emission dürfen die Initiatoren noch kein konkretes Zielinvestment im Blick haben. Für einen potenziellen Börsen-Kandidaten ist dies günstiger und schneller als eine eigene Aktienemission (IPO, Initial Public Offering). Die Umsetzung einer Fusion ist nur in gewissen Zeitfenstern nach der Rechnungslegung möglich, und die involvierten Investmentberater und Anwälte verursachen hohe Kosten. Unternehmen, die via SPAC an die Börse kommen, beziffern die Zeitersparnis ca. mit einem Drittel und die Kostenersparnis mit 20 % bis 50 % im Vergleich zu einem traditionellen IPO. Diese Ersparnis ist Ergebnis von reduzierten Anforderungen, die die Handelsplätze für IPOs auch zum Schutz von Investoren eingeführt haben.

In den letzten zwölf Monaten haben die Wertpapiermärkte, insbesondere in den USA einen beispiellosen Anstieg der Nutzung und Popularität von SPACs erlebt.

Einen kurzen Überblick gibt es hier: <https://www.spacanalytics.com/>

Aktionärsschützer, Wirtschaftsjournalisten, Rechts- und Bankfachleute und sogar SPAC-Enthusiasten selbst schlagen wegen dieses Anstiegs Alarm. Seit zwei Monaten äußern sich auch vermehrt die Wertpapieraufsichten. Zu den Bedenken gehören die Risiken von Gebühren, Konflikten und Sponsorenvergütungen, das Sponsoring durch Prominente und die mögliche Beteiligung von Kleinanlegern, die durch einen unbegründeten Hype angelockt werden, sowie die schiere Menge an Kapital, die in die SPACs fließt, von denen jedes darauf ausgelegt ist, ein privates Ziel zu jagen, um es an die Börse zu bringen. Mit dem beispiellosen Anstieg ist auch eine beispiellose Prüfung einhergegangen, und es tauchen immer wieder neue Probleme mit Standard- und innovativen SPAC-Strukturen auf.

Wie viele Finanzinnovationen vor ihnen wurden SPACs erfunden, um Regulierungen zu umgehen.

Um Betrug und Manipulationen zu bekämpfen, die unter kleinen Blankoscheck-Firmen im vorherigen Jahrzehnt grassierten, führte die SEC 1993 die so genannte Rule 419 ein, die den Handel mit den Aktien solcher Firmen verbietet, bis eine Fusion abgeschlossen ist. Mit dem Wissen, dass eine solche Einschränkung Investoren davon abhalten würde, in diese IPOs zu investieren, schuf man eine neue Struktur, um die Regel zu umgehen: die Special Purpose Acquisition Company (SPAC).

Die SPAC-Struktur erlaubte den Handel, enthielt aber auch viele Bestimmungen, die dem neuen SEC-Mandat ähneln - wie die Möglichkeit für Investoren, aus dem fusionierten Unternehmen auszusteigen und ihr Geld zurückzubekommen, sobald die Fusion an der Börse abgeschlossen ist. Mir sind jedoch keine regulatorischen Bestimmungen, die SPACs speziell betreffen, bekannt. In jedem Prospekt steht ausdrücklich, dass Rule 419 keine Anwendung findet.

## **Was sollte man über SPACs wissen**

### **Phase vor bzw. bis zur möglichen Fusionierung**

In der Regel müssen SPACs innerhalb von 24 Monaten ihr Zielinvestment finden und damit fusionieren. Sind jetzt viele (zu viele) SPACs ohne Zielinvestment auf dem Markt, führt dies zu unterschiedlichen Resultaten, insbesondere, wenn die Zeit davonläuft. Das Volumen-Risiko relativ zu möglichen Zielunternehmen steigt mit jedem neuen SPAC. Zeitverkürzend für das jeweilige SPAC wirkt sich aus, dass die Investoren im Rahmen einer Hauptversammlung einer Fusion mit dem Zielunternehmen innerhalb der 24 Monate zustimmen müssen. Für den Fall, dass die Investoren der Fusion nicht zustimmen oder eine Fusion aus anderen Gründen nicht zustande kommt, erhalten sie ihr Geld zurück, aber nur in Höhe der Einzahlung abzüglich laufender Kosten. Das hört sich für die ersten Investoren (im Wesentlichen die Sponsoren) fair an, aber diese Sponsoren engagieren sich bereits vorbörslich in begrenztem Maße finanziell und leiten auch alle weiteren notwendigen Voraussetzungen für einen Börsengang (IPO) in die Wege. Im zweiten Schritt, beim Sprung an die Börse – typischerweise zu einem Aktienkurs von 10 USD – sammelt die SPAC dann weiteres Kapital ein, das später für die Übernahme einer geeigneten Firma verwendet werden kann. In der Regel werden die Anteile im Rahmen des IPOs ausschließlich an institutionelle Anleger platziert, während Privatanleger erst nach dem Börsengang zugreifen können und somit am Ende der „Nahrungskette“ stehen. Spekulationsgetrieben notieren viele SPACs zu diesem Zeitpunkt bereits deutlich höher. Damit erwerben die meisten Investoren die SPAC-Aktien mit einem Aufgeld. Bei einer Fusion mit unattraktiven Konditionen stehen sie vor einer persönlichen Entscheidung. Zustimmung zu einer unattraktiven Fusionskondition in der Hauptversammlung könnte entstehen, wenn die Einstandskonditionen der aktuellen Investoren weit über den SPAC-Emissionskursen liegen und er durch Ablehnung einen größeren Verlust realisieren würde. Durch den

Zeitdruck und möglichen eigenen wirtschaftlichen Schaden, besteht das Risiko, dass ungünstigere Fusionskonditionen akzeptiert werden.

Die Anzahl der möglichen Zielunternehmen für SPACs hat und wird sich am Markt nicht erhöhen. Unter der Annahme, dass dieses Inventar begrenzt ist sollte man zwei Dinge erwarten. Erstens könnten SPACs einen zu hohen Preis für die Targets bezahlen, was dazu führen würde, dass sich die Investition letztlich für die verbleibenden Investoren schlecht entwickelt. Oder einige SPACs könnten in ihrer Verzweiflung versehentlich schlechte oder betrügerische Unternehmen kaufen.

Beispielsweise hatte VectolQ, das SPAC, das mit Nikola fusionierte, keine Zeit mehr, einen Partner zu finden, bevor es das Kapital der Investoren hätte zurückgeben müssen. Das Unternehmen gab die Fusionsvereinbarung mit Nikola am 3. März 2020 bekannt, nur etwas mehr als zwei Monate vor dem Ablauf der Zweijahresfrist am 16. Mai 2020. Um das SPAC auf den Weg zu bringen, hatte VectolQ den Investoren auch einen Optionsschein für jede Aktie angeboten - ein viel reichhaltigerer Deal als üblich. Nikola war das Unternehmen, das ein Video mit dem Titel "Nikola One in Motion" veröffentlichte, das den Anschein erweckte, dass der Nikola One-Sattelschlepper aus eigener Kraft mit hoher Geschwindigkeit fährt. Das Video wurde so bearbeitet, dass es so aussah, als ob der Sattelschlepper auf einer ebenen Straße oder sogar bergauf fahren würde.

Den ersten Initiatoren (in manchen Fällen Prominente) und den beteiligten Banken eines SPAC entsteht kein oder nur ein kleiner Verlust. Gemäß „Refinitiv“ (aktueller FT-Artikel vom 9. April 2021) haben nur 25 % der seit 2019 gelisteten SPACs Deals mit Zielunternehmen abgeschlossen.

Investoren, die in derartige Blankoscheck-Unternehmen investieren, investieren in die Kompetenz und das Geschick des Initiators, der dementsprechend über eine gewisse Bekanntheit verfügen muss. Fehlt Initiatoren die Bekanntheit, so greifen sie gerne auf andere Prominente (u.a. Fußballspieler, Schauspieler) zurück. Vor wenigen Tagen veröffentlichte die SEC eine ausdrückliche Warnung davor, SPAC-Anteile nur aufgrund einer Empfehlung von prominenten Förderern zu zeichnen.

## **Phase Fusionierung**

Es ist offensichtlich, dass die Schutzmaßnahmen der Regulierung von IPOs umgangen werden. Dies kann man positiv und negativ beurteilen. Die oben genannten Kosten- und Zeit-Ersparnisse erscheinen vorteilhaft. Welche Angaben brauchen Investoren, um fundierte Investitions- und Wahlentscheidungen zu treffen? Reduzieren bestimmte Offenlegungen, Verfahren und Haftungsregeln die Gesamtkosten des Kapitals? Informationen sollten bei jeder Wertpapiertransaktion kosteneffizient und zuverlässig und nicht irreführend sein. Investoren sollten Zugang zu diesen Informationen haben und dann ihre eigenen Entscheidungen darüber

treffen können, wie sie investieren oder abstimmen. Im Gegensatz zu IPOs geben die Zielunternehmen häufig Prognosen für die Zukunft. Vorausschauende Informationen, wie sie hier gegeben werden, können natürlich wertvoll sein. Moderne Finanz- und Bewertungstechniken konzentrieren sich auf Risiken und erwartete zukünftige Cashflows. Investoren und Eigentümer betrachten zukunftsorientierte Informationen üblicherweise als entscheidungsnützlich und relevant. Das gilt sowohl für Unternehmen, die übernommen werden, als auch für Unternehmen, die an die Börse gehen. In die Zukunft gerichtete Informationen können aber auch ungeprüft, spekulativ, irreführend oder sogar betrügerisch sein, was sich in den Einschränkungen des Haftungsschutzes widerspiegelt. Insbesondere die Darstellung von künftigen sehr hohen Gewinnen schafft Anreize, ohne dafür (wie bei einem IPO) zu haften. Dieser klare Ausschluss von "Initial Public Offerings"-Regeln und damit die Reduzierung von Haftungsrisiken spiegelt das höhere Risiko der Investoren im Vergleich zu IPOs wider.

Als Beispiel für irreführende oder gar betrügerische Informationen kann man sich den gerade genannten Fall Nikola oder aktueller „Lordstown“ ansehen.

Sehr gute Recherchen gibt es u. a. von Hindenburg-Research

<https://hindenburgresearch.com/lordstown/>

Laut einer Studie der Stanford-Universität, Professor Michael Klausner erzielten Sponsoren zwischen Januar 2019 und Juni 2020 durchschnittlich 500 Prozent Rendite. Auch die institutionellen Früheinsteiger schnitten demnach gut ab, doch die meisten Anleger mit Aktien von Unternehmen, die über SPAC-Fusionen an die Börse gingen, erlitten Verluste. Im Schnitt büßten sie der Analyse nach in den ersten sechs Monaten zwölf Prozent an Wert ein, obwohl der Aktienmarkt insgesamt kräftig stieg. Der Universität Stanford zufolge wurden seit Jahresbeginn acht Klagen im Zusammenhang mit SPAC-Deals eingereicht. Dabei werfen die Kläger den SPACs, ihren Banken und ihren Sponsoren, die bei erfolgreichen Zusammenschlüssen üppige Honorare einstreichen, unter anderem vor, Schwächen der Übernahmeziele verheimlicht zu haben.

### **Unterschiede in den Ländern und Aufsichten**

Die BaFin hat am 24. Februar 2021 allgemein vor SPACs gewarnt, es wurden aber keine Einschränkungen oder Erwerbshürden für Privatkunden eingeführt.

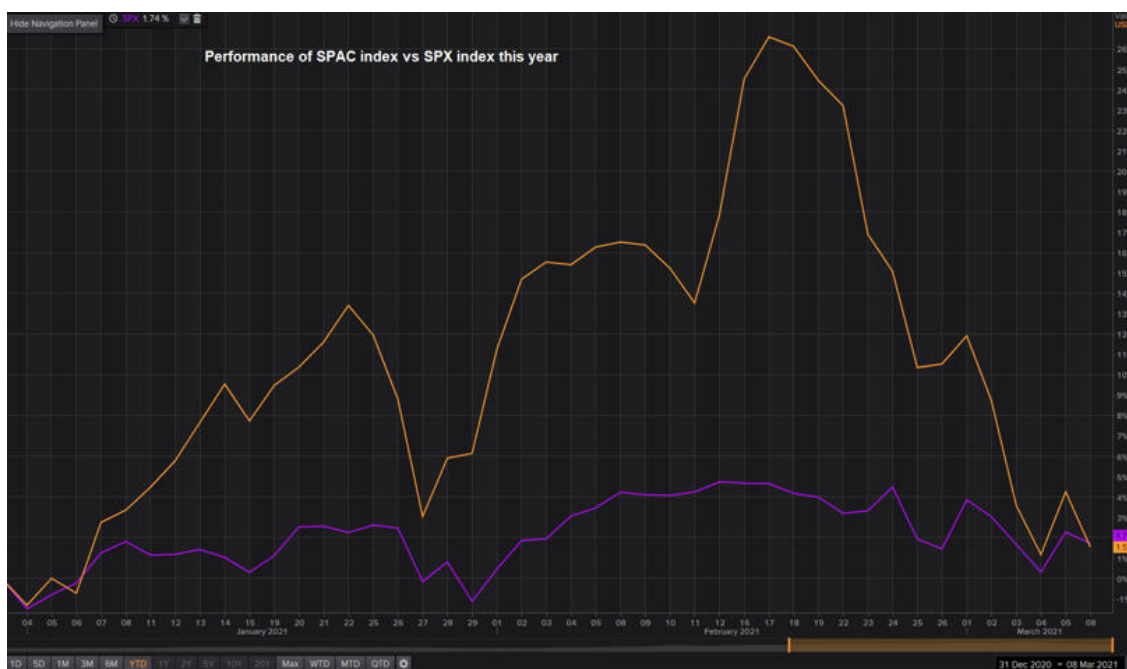
In Deutschland hat aktuell der Investor Klaus Hommels (aus Zürich) einen ersten SPAC (Lakestar) an der Börse eingeführt. Das SPAC war neunfach überzeichnet und brachte 275 Mio. Euro ein. In Europa scheint sich insbesondere Amsterdam als SPAC-Zentrum zu etablieren.

Die US-Aufsicht hat in den letzten fünf Wochen drei Warnungen verschickt, neben der erwähnten bezüglich Prominenten überprüft die Aufsicht die Bilanzierung der

Optionsrechte, die bei Emission mit ausgegeben werden. Sollten diese direkt als Aufwendungen bilanziert werden müssen, würde das Vehikel zukünftig unattraktiver.

Dagegen soll demnächst eine SPAC-Revolution den Big Bang 2.0 für die City of London auslösen. Großbritannien steht vor einem zweiten Big Bang für die City nach dem Brexit. Ein bahnbrechender Regierungsbericht fordert die Regulierungsbehörden auf, SPACs die Börsennotierung in London zu ermöglichen und eine Reihe von Beschränkungen für die Aktiennotierung zu lockern. Der am 3. März 2021 veröffentlichte Bericht von Lord Jonathan Hill über die zukünftige Regulierung von Finanzdienstleistungen fordert eine Reihe von Deregulierungsmaßnahmen, die sicherstellen sollen, dass Großbritannien einer der attraktivsten Orte für das Wachstum und die Börsennotierung erfolgreicher innovativer Unternehmen bleibt. Der Bericht, der von Finanzminister Rishi Sunak und Premierminister Boris Johnson sehr positiv aufgenommen worden sein soll, schlägt vor, London für SPACs zu öffnen. Hill forderte auch eine Reihe von Deregulierungsmaßnahmen, die London zu einem verlockenderen Ziel für den Börsengang von Unternehmen machen würden, einschließlich mehr Macht für Start-up-Gründer nach dem Listing an der Londoner Börse. Amsterdam hatte London im Januar, Wochen nach dem Ende der Brexit-Übergangszeit, als Europas größten Aktienhandelsplatz überholt und damit den Druck auf Sunak erhöht, die Wettbewerbsfähigkeit der City zu verbessern. Sunak sagte gegenüber der Zeitung City A.M. im Januar, dass die City nach dem Brexit einen Big Bang 2.0 erleben könnte - in Anspielung auf die Zeit der Deregulierung der Finanzdienstleistungen in London in den 1980er Jahren - nachdem sie von den EU-Gesetzen befreit wurde. Die FCA wird in Kürze über seine Vorschläge beraten.

Auch in Hongkong gibt es aktuelle politische Bestrebungen SPACs zuzulassen.



Quelle: Bloomberg

Immer mehr Marktteilnehmer machen sich über die hohen Bewertungen Gedanken. Der IPOX SPAC Index, der die Performance von börsennotierten SPACs abbildet, ist im letzten Monat um über 12,5 % gefallen, verglichen mit einem Rückgang des breiteren Index um 2,4 %.

Die Deutsche Bank AG, die im letzten Jahr zu den größeren Gewinnern dieser SPAC-Entwicklung gehörte, bekundet über ihren Manager Eric Hackel über mehrere Medien, dass man trotz des großen Volumens in SPAC unbesorgt sei.

## **Mein Fazit**

Ich glaube, wir als Marktteilnehmer können nicht „unbesorgt“ sein, und die aktuellen Veröffentlichungen zeigen auch, dass viele nicht unbesorgt sind. Manchmal reibe ich mir darüber verwundert die Augen, wie lange bei klaren Umgehungen von Regeln zugeschaut wird, keine Grenzen gesetzt werden und die Produkte dabei eine breite positive Reputation insbesondere auch in den Medien haben.

Die Produkte sind an sich nicht schlecht, würden die Produzenten damit nicht zahlreiche schützende Regeln umgehen. Aber das so rasant gestiegene Volumen der leeren Hüllen, relativ im Verhältnis zu möglichen Zielunternehmen, wird aus meiner Sicht zu gravierenden Fehlentwicklungen führen. Alleine die fehlende Anzahl von illiquiden Zielunternehmen wird wahrscheinlich zu vielen Rückgaben von SPACs mit Verlusten für die Börsen-Investoren führen. Betrügerische Investitionen werden vermehrt ans Tageslicht kommen und damit auch der Aktienkultur schaden. Es werden Fusionen zu schlechten Konditionen abgeschlossen, nur um die bestehenden buchhalterischen Zeitfenster einzuhalten und keine vorzeitigen Verluste zu realisieren.

Das Chancen/Risiko-Profil geht bei SPACs eindeutig zu Lasten der Investoren, insbesondere bezüglich Informationen oder Pay-Back bei „Nicht“-Fusion. Gewinner sind die Sponsoren und ihre Banken.

Es ist zu viel Kapital im Markt, das neue Ziele sucht und somit wird in vielen Bereichen mehr ins Risiko gegangen. Gier frisst in manchen Fällen Hirn, nicht nur bei SPACs. Wie hoch muss meine Renditeerwartung über der von etablierten Aktien liegen, wenn ich in Produkte investiere, mit denen man bestehende Regulierungen zu meinen Ungunsten umgehen kann?

Ich hoffe, dass die BaFin in Deutschland den Erwerb von SPACs für zu schützende Marktteilnehmer, wie z. B. Privatkunden mit höheren Hürden versieht oder gar Verbote ausspricht. Die Frage, inwieweit Börsen und Börsenaufsichten auf die Einhaltung ihrer Regeln drängen sollten müsste diskutiert werden. Vielleicht müssen für Fusionen ähnliche Regeln wie bei Börsengängen gelten. Bestehende IPO-Regeln könnten nochmals auf Verbesserungen hin untersucht werden.

Es ist sehr erstaunlich, dass die Finanzmarkt- und Börsenaufsichten hier seit längerem zuschauen, wie ihre eigenen Regeln aktiv umgangen werden und damit wichtiger Investorenschutz verloren geht. Die Investoren, deren Investments schief laufen werden den fehlende Schutz bei ihnen, den Wertpapieraufsichten einfordern. Auf der anderen Seite sind Investoren für ihre Investments und deren Funktionsweise selbst verantwortlich. Es kann keinem Investor verborgen bleiben, dass sie mit SPACs erhöhte Risiken eingehen. Bezüglich der Renditeerwartung sollten sich Investoren Renditen von aktuellen, laufenden SPACs ansehen und sich nicht an den historischen Renditen der Sponsoren orientieren.

### **Investments in FPM Fonds**

Wir bei FPM investieren seit über 20 Jahren in Aktien und halten die meisten Börsen/IPO-Regeln für sinnvoll.

Bei FPM investieren Sie in die Kompetenz unserer Fondsmanager und unserer Bewertungsmodelle. Aber unsere Fondsmanager Raik Hoffmann und Martin Wirth investieren nicht unter Zeitdruck.

Da wir maßgeblich mit unserem Eigenkapital und persönlich in unseren Fonds investiert sind, stimmt bei uns auch das Chance/Risiko-Verhältnis zu unseren Investoren.

Wir investieren ebenfalls in Unternehmen, aber auf Basis fundamentaler Bewertung, inklusive direkter Gespräche mit dem Management. In den letzten zwölf Monaten haben wir viele neue Geschäftsideen, insbesondere aus dem Bereich der technologischen CO2-Reduzierung, als Zielinvestments zum Beispiel für den FPM Funds Ladon untersucht. Hier gibt es ebenfalls eine hohe Anzahl von IPOs, also Gesellschaften, die die hohen Hürden der Regulierung nicht gescheut haben und über sehr attraktive Geschäftsmodelle verfügen. Wir haben nicht in SPACs investiert und „trotzdem“ haben unsere Investmententscheidungen für die Investoren eine sehr gute Performance erzielt.

Ich verspreche Ihnen, dass jeder von uns mithilft, dass die FPM Fonds auch dieses Jahr wieder sehr erfolgreich sein werden.

*Ihr Thomas Seppi*