

## SPAC – Die Welle rollt

Derzeit wird ein Phänomen in Deutschland immer populärer, das im US-Markt in den vergangenen Jahren und insbesondere in 2020 eine regelrechte Auferstehung erlebt hat und dort zu einem beliebten Instrument zur Transaktionsstrukturierung geworden ist – auch und gerade für Private Equity Investoren. Mit der 468 SPAC I SE ist jüngst eine weitere nach Luxemburger Recht gegründete SPAC in Deutschland an den Markt gegangen – Tendenz steigend. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über den neuen Börsentrend.

### 1. Was ist eine SPAC?

Der Begriff „SPAC“ steht für *Special Purpose Acquisition Company*. Bei einer SPAC handelt es sich (zunächst) um eine reine Mantelgesellschaft, die von namhaften Investoren bzw. Investmentmanagern gegründet wird, den sogenannten **Sponsoren**. Einziger Zweck der SPAC ist es, durch Ausgabe von börsennotierten Anteilen, sei es im Wege eines öffentlichen Angebots oder einer Privatplatzierung, **Kapital einzusammeln** und hiermit in einem vordefinierten Zeitraum ein **Zielunternehmen zu erwerben**. Welches Unternehmen erworben werden soll, steht zum Zeitpunkt des Börsengangs noch nicht fest. Regelmäßig enthalten die Regelungen allerdings verbindliche Vorgaben hinsichtlich Größe, Branche oder andere Parameter, die in Bezug auf die Zielgesellschaft einzuhalten sind. Die Frankfurter Wertpapierbörse erwartet solche Vorgaben als Grundlage ihrer Listingentscheidung. Grundsätzlich kann die Zulassung des SPAC-Mantels an **allen deutschen Wertpapierbörsen** erfolgen, wobei auch ein Listing im Freiverkehr nicht per se ausgeschlossen ist. Für eine Zulassung zum regulierten Markt bedarf es - wie bei einem klassischen IPO - auch bei einer SPAC eines **Wertpapierprospektes**, gleich, ob die Anteile im Wege eines öffentlichen Angebots oder einer reinen Privatplatzierung ausgegeben werden.

Das eingesammelte Kapital wird zunächst bei einem **Treuhänder** hinterlegt, bis eine taugliche Zielgesellschaft identifiziert ist. Die Transaktion muss **innerhalb eines bestimmten Zeitraums** stattfinden, der typischerweise zwischen 18 und 36 Monaten liegt (regelmäßig 24 Monate). Sofern die SPAC in dieser Zeit kein geeignetes Zielunternehmen finden kann, wird sie liquidiert und das eingesammelte Kapital an die Anleger zurückgezahlt. Zudem sieht der Wertpapierprospekt regelmäßig die Möglichkeit vor, dass die Anleger die Einziehung ihrer Anteile verlangen können, wenn die Hauptversammlung die Zustimmung zur Durchführung der Transaktion erteilt hat (sog. Opt-out), d.h. die Anteilseigner können sich ihre Einlage wirtschaftlich wieder ausbezahlen lassen.

### 2. Private Equity als SPAC Sponsor

Ein Blick auf die US-Praxis zeigt, dass die Sponsorenrolle einer SPAC für eine große Zahl klassischer **Private Equity Fonds** gerade in der jüngeren Vergangenheit zu einer sinnvollen Ergänzung der bislang genutzten Strukturierungsvarianten geworden ist. **Prominente Beispiele** sind Apollo Global Management, RedBird Capital und Solamere Capital, die jeweils in 2020 eine SPAC in signifikantem Umfang aufgesetzt haben. Die SPAC bietet den Sponsoren (und Investoren) eine **Reihe von Vorteilen** gegenüber klassischen Investment-Strukturen, die auch für Private Equity Fonds interessant und nutzbar sind. Dies gilt nicht nur für die globalen Akteure der Private Equity Welt,

sondern gerade auch für **kleinere und mittelgroße Fonds** mit Fokus auf den **deutschen Markt**. SPAC Strukturen bieten Private Equity Fonds einen **direkten Zugang zum Kapitalmarkt** und können damit eine sinnvolle Ergänzung oder Alternative zu traditionellen Fundraising Prozessen sein.

Die potentiell breitere Basis an verfügbarem Eigenkapital ermöglicht Investitionen in **größere Zielgesellschaften** und kann gerade kleineren und mittelgroßen Fonds helfen, neue Märkte und Investitionsziele zu erschließen. Sofern die Fonds-Statuten Beschränkungen im Hinblick auf bestimmte Industrien oder bestimmte Zielgesellschaften enthalten, finden diese auf die SPAC ggf. keine Anwendung. Auch insoweit kann die SPAC zu einer **Erweiterung möglicher Investitionsziele** beitragen. Als Sponsor partizipiert der Private Equity Fonds über die im Rahmen einer gesonderten Privatplatzierung vor IPO zu **günstigen Konditionen** erworbenen Anteile (*Founder Shares*) und Optionsscheine (*Founder Warrants*), die im Ergebnis eine **Eigenkapitalposition von mindestens 20 Prozent** an der Zielgesellschaft sichern, **überproportional** an einer erfolgreichen Transaktion und einer positiven Entwicklung des Zielunternehmens. Diese Vorteile können (überproportional) mit dem **Fonds Management**, dem **Management der Zielgesellschaft** und anderen Stakeholdern geteilt werden, was die Handlungs- und Abschlussfähigkeit signifikant erhöhen kann (*getting the deal done*). Die SPAC kann als **Vehikel für Co-Investments** eingesetzt werden und damit den Fremdkapitalanteil im Gesamtinvestment reduzieren. Das **Risiko** für den Private Equity Fonds als Sponsor ist in der Frühphase des Investments (*Pre-Acquisition*) wegen der Rückzahlbarkeit der treuhänderisch gehaltenen Einlagen bei Scheitern in der Praxis **überschaubar**. Am Ende des Lebenszyklus eines Investments kann die SPAC den **Exit** für Sponsoren / Private Equity Fonds erheblich **vereinfachen**, da die Liquidität der Aktien mit Blick auf die bestehende Börsennotierung bereits gesichert ist.

### 3. SPAC als neue Exit Option für Private Equity

Eine weitere zentrale Perspektive auf die SPAC ist die der **Portfolio Unternehmen** und ihrer **Private Equity Gesellschafter**. Auch hier zeigt ein Blick auf die US-Praxis, dass der Börsengang über eine SPAC gerade für Unternehmen in den Portfolios namhafter Private Equity Fonds eine **attraktive Option** sein kann. Prominentes Beispiel hierfür ist der Erwerb von Advantage Solutions, ein vormals von CVC Capital Partners, Bain Capital und Leonard Green & Partners gehaltenes Unternehmen, durch eine von Centerview Partners aufgesetzte SPAC. Auch insoweit gilt, dass diese Exit Option gerade für kleine und mittlere Private Equity Fonds mit einem Fokus auf den deutschen Markt von erheblichem Interesse ist.

Private Equity gestützte Unternehmen gelten generell als **professionell geführt** sowie **strukturell optimiert** und sind damit für die SPAC und deren Investoren besonders attraktiv. Gerade mit Blick auf bestehende Corporate Governance Strukturen und allgemeine Börsenreife steht **Private Equity als Qualitätsmerkmal**, das sich im Verkaufsprozess mit der SPAC vermarkten lässt. Sofern im Zuge der Transaktion Aktien an der SPAC als Gegenleistung gewährt werden, ist die **Liquidität** mit Blick auf die bestehende Notierung **gesichert**. Aus Sicht des Zielunternehmens und seiner Gesellschafter stellt sich die SPAC Transaction – auch vor dem Hintergrund gewährter

*Founder Shares* und *Founder Warrants* – als **kostengünstige Alternative zu einem klassischen Börsengang** dar.

#### 4. **Ausgestaltung der Anteile der SPAC - Kombination von Shares und Warrants**

Bei der Auflage einer SPAC werden anfänglich miteinander verknüpfte **Verbundwertpapiere** (sog. *Units*) begeben, die aus einer **Stammaktie** (*Public Shares*) und einem **Optionsrecht** oder eines Teils hiervon (*Public Warrant*) bestehen, die zum Bezug weiterer SPAC-Aktien berechtigen. Die *Public Shares* und die *Public Warrants* werden nach dem IPO als getrennte Wertpapiere bei Clearstream girosammelverwahrt und können separat an der Börse gehandelt werden. Daneben erhalten auch die Sponsoren Anteile an der SPAC, nämlich **Founder Shares** und **Founder Warrants** (sog. *Sponsors Promote*), die allerdings nicht zum Börsenhandel zugelassen werden und nach Vollzug des erfolgreichen Unternehmenszusammenschlusses in reguläre, öffentliche Aktien der SPAC umgewandelt werden können. Durch die ausgegebenen Instrumente wird regelmäßig sichergestellt, dass die Sponsoren nach Abschluss der Transaktion und Durchführung der Umwandlung der *Founders Shares* in öffentliche Aktien eine **Beteiligung von mindestens 20 Prozent an der Zielgesellschaft** halten.