

Online-Round Table: SPAC – Die Welle rollt?

7. Mai 2021



Inhaltsverzeichnis

- I. Begrüßung und Vorstellung (Herr Strehlau)
- II. Definition und Empirik: Was ist eine SPAC? (Herr Fricke)
- III. Funktionsweise einer SPAC (Herr Dr. Sickinger)
- IV. Frankfurt erfüllt alle wesentlichen Charakteristika für ein SPAC-Listing (Herr Fricke)
- V. De-SPAC (Herr Dr. von Rosenberg)
- VI. Motivation aus verschiedenen Perspektiven (Herr Dr. von Rosenberg)

I. Begrüßung und Vorstellung



Dr. Mirko Sickinger ist seit 1994 als Anwalt in den Bereichen Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht und M&A tätig und war von 1994 bis 1996 bei Hengeler Mueller und danach von 1996 bis 2005 bei Haarmann Hemmelrath (seit 1999 als Partner) tätig. Seit 2006 arbeitet er im Kölner Büro von Heuking Kühn Lüer Wojtek als Partner. Er berät bei IPOs und Secondary Offerings, öffentlichen Übernahmen und Private M&A sowie Anleiheplatzierungen. Er ist Mitglied im Vorstand des Arbeitskreises deutscher Aufsichtsrat e.V. (AdAR) und Mitherausgeber der BOARD-Zeitschrift für Aufsichtsräte. Er studierte an der Universität zu Köln (Dr. iur. 1994) und der Columbia University, New York (LL.M.).



Dr. Oliver von Rosenberg ist seit 1995 als Anwalt im Bereich M&A/Private Equity/Gesellschaftsrecht tätig. Er war 21 Jahre für Freshfields Bruckhaus Deringer als Rechtsanwalt und Partner tätig und seit 2020 bei Heuking Kühn Lüer Wojtek Partner im Kölner Büro. Er begleitet deutsche und grenzüberschreitende M&A-Transaktionen sowie strukturierte Unternehmenskäufe (LBO, MBO, Exits) und Joint Ventures sowie Restrukturierungen. Zu seinen Mandanten gehören führende Konzerne, Large Cap und Mid Cap Private Equity Funds und mittelständische Unternehmen. Er studierte an der Universität Bochum (Dr. iur. 1994) und Georgetown University Law Center, Washington, D.C. (LL.M.).



Peter Fricke arbeitet seit über 12 Jahren für die Deutsche Börse AG. Er verantwortet die vorbörslichen und IPO-bezogenen Sales Aktivitäten inklusive dem Deutsche Börse Venture Network. Diese Initiative verbessert den Zugang aufstrebender Start-ups zu Wachstumsfinanzierung und vernetzt diese direkt mit passenden Investoren. Zuvor war Fricke für die Derivatebörse Eurex im Bereich Sales und Business Development im Raum Asien tätig und leitete die Repräsentanz der Eurex in Singapur. Fricke studierte an der Universität Mannheim und der Chulalongkorn University, Bangkok Thailand und hält einen Abschluss in VWL.



Ralf Strehlau ist Präsident des BDU, dem Bundesverband Deutscher Unternehmensberater e.V. sowie Gründer und Geschäftsführender Gesellschafter der ANXO Management Consulting GmbH. Seine Karriere begann er nach seinem BWL Studium an der Universität Hamburg bei der KPMG Consulting GmbH. Inzwischen hat er über 30 Jahre Beratungs- und Führungserfahrung, insbesondere in den Bereichen Strategie, Reorganisation & Restrukturierung, Digitalisierung sowie Marketing & Vertrieb. Neben seiner Tätigkeit als Berater hatte er in den letzten Jahren verschiedene Beirats- und Interimsfunktionen als Geschäftsführer und Vorstand bei mittelständischen Unternehmen und Konzernen inne.



DEUTSCHE BÖRSE
CASH MARKET

 HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK



II. Definition: Was ist eine SPAC?

Alternativer Weg an die Börse

Special Purpose Acquisition Company



- Eine Special Purpose Acquisition Company (SPAC) ist eine Mantelgesellschaft ohne eigenes operatives Geschäft mit dem Ziel durch ein Listing Kapital aufzunehmen und damit nicht-börsennotierten Unternehmen zu akquirieren
- SPAC Sponsoren und Gründer sind: Bekannten und erfahrenen Branchenveteranen, Private Equity Partner oder andere Investmentexperten. Ihre Expertise dient als Referenz für die zu erwartende Performance der SPAC
- Neben den SPAC Sponsoren sind folgende Parteien an der SPAC Transaktion regelmäßig beteiligt: SPAC Investoren, Altaktionäre der Zielgesellschaft und PIPE (Private Investment in Public Equity)-Investoren
- In Europa etablierte Rechtsformen sind die luxemburgische SE oder die niederländische N.V. (Naamloze Vennootschap). Diese sind deutlich flexibler und haben nicht die gleichen Einschränkungen wie deutsche Aktiengesellschaften

SPAC-IPO



- Zum Zeitpunkt des SPAC-IPOs ist die Branche und gegebenenfalls Region des Zielunternehmens bekannt
- Die Emissionserlöse werden bis zur Akquisition bzw. der Rückzahlung gegen Rückgabe der Aktien oder im Falle der Liquidation auf einem Treuhandkonto verwahrt
- Sponsoren erhalten Gründeraktien zum Nennwert und Gründeroptionsscheine zu einem festgelegten Preis, Post-IPO halten die Sponsoren damit i.d.R. 15-25% der Anteile an der SPAC. Eine zusätzliche Management Fee entfällt
- SPAC Investoren können sog. Units bestehend aus einer Publikumsaktie (Public Shares) und einem Publikumsoptionsschein (Public Warrants) zum Preis von 10 EUR öffentlich erwerben; i.d.R. werden die Aktien und die Optionsscheine nach dem IPO getrennt an der Börse gehandelt
- Das SPAC Management muss innerhalb eines im Voraus festgelegten Zeitraums, i.d.R. 24 Monate nach IPO, die Zielgesellschaft identifizieren und hat dann weitere 3-6 Monate Zeit, um die Business Combination durchzuführen
- Zum Erwerb der Zielgesellschaft wird im Regelfall weiteres Kapital benötigt, dieses wird entweder über Fremdkapital oder durch eine Kapitalerhöhung bei PIPE-Investoren beschafft

De-SPAC



- Der Merger mit einer börsennotierten SPAC (De-SPAC) bietet die Möglichkeit eines indirekten Börsengangs für das Zielunternehmen
- De-SPACing Transaktion für das Zielunternehmen erfolgt losgelöst von IPO Windows
- Sobald ein Zielunternehmen oder Gruppe identifiziert ist, benötigt die SPAC die Zustimmung der Anteilseigner für die Akquisition
- Rückzahlungsoption nach Bekanntgabe der Business Combination für SPAC Investoren in Form des eingesetzten Kapitals ggf. zuzüglich Zinsen
- Nach erfolgreicher Transaktion erfolgt regelmäßig ein Austausch des Management-Teams

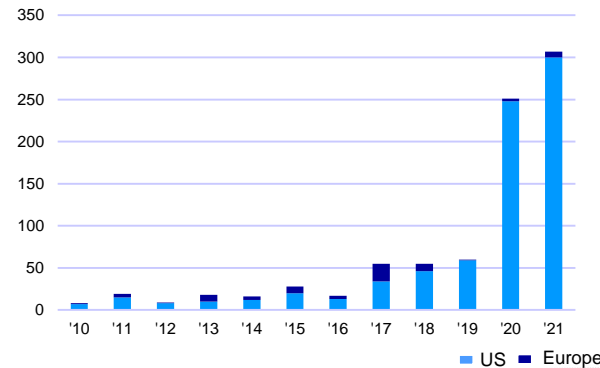
II. Empirik: Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

Marktübersicht

Marktstruktur und Wettbewerbsdynamik

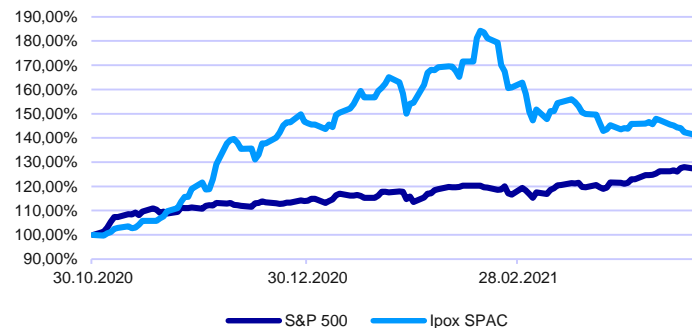
- **Vehikel für Kapitalbeschaffung an der Börse**, als zusätzliche Finanzierungsquelle für SPAC Sponsoren zur Akquisition interessanter Zielunternehmen sowie attraktive Investitionsmöglichkeit für IPO Investoren
- Bisher kein **klar führender Börsenplatz in Europa** für SPAC-Listings
- **Beliebtes Instrument für PEs und Unternehmen**, die direkte Kosten und Prozessdauer eines Börsengangs (IPO) senken möchten
- **Alternativer Weg an die Börse**, mit zunehmendem Verständnis und Akzeptanz bei Unternehmen
- **Wachstum außerhalb der USA**, IPO-Aktivitäten von SPACs in Q1 2021 übertrafen bereits das Gesamtjahr 2020

Anzahl der SPAC IPOs (Europa und USA 2010 - Q1 2021)

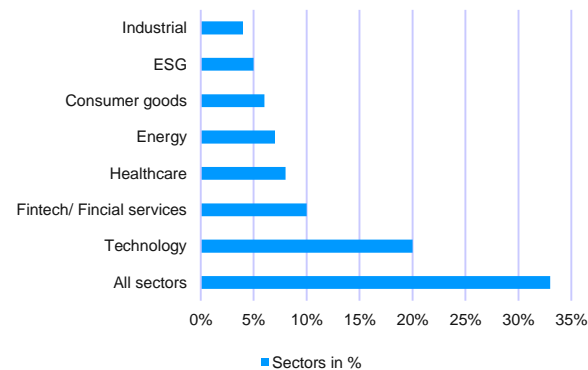


- Zahl der Deals und Erlöse in **Q1 2021 übersteigt bereits** das Niveau des **Gesamtjahres 2020** in den USA und Europa
- **USA** mit 300 SPAC IPOs mit einem Gesamterlös von **93,4 Mrd. \$** (2020: 248 SPAC IPOs und Gesamterlös von 84,4 Mrd. \$)
- **Europa** mit sieben SPAC IPOs mit einem Gesamterlös von **1,8 Mrd. \$** (2020 sechs SPAC IPOs und Gesamterlös von 541 Mio. \$)
- Von den 653 SPACs, die zwischen 2019 und dem Ende von Q1 2021 IPOs durchgeführt haben, haben **179 SPACs bis Ende März 2021** Übernahmen mit einem Gesamtwert von **53,7 Mrd. \$** angekündigt

Entwicklung IpoX Spac Index vs. S&P 500 (30.10.2020=100)



Sektor Fokus von SPAC IPOs (US)



Übersicht Europa

Börsenplatz	Anzahl		Platzierungsvolumen in Mio. €	
	Q1 2021	2020	Q1 2021	2020
London (Main and AIM)	3	4	363	46
Euronext (Amsterdam, Paris)	2	2	743	495
NASDAQ QMX (Stockholm)	1	0	403	0
Deutsche Börse	1	0	332	0
Europäische Börsenplätze	7	6	1,83	541

* 31. März 2021

III. Funktionsweise einer SPAC

Gründung und Börsengang (SPAC-IPO)

Beispiele Lakestar SPAC I SE und 468 SPAC I SE

- Auflage der SPAC durch sogenannte „Sponsoren“ (oder Gründer) i.d.R. über eine LuxCo (Gesellschaft nach Luxemburger Recht), daher auch Luxemburger Gesellschaftsrecht anwendbar, da es mehr Gestaltungsspielräume bietet als deutsches Aktienrecht (etwa hinsichtlich Mindestnennbetrag der Aktien und Abwicklung der Liquidation)
- Notwendiges Kapital wird bereits im Vorfeld des eigentlichen Börsenganges im Wege einer Privatplatzierung eingesammelt und auf einem Treuhandkonto verwahrt.
- Wertpapierprospekt wird in Luxemburg gebilligt und nach Deutschland notifiziert und dient nur der Zulassung der Aktien zum regulierten Markt, d.h. es gibt kein öffentliches Angebot
- Zielgesellschaft (Target) ist nicht bekannt, nur Branche/Region
- Besondere Expertise der Sponsoren auf diesen Gebieten/Reputation des Sponsors maßgeblich für Erfolg
- „indirekter“ Börsengang des Targets

III. Funktionsweise einer SPAC

Ausgegebene Wertpapiere

- Ausgabe von *units* an die Aktionäre, bestehend aus:
 - Aktien (*public shares*) werden zum Handel im Regulierten Markt zugelassen
 - Optionsscheine (*public warrants*) werden in den Freiverkehr einbezogen und berechtigen (bei erfolgreicher Übernahme) des Targets zum Bezug weiterer *public shares*
 - Nach IPO werden die beiden Bestandteilen der *units* getrennt an der Börse gehandelt
- Sponsoren erhalten *founder shares* (zum Nennwert) und *founder warrants* (zum festgelegten Kaufpreis), die nicht gehandelt werden und einen Lock-Up bis zum Erwerb des Targets haben (Gründer-Lock-Up).
- Beteiligung Sponsoren an der SPAC liegt bei 20 %
- Zur Finanzierung des Betriebskapitals sowie der Privatplatzierungs- und Börsenzulassungskosten hinterlegen die Gründer einen gewissen Betrag durch das Zeichnen von weiteren Gründeroptionsscheinen

III. Funktionsweise einer SPAC

Suche nach einem Zielunternehmen

- „Einziges“ Ziel der SPAC: geeignetes und noch nicht an der Börse gelistetes Unternehmen finden und somit mittelbar „handelbar“ machen
- **De-SPACing** = Prozess von der Ankündigung des Investments bis Closing
- 24 Monate Zeit zur Identifikation eines geeigneten Targets und bis zu 3 weitere Monate zur Durchführung der Übernahme des Targets
- Vorgaben für Identifikation Target im Prospekt (anhand abstrakter Charakteristika, wie Sektor, geographische Lage und Eigenkapitalwert) und gefordert von Börsen
- Für die Übernahme des Targets ist ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich (einfache Mehrheit), zudem besteht das Recht für Investoren „auszusteigen“ (Rückzahlungsoption/Opt-out)
- Durch De-SPACing wird die SPAC zum „operativen“ Unternehmen.

III. Funktionsweise einer SPAC

Beteiligung der Gründer nach De-SPACing

Beispiel Lakestar

- Möglichkeit der Umwandlung der Gründeraktien in öffentliche Aktien wie folgt:
 - ein Drittel an dem auf den Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses folgenden Börsentag
 - ein Drittel, wenn nach Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses der Schlusskurs der öffentlichen Aktien an 10 Handelstagen innerhalb eines Zeitraums von 30 Handelstagen EUR 12,00 übersteigt und
 - die restlichen Gründeraktien, wenn nach Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses der Schlusskurs der öffentlichen Aktien an 10 Handelstagen innerhalb eines Zeitraums von 30 Handelstagen EUR 14,00 übersteigt
- 468 SPAC I: keine Stufenregelung vorgesehen

III. Funktionsweise einer SPAC

Liquidation statt De-SPACing

- Nach erfolglosem Verlauf der Frist für die Übernahme eines Targets wird die SPAC planmäßig liquidiert und verbleibendes Vermögen wird verteilt
- Die Gesellschaft ist verpflichtet zu gewährleisten, dass der Rücknahmewert der öffentlichen Aktien nicht durch Negativzinsen gemindert wird (gedeckt durch den Erlös aus einer zusätzlichen Sponsorenzeichnung von sowohl Gründeraktien als auch Gründeroptionsscheinen)
- Rückzahlungsbetrag ist der Ausgabewert, d.h. bei Notierung über dem Ausgabewert besteht das Risiko von Verlusten für Investoren

IV. Frankfurt erfüllt alle wesentlichen Charakteristika für ein SPAC-Listing

	Frankfurt	Amsterdam	US	UK
Listing	✓	✓	✓	✓
Rechtsform	Gesellschaftsform Societas Europaea (SE), Aktiengesellschaft nicht möglich	✓	✓	✓
Preis pro Einheit	10 €	10 - 60 €	10 \$	10,00 £ oder 10,00 \$
Internationale Investoren	✓	✓	✓	✓
Kein minimaler Marktwert Zielunternehmen	✓	✓	✗	✓
Mitbestimmung der SPAC Investoren	✓	✓	✓	✗
Treuhandkonto	✓	✓	✓	✗

Klassifikation als AIF möglich

V. De-SPAC

Prozess

- **De-SPACing** = Prozess von der Ankündigung des Deals bis Closing
- **M&A-Prozess** mit Abschluss Absichtserklärung, ggf. Exklusivitätsvereinbarung, Due Diligence, Kaufvertrag / Business Combination Agreement, Herstellung IPO-Readiness etc.
- **Hauptversammlungsbeschluss** über die Zustimmung zur Transaktion
 - Quorum: 50 % oder höher
 - Schranken des deutschen Aktienrechts: Kompetenzordnung und Ausschluss der Sponsoren bei der Abstimmung

V. De-SPAC

Prozess

- **Opt-out/Redemption Rights** bei Durchführung der Transaktion
 - **Rückzahlungsoption** nach Bekanntgabe der Transaktion für SPAC-Investoren in Höhe des eingesetzten Kapitals ggf. zuzüglich Zinsen
 - Teilweise für jeden Investor **auf 20 %** der gesamten *public shares* **begrenzt**
 - Transaktion findet üblicherweise nicht statt, sobald **20-30 % Opt-out** wahrnehmen
- **Unsicherheiten für Transaktion** lassen sich ggf. über *forward purchase agreement* mit Sponsoren, Stimmbindungsvereinbarung oder PIPE-Deal abmildern; *break-free*-Vereinbarungen kommen mangels Verfügbarkeit freier Mittel regelmäßig nicht in Betracht
- Zum Erwerb der Zielgesellschaft wird häufig **weiteres Kapital** benötigt, dieses wird entweder über Fremdkapital oder durch eine Kapitalerhöhung bei PIPE-Investoren beschafft
- Nach Durchführung der Transaktion **ggf. Verschmelzung** des Zielunternehmens auf die SPAC

VI. Motivation aus verschiedenen Perspektiven

Perspektive Zielunternehmen

Vorteile

- **Zeiteffizienz**, typische Dauer von 10-12 Wochen
- Unabhängig von einem sog. „IPO Window“, **geringes Marktrisiko**
- Geringerer Umfang von **Roadshows** im Vergleich zu einem klassischen Börsengang
- **Preissicherheit**: keine Abschläge und vermindertes Underpricing Risiko
- Begrenzte zeitliche Vereinnahmung des **Managements**, der Eigentümer und Mitarbeiter der Zielgesellschaft
- **Unterstützung von Sponsor** mit langjähriger Berufserfahrung und hoher Expertise im Sektor, Sponsor kann Ankeraktionär mit werden
- **Keine Geschäfts- und Berichtshistorie** außer Eröffnungsbilanz der SPAC; kein Research
- Zeitdruck der SPACs kann **Vorteile in Bezug auf die Transaktionsgeschwindigkeit** haben und erhebliche Verhandlungsvorteile für Zielunternehmen begründen (bzgl. Höhe und Art des Kaufpreises, Ausgestaltung des Haftungsregimes etc.)
- Insb. **PE** ist im Hinblick auf bestehende Corporate Governance Strukturen und allg. Börsenreife ein **Qualitätsmerkmal**, das sich vermarkten lässt

Herausforderungen

- Klassifikation als **AIF** auch nach Fusion mit SPAC möglich (höhere Kosten, Haftungsrisiken)
- Der Sponsor ist entscheidend für die **zukünftige Governance** Struktur
- Das Angebot für Zielunternehmen kann durch **SPAC-Boomphasen** begrenzt sein
- **Einfluss durch Sponsor** auch nach einer Fusion, insbesondere durch die Vertretung im Aufsichtsrat
- **Hedgefonds** häufig unter den Investoren, da hohe Attraktivität für Investoren mit kurzfristig orientierter Anlagestrategie
- **Risiko**, dass Investoren, insb. bei für das Zielunternehmen gutem Verhandlungsergebnis, die **Zustimmung zur Transaktion versagen** (Risiko zwischen Signing und Closing)
-
- Management der Zielgesellschaft bleibt zwar im Amt, aber muss sich sehr **plötzlich auf die Anforderungen der Reporting und der Transparenzpflichten** des Kapitalmarktes einstellen

VI. Motivation aus verschiedenen Perspektiven

Perspektive Sponsor

Vorteile

- SPACs bieten **direkten Zugang zum Kapitalmarkt** und sind daher Ergänzung/Alternative zu traditionellen Fundraising Prozessen
- Hohes Maß an verfügbarem Eigenkapital ermöglicht Investitionen in **größere Zielunternehmen**, was kleinen und mittelgroßen Fonds helfen kann, neue Märkte und Investitionsziele (ggfs. auch außerhalb der Beschränkungen in den Fonds-Statuten) zu erschließen
- Sponsoren profitieren von **günstigen Konditionen** der zu Beginn an sie ausgegebenen *founder shares*
- Nach Umwandlung in *public shares* im Anschluss an die Akquisition halten Sponsoren **ca. 20 % der SPACs** zu erheblich niedrigerem Preis als Investoren (*sponsors promote*)
- **Hohe Gewinnmöglichkeiten** durch *sponsor warrants*: berechtigen zum Erwerb weiterer Aktien zu einem zuvor festgelegten Preis
- SPAC kann als **Vehikel für Co-Investments** eingesetzt werden und damit den Fremdkapitalanteil im Gesamtinvestment reduzieren
- Am Ende eines Lebenszyklus kann die SPAC den Exit für Sponsoren erheblich vereinfachen, da die **Liquidität der Aktien** mit Blick auf die bereits bestehende Börsennotierung **bereits gesichert** ist

Herausforderungen

- Umwandlungen und Ausübung der Optionsscheine regelmäßig erst bei **Erreichen best. finanzieller Kennzahlen** des Zielunternehmens
- Vom Sponsor gehaltenen Anteile dürfen zudem regelmäßig für eine bestimmte Zeit nach dem Zusammenschluss nicht veräußert werden (**lock-up**)
- **Wenig Zeit** für die Suche eines geeigneten Unternehmens und dessen Akquisition. Auflage einer SPAC muss daher **extrem gut vorbereitet** sein; Sponsoren sollten bereits eine Vorstellung haben, nach was für Unternehmen sie suchen
- Sponsoren müssen die häufig **gegenläufigen Interessen** von Investoren, Zielunternehmen und Sponsoren unter einen Hut bringen

VI. Motivation aus verschiedenen Perspektiven

Perspektive Investoren

Vorteile

- Alle Gesellschafter (nicht die Sponsoren) der SPAC **stimmen über Akquisition ab**, Möglichkeit zum Opt-out
- Dagegen bestehen **in PE-Strukturen regelmäßig keine Mitspracherechte** der Investoren (z.B. über Investmentkomitee)
- Anteile an einer SPAC sind **jederzeit am Markt veräußerbar**
- Zusätzliches Ertragspotenzial durch ausgegebene **Optionsscheine**
- **Keine Management-Gebühren** (wie bei PE-Fonds) und in geringem Umfang laufende Kosten
- Auf **Investorenschutz angelegtes Regelungssystem der SPAC** Modells: Erfordernis HV-Beschluss, Opt-out, Zeitrahmen von 24 Monaten, 80 %-Regel

Herausforderungen

- **Längere Kapitalbindung**
- **Verwässerung der SPAC-Investoren** durch Umwandlung der *Founder* in *Public Shares* und Ausübung der *Founder Warrants*, sowie ggf. durch Eintritt der Gesellschafter der Zielgesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung und durch PIPE – Transaktion
- Zum Zeitpunkt der Investition hat der Anleger noch **keine Informationen** bzgl. der zukünftigen Entwicklung der SPAC / der Zielgesellschaft; Investition **nur auf Vertrauensbasis zum Sponsor** (hohes Risiko)
- **Mögliches Ungleichgewicht** zwischen großer Zahl an SPACs und vorhandenen Übernahmekandidaten kann zur Akquisition von für die Börse ungeeigneten Start-ups/Unternehmen führen

Kontakte

Dr. Mirko Sickinger, LL.M. (Columbia University)
Rechtsanwalt | Partner

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK
Magnusstraße 13 | Goetheplatz 5-7
50672 Köln | 60313 Frankfurt am Main

T +49 221 20 52-590 | T +49 69 97561-304
m.sickinger@heuking.de

Dr. Oliver von Rosenberg, LL.M.
Rechtsanwalt | Partner

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK
Magnusstraße 13
50672 Köln

M +49 173 5252551
o.vonrosenberg@heuking.de

Peter Fricke
Head of Venture Network

Capital Markets
Deutsche Börse AG
Mergenthalerallee 61
65760 Eschborn

M +49 171 8684644
peter.fricke@deutsche-boerse.com

Ralf Strehlau
BDU-Präsident,
Unternehmensberater CMC/BDU

ANXO MANAGEMENT CONSULTING
GmbH
Bolongarostr. 103
65929 Frankfurt am Main

M +49 171 7417968
ralf.strehlau@anxo-consulting.com

Vielen Dank!

