

# DER WEG AN DIE BÖRSE ÜBER EINE SPAC

## EIN GANGBARER WEG FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN?

VON PROF. DR. WOLFGANG BLÄTTCHEN UND UWE NESPETHAL

### ABSTRACT

Es gibt verschiedene Wege, um als Emittent an die Börse zu gelangen. Die gängigen Varianten und Techniken haben wir bereits in verschiedenen Beiträgen dieses Hefts vorgestellt<sup>1</sup>. Seit fast zwei Jahren kann eine weitere praktikable Alternative zum klassischen IPO beobachtet werden: die Verschmelzung eines Unternehmens mit einer börsennotierten Special Purpose Acquisition Company (SPAC).

Dieser Aufsatz soll diese Option im Hinblick auf Chancen und Risiken aus Sicht eines Familienunternehmens näher beleuchten. Dazu wird zunächst ein Überblick über die aktuellen SPAC-Aktivitäten gegeben, die mittlerweile auch den europäischen und deutschen Kapitalmarkt erreicht haben. Anschließend beschreiben wir die Motive aus Sicht eines Zielunternehmens, die mit einer SPAC-Verschmelzung einhergehen. Der Folgeabschnitt erklärt den komplexen Verhandlungs- und Abwicklungsprozess, den ein Zielunternehmen ab der Suche einer geeigneten SPAC bis zur erfolgreichen Erstnotierung durchlaufen muss. Anschließend wird auf die Unterschiede zwischen dem Weg an die Börse über eine SPAC und dem „klassischen IPO“ eingegangen. Wir erläutern, mit welchen Entscheidungen ein Familienunternehmen mit einer SPAC-Verschmelzung konfrontiert wird.

### I. Wie haben sich die SPAC-Aktivitäten entwickelt?

Seit Beginn des SPAC-Booms im Jahr 2019 sind weltweit bis dato über 910 SPACs an die Börse gelangt, die in der

Summe 237 Mrd. USD einsammeln konnten<sup>2</sup>. Anno 2020 fanden rund 260 Platzierungen mit einem Emissionsvolumen von rund 82 Mrd. USD statt. Das laufende Jahr 2021 überholte bisher alle Vorjahre in Gänze mit über 550 SPAC-IPOs, die über 140 Mrd. USD platzierten. Im Schnitt liegt das Platzierungsvolumen der 910 SPACs bei etwa 260 Mio. USD (Median: rund 230 Mio. USD). Davon gingen 807 SPACs (226 Mrd. USD Emissionsvolumen) an eine der beiden US-Börsen NASDAQ oder NYSE. An den europäischen Börsen wurden 29 SPACs mit einem Volumen von ca. 6,3 Mrd. USD gelistet, darunter drei an der Frankfurter Börse. Deutsche Sponsoren platzierten neun Vehikel mit einem Volumen von 2,8 Mrd. USD, davon vier an der NASDAQ, eines an der Euronext sowie vier in Frankfurt. Deren mittleres Platzierungsvolumen beträgt 310 Mio. bzw. 345 Mio. USD im Median. Bis zum 31. Oktober 2021 sind seitens der an den US-Börsen gelisteten SPACs noch 507 auf der Suche nach einem Zielunternehmen, die über 140 Mrd. USD verwalten; unter den von deutschen Sponsoren initiierten neun SPACs sind es noch sieben. Lakestar SPAC I SE hat mit HomeToGo ein Ziel gefunden und die Transaktion bereits im September 2021 abgeschlossen. 468 SPAC I SE hat angekündigt, die Boxine GmbH, einen Anbieter von Musikfiguren, zu übernehmen<sup>3</sup>. Bisher vollzogen oder beabsichtigen fünf in Deutschland ansässige Unternehmen ihren Börsengang über eine SPAC, worunter Immatics N.V. (abgeschlossen am 2. Juli 2020), Liliu GmbH (abgeschlossen am 15. September 2021), HomeToGo S.E. (abgeschlossen am 13. September 2021), Sigma Sports United GmbH (angekündigt am 11. Juni 2021) sowie Boxine GmbH (SPAC-Gesellschafterversammlung angekündigt am 15. November 2021) fallen<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Vgl. FuS 04/2018, S. 124–129, FuS 06/2020, S. 192–199

### INHALT

- I. Wie haben sich die SPAC-Aktivitäten entwickelt?
- II. SPAC-Lösung: „Drei Fliegen mit einer Klappe“
- III. „DeSPACing-Prozess“ – aus Sicht des Zielunternehmens
  1. SPAC-Analyse
  2. Vorbereitung der Ansprache
  3. SPAC-Ansprache und Verhandlungen
  4. Umsetzung des BCA und Vorbereitung der SPAC-Gesellschafterversammlung
- IV. SPAC vs. klassisches IPO
- V. Was hat ein Familienunternehmen zu beachten?
- VI. Fazit

<sup>2</sup> Folgende Statistiken beziehen sich auf den Stichtag 31. Oktober 2021; Quelle: Refinitiv Datenbank, Blättchen FA Datenbank.

<sup>3</sup> Vgl. Pressemitteilungen beider Gesellschaften vom 13. April 2021 bzw. 13. September 2021.

<sup>4</sup> Vgl. Mitteilungen der Unternehmen.

## II. SPAC-Lösung: „Drei Fliegen mit einer Klappe“

Eine SPAC ist eine börsennotierte Gesellschaft, die im Kern aus einer Transaktionskasse besteht und von einem Managementteam (Gründer, Sponsoren) geleitet wird. Alleiniger Zweck dieser Gesellschaft ist es, innerhalb ihrer Lebensdauer von zwei Jahren einen Übernahmekandidaten zu finden, der dem vom SPAC-Management definierten Industriefokus entspricht und am Ende im börsennotierten Mantel aufgeht. Die Gründer bzw. die Sponsoren der SPAC sind Persönlichkeiten, die über Branchenerfahrung und ein Netzwerk in der jeweiligen Industrie verfügen. Ist ein Zielunternehmen gefunden, werden die Eckpunkte des Zusammengehens in einem Verschmelzungsvertrag („Business Combination Agreement“ – BCA) zwischen beiden Parteien festgehalten und innerhalb des anschließenden Verschmelzungsprozesses („DeSPACing“) umgesetzt. Dieser DeSPACing-Prozess endet mit der Zustimmung über die Verschmelzung beider Gesellschaften und mit dem anschließenden Börsenlisting der Anteile der neu entstandenen Gesellschaft. Zwischen der Unterzeichnung einer ersten Absichtserklärung, einen Zusammenschluss zu prüfen, und der finalen, zustimmenden Hauptversammlung der SPAC-Aktionäre sind ca. zehn Monate notwendig und üblich. In der Regel erhält die Zielgesellschaft die komplette Transaktionskasse der SPAC zuzüglich weiterer Mittel, die im Rahmen einer Barkapitalerhöhung durch externe Investoren („PIPE“)<sup>5</sup> gewährt werden. Einige SPAC-Sponsoren verpflichten sich zur Teilnahme an dieser PIPE. Üblicherweise erhalten die Eigentümer der Zielgesellschaft nach der Verschmelzung die Mehrheit an der neuen Gesellschaft. Daher gibt es für die SPAC-Sponsoren bei der Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen eine Mindestbewertung, die dem Drei- bis Vierfachen der SPAC-Transaktionskasse entspricht<sup>6</sup>.

Aus Sicht des Zielunternehmens erfüllt ein Börsengang mittels SPAC drei Anforderungen: i) Mit der Börsenzulassung der Anteile des neuen Unternehmens erlangt das Zielunternehmen die Börsennotierung. Die von den Gesellschaftern des Zielunternehmens eingebrachten Anteile werden damit fungibel. ii) Die SPAC-Kasse geht auf das Zielunternehmen über, d.h., es werden neue Mittel für operative Zwecke bereitgestellt. iii) Durch die PIPEs externer, neuer Investoren und durch die Zustimmung der SPAC-Aktionäre zur Verschmelzung sowie über die vereinbarte Bewertung, die im klassischen IPO durch sogenannte Cross-over-Investoren erst bestätigt werden müsste, erhält das Zielunternehmen eine Validierung seines Geschäftsmodells. Eine Cross-over-Finanzierungsrunde ist für deutsche Emittenten, die in den USA notieren wollen und bisher keinen signifikanten US-Gesellschafter haben, zwingend und findet meistens einige Monate vor dem geplanten IPO statt. Ebenso ist für Emittenten eine Cross-over-Runde unabhängig vom Börsenplatz unvermeidlich, wenn der Gesellschafterkreis nur aus Gründerinvestoren besteht oder die letzte externe Finanzierungsrunde zu weit zurückliegt.

Da mit der SPAC quasi drei Ziele mit einer Transaktion erreicht werden, die bei einem klassischen IPO sequenziell erarbeitet werden müssen, scheint die SPAC-Lösung aus Zeitgründen oft eine attraktive Variante für Börsenkandidaten zu sein. Die „Fenster“ am Kapitalmarkt schließen oft schnell. Im Folgenden wird im Detail auf den Prozess des „DeSPACing“ eingegangen, um Aufwand, Komplexität sowie Risiken aus Sicht des Zielunternehmens näherzubringen.

## III. „DeSPACing-Prozess“ – aus Sicht des Zielunternehmens

Der Prozess zwischen Verhandlungsbeginn und der finalen zustimmenden Hauptversammlung der SPAC-Aktionäre bedeutet für die Zielgesellschaft eine sehr arbeitsintensive Zeit, die durchaus den Aufwand eines IPOs übersteigt. Die erste Kontaktaufnahme erfolgt entweder durch den ➤

5 PIPE: „Private Investment in Public Equity“, d.h. Privatplatzierung unter Ausschluss des Bezugsrechts.

6 Vgl. Blättchen/Nespethal (2021): „Börsengang via SPAC?“ In: VC Magazin, 03/2021, S. 28–29.

SPAC-Sponsor oder durch die Zielgesellschaft. Im Folgenden soll die zuletzt genannte Herangehensweise dargestellt werden, da sie für Unternehmen relevant ist, die einen Börsengang beabsichtigen.

## 1. SPAC-Analyse

Bevor ein möglicher SPAC-Kandidat angesprochen wird, sollte eine Analyse vorgenommen werden, welche der aktuell über 500 SPACs in den USA sowie Europa infrage kommen. Wie bereits beschrieben, sind SPACs oft auf bestimmte Branchen (Biotechnologie, „Deeptech“ oder Finanzdienstleistungen etc.) fokussiert. Nicht selten engt sich dieser Fokus noch auf spezielle Fachgebiete oder Anwendungen (z.B. Krebsbehandlung oder autonomes Fahren) ein. Ebenso können die Statuten der SPAC bestimmte Regionen vorgeben, in denen sich das Zielunternehmen befinden sollte. Dieser Branchen- und Regionenfokus reduziert die Auswahl der infrage kommenden SPACs deutlich. Das zweite Kriterium berücksichtigt die gewünschte Kapitalausstattung der Mantelgesellschaft. Hierzu muss sich das Unternehmen Klarheit verschaffen, welchen Finanzierungsbedarf es für die nächsten Jahre hat und welche Bewertungsvorstellung sich aus der Finanzplanung ableitet. Da die Gesellschafter des Zielunternehmens nach der Verschmelzung die Mehrheit am neuen Unternehmen halten müssen, sollte die eigene Bewertung etwa das Drei- bis Vierfache der SPAC-Kasse ausmachen. Beträgt beispielsweise der Finanzierungsbedarf 100 Mio. EUR, so sollte die Bewertung des Zielunternehmens bei 400 Mio. bis 500 Mio. EUR liegen. Das dritte Auswahlkriterium berücksichtigt die Identität der SPAC-Sponsoren. An dieser Stelle ist die Frage zu beantworten, welche Managementexpertise die Gründer mitbringen. Die meisten SPAC-Sponsoren stammen aus der Private-Equity- oder Venture-Capital-Industrie mit entsprechender Industriespezialisierung. Für das Zielunternehmen ist es daher wichtig, festzustellen, welche Netzwerk- und Industriekompetenz der Sponsor hat. Sind sie wesentlicher Bestandteil der Equity Story, beispielsweise der Ausbau der Vertriebs- oder Fertigungskapazitäten in den USA, so sollte der Sponsor in der Lage sein, dabei zu unterstützen. Zudem sollte der Sponsor die Möglichkeit mitbringen, weitere Finanzierungen sicherzustellen, die über die vorhandene SPAC-Kasse hinausgehen. Zum einen könnte es von Nutzen sein, dass der Sponsor im Rahmen der zu vereinbarenden PIPEs ebenfalls eine entsprechende Summe bereitstellt; einige Sponsoren haben diese Zusage in ihren Statuten als „Forward Purchase Agreement“ vorgesehen. Zum anderen sollte beurteilt werden können, welches Investorennetzwerk der Sponsor für das PIPE einbringen kann. Das vierte Kriterium beinhaltet die künftige Corporate Governance, unter der sich das Zielunternehmen aufstellen möchte. Dabei ist darauf zu achten, an welcher Börse das SPAC-Vehikel notiert. Da die Zielgesell-

schaft in den börsennotierten Mantel der SPAC schlüpft, erhält sie die gleiche Notierung und unterliegt künftig dem jeweiligen Kapitalmarkt- und Börsenaufsichtsregime der SPAC. Ferner hat sich die Zielgesellschaft Gedanken zu machen, in welcher Rechtsform sie künftig „leben“ möchte. Die gewählte Rechtsform entscheidet, unter welchem nationalen, gesellschaftsrechtlichen Rechtsrahmen sie ihre Satzung und Organstrukturen gestalten möchte. Hier wird der SPAC-Sponsor ebenfalls Vorstellungen haben, da er die Erwartungen und Interessen seiner Investoren berücksichtigen muss. Mit den Besonderheiten der Corporate Governance wird sich Abschnitt V. auseinandersetzen, da diese Entscheidung für Familienunternehmen äußerst relevant ist.

## 2. Vorbereitung der Ansprache

Um die potenziellen SPAC-Sponsoren für sich zu interessieren, ist für den Erstkontakt und für die Folgegespräche geeignetes „Werbematerial“ zu erstellen. Dazu gehört ein sogenannter Teaser, der aus einer Unternehmenspräsentation entnommen wird und aus zwei bis drei aussagekräftigen Charts besteht. In der Unternehmenspräsentation werden die Equity Story, die gesellschaftsrechtliche Ausgangssituation (Gesellschafter- und Unternehmensstruktur, Managementteam, historische Finanzkennzahlen) sowie Eckpunkte der künftigen Umsatz- und Ertragsentwicklung inkl. Finanzierungsbedarf vorgestellt. Hierzu hat die Zielgesellschaft ein detailliertes, plausibles Finanzmodell für die Zukunft zu erstellen. Ebenso sind historische (Konzern-) Abschlüsse für die vergangenen zwei bzw. drei Geschäftsjahre<sup>7</sup> nach IFRS zu erstellen und zu testieren. Inwieweit diese noch besonderen Prüfungsanforderungen wie dem PCAOB unterliegen müssen, hängt von der Wahl des Börsenplatzes ab. Zu den wichtigsten Vorbereitungsmaßnahmen gehört auch der Aufbau eines (virtuellen) Datenraums, in den die für die seitens der SPAC durchzuführenden Due Diligences erforderlichen Informationen eingestellt werden. Da die Gespräche und die Versendung der Dokumentationen üblicherweise einer Geheimhaltung unterliegen, sind rechtliche Dokumentationen wie Vertraulichkeitserklärungen ebenfalls vorzubereiten.

## 3. SPAC-Ansprache und Verhandlungen

In der Regel werden vier bis fünf potenzielle SPAC-Sponsoren für die Erstansprache ausgewählt, die die in Abschnitt III.1 vorgestellten Kriterien erfüllen. Inwieweit der Erstkontakt über die Zielgesellschaft selbst initiiert wird oder durch einen Dienstleister (z.B. Investmentbank) erfolgt, hängt davon ab, wie gut der Zugang zu den SPAC-Sponsoren ist. Nach Versendung des Teasers und den anschließenden ersten

---

<sup>7</sup> Für ein US-Listing reichen zwei rückwirkende Jahre, sofern das Unternehmen als EGC eingestuft wird.

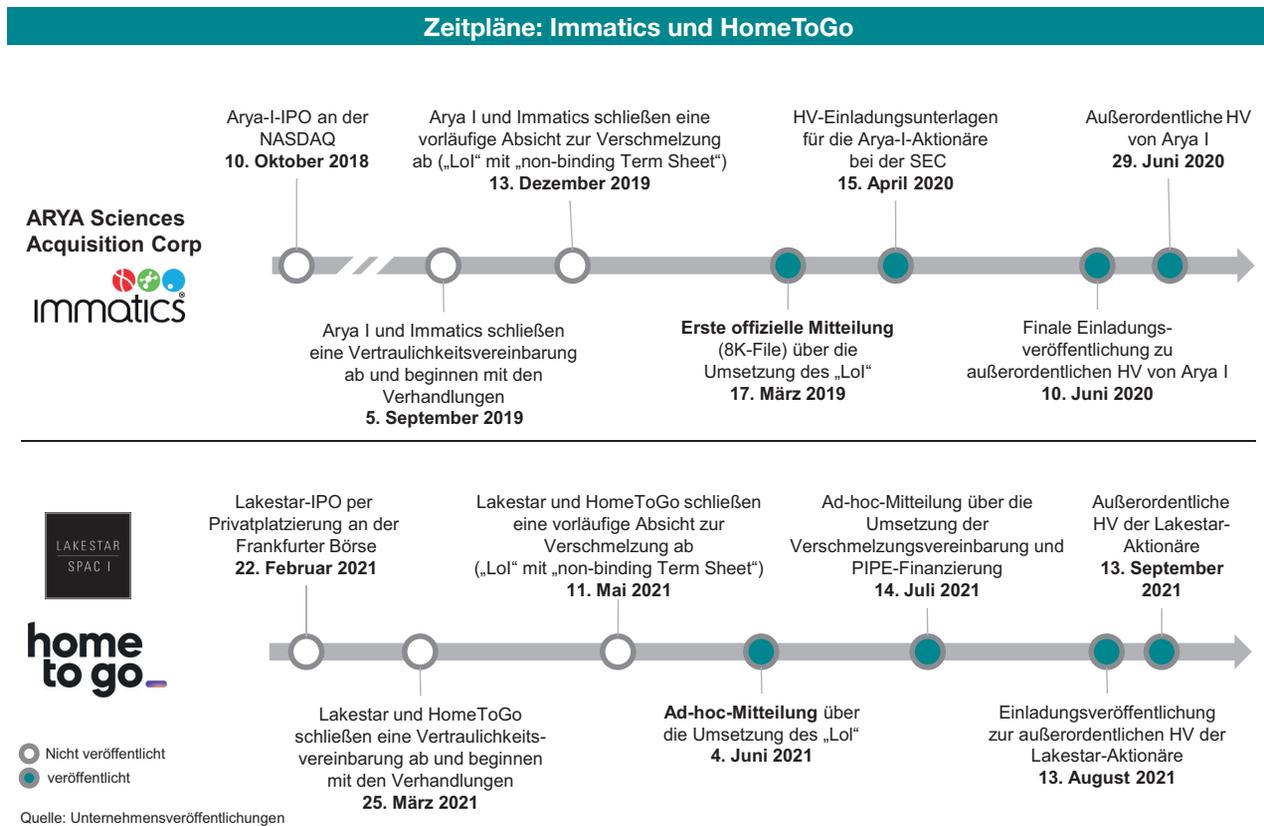


Abb.1; Quelle: Eigene Darstellung

Managementgesprächen erhält man zeitnah Auskunft, ob ein Interesse an der Abgabe eines „Term Sheets“ und am Beginn der Verhandlungen besteht. Da die SPAC-Sponsoren zahlreiche Anfragen erhalten, ist es zu empfehlen, diese Ansprache gut vorzubereiten. Dieser erste „Term Sheet“ hält die wesentlichen Eckpunkte der Transaktion fest, u.a. die Bewertungsindikation, Mindesterloß aus der SPAC und des PIPE, Zeitplan, Verschmelzungsstruktur, Umfang der Due Diligence, Kostenerstattung sowie eine ggf. gewährte Exklusivität. Anschließend erfolgen der für eine M&A typische Due-Diligence-Prozess und die Verhandlung eines vorläufigen Verschmelzungsvertrags (BCA). Folgende wesentliche Punkte sind im BCA zu verhandeln: Bewertungsaspekte, Behandlung der Aktienklassen und außenstehenden Optionen („Warrants“), Mindestliquidität inkl. PIPE-Vereinbarung, Governance-Regelungen, Garantiezusagen, Closing-Bedingungen, ESOP<sup>8</sup>- oder Lock-up-Vereinbarungen. Sollte es sich um eine US-SPAC handeln, so wird parallel an den für die SEC

einzureichenden Dokumente gearbeitet (S/F-4). Bei der europäischen SPAC erfolgt bereits mit Unterzeichnung einer Absichtserklärung (Letter of Intent; LoI) die Veröffentlichung der Übernahmeabsicht der SPAC im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung. Im amerikanischen Prozess wird die Transaktion erst öffentlich, wenn das S/F-4 bei der SEC eingereicht wird. Darin ist neben einer Unternehmenspräsentation das BCA mit kompletten Anhängen enthalten (siehe hierzu Abb. 1 als Beispiele).

#### 4. Umsetzung des BCA und Vorbereitung der SPAC-Gesellschafterversammlung

Nach erfolgter Veröffentlichung entweder der europäischen „Ad-hoc“ oder des US-Dokuments S/F-4 werden die Unterlagen für die SPAC-Gesellschafterversammlung erstellt sowie die Erfordernisse des BCAs (Umwandlung, Organbesetzungen, ESOP-Auflegung etc.) und des Kapitalmarkts (Zulassungsprospekt, Reporting, Compliance-Prozesse und Verantwortungen, Risikomanagementsystem, Corporate-Governance-Regelungen etc.) umgesetzt. Darüber hinaus werden die Roadshows bei Investoren durchgeführt, die sich »

8 Employee Stock Option Plan bzw. kapitalmarktorientiertes Mitarbeiterbeteiligungsprogramm.

entweder im Rahmen des PIPE oder in den handelbaren SPAC-Aktien engagieren wollen. Ebenso werden bestehende SPAC-Investoren adressiert, um sie zur Zustimmung zu überzeugen. Dies ist der arbeits- und zeitintensivste Abschnitt, der in der Regel vier bis fünf Monate andauert. Aus Erfahrung sind Rechnungslegung, Auditierung und die steuerliche, rechtliche Prüfung sowie die Umsetzung der Umwandlungs- und ESOP-Themen die zeitkritischen Aufgaben. Daher sollte rechtzeitig auf die Implementierung eines erfahrenen Projektmanagementteams mit internen und externen Fachleuten geachtet werden. Die finalen Hauptversammlungsdokumente inkl. Einladung sind ca. vier Wochen vor der Versammlung zu veröffentlichen. Mit der Zustimmung der SPAC-Aktionäre zum BCA wird die Zielgesellschaft zum börsennotierten Unternehmen, d.h., sämtliche Kapitalmarktanforderungen eines gelisteten Unternehmens sind bis zu diesem Datum zu erfüllen. In der folgenden Abbildung werden beispielhaft die Zeitschienen für die Prozessumsetzung bei einer US-SPAC (Immatics – Arya I) sowie bei einer europäischen SPAC (HomeToGo – Lakestar) aufgezeigt.

#### IV. SPAC vs. klassisches IPO

Die SPAC-Variante ist eine Alternative zum klassischen Börsengang, der über ein öffentliches Angebot stattfindet. Der SPAC-Prozess hingegen ist größtenteils eine bilaterale

Verhandlung zwischen dem Sponsor und der Zielgesellschaft, in denen sämtliche Informationen ausgetauscht werden. Haben sich beide geeinigt, so sind im zweiten Schritt die SPAC-Aktionäre zu überzeugen. Beim klassischen IPO steht zwischen dem Emittenten und den zu gewinnenden Investoren eine oder mehrere Investmentbanken, die als Intermediäre auftreten. Die Informationen, die zwischen den Parteien ausgetauscht werden können, sind sehr reglementiert. Unternehmenseigene Planungen sind hier tabu. Im besten Fall kann ein Analyst der involvierten Investmentbanken seine Einschätzungen über den Emittenten in den Verkaufsprozess einbringen. In den USA wird auch dies vermieden. Für die breite Vermarktung bleiben beim IPO maximal zwei Wochen, die dem Marktrisiko unterliegen. Nicht selten muss aufgrund von Marktwidrigkeiten während der Zeichnungsfrist das Angebot korrigiert oder sogar abgebrochen werden. Dieses Transaktionsrisiko ist bei einer SPAC geringer, da das Risiko der Ausübung des Rückgaberechts der SPAC-Investoren („redemption“) durch das PIPE minimiert und durch eine öffentliche Vermarktungsperiode von über vier Monaten gegengesteuert werden kann. Bei HomeToGo lag die Rückgabequote bei rund 37%, die im Wesentlichen durch das PIPE kompensiert werden konnte.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Vgl. Pressemitteilung vom 13. September 2021.

Gegenüberstellung SPAC und klassisches IPO		
	„Klassisches IPO“	Börsengang via SPAC
Vertrauliche Verhandlungen vor der Preisfestlegung / Bewertung	Nein	Bilateral zwischen Sponsor und Zielunternehmen
Verwendung von Prognosen des Zielunternehmens	Nein	Ja, in Unternehmenspräsentation sowie im Verschmelzungsbericht
Preisfestlegung	Zum Schluss (nach dem Bookbuilding)	Anfang des DeSPACing-Prozesses
Preisanpassungen (Besserungsklauseln)	Nein	Möglich
Cross-over-Finanzierungsrunde	Ggf. notwendig, wenn letzte Finanzierungsrunde mit einem Dritten zeitlich zu weit entfernt ist	Nein, wird durch PIPE-Finanzierungsvereinbarung ersetzt
Prozesssteuerung	Intermediäre (Emissionsbanken)	Sponsor und Zielunternehmen
Erlöse für die Zielgesellschaft	Ja (Kapitalerhöhung)	Übernahme der SPAC-Kasse und PIPE-Finanzierungsrunde
Umplatzierung durch die Altgesellschafter möglich	Ja	Ja
Transaktionsrisiken	Preis- und Mengenzugeständnisse während Pre-Marketing und Zeichnungsfrist Marktrisiken während des Bookbuildings	Rückgaberecht der SPAC-Aktionäre und PIPE-Investoren
Kosten und Komplexität	IPOs in den USA sind deutlich aufwendiger und kostenintensiver als in der EU	Erhöhte Komplexität durch den multinationalen Verschmelzungsprozess
Aktionärsstruktur	Breite Ansprache (Spezialisten, Generalisten, Privatanleger)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ursprüngliche SPAC-Investoren entsprechen oft nicht der gewünschten Aktionärsstruktur des Zielunternehmens</li> <li>▪ PIPE ermöglicht Investorenauswahl</li> </ul>
Dauer	zwölf bis 18 Monate	Verhandlung und DeSPACing: acht bis zwölf Monate

Abb.2; Quelle: Eigene Darstellung

Nachteilig bei der SPAC ist, dass zum einen die Investorenbasis nach dem Listing erst aufgebaut werden muss, da in der Regel Hedgefonds in der initialen SPAC investiert sind. Zum anderen haben zahlreiche SPACs sogenannte Warrants (Optionsscheine) ausgegeben, die innerhalb der ersten fünf Jahre nach der Verschmelzung zu einem festgelegten Bezugspreis in Aktien der Gesellschaft umgewandelt werden können. Diese Warrants umfassen ca. 10% des Kapitals nach der Verschmelzung und werden bei neuen Investoren als „Verwässerungspotenzial“ negativ gesehen. In der Abbildung 2 werden die Optionen SPAC und klassisches IPO zusammenfassend gegenübergestellt.

#### V. Was hat ein Familienunternehmen zu beachten?

Im Abschnitt III.1 wurde beschrieben, welche Kriterien bei der Auswahl der passenden SPAC zu beachten sind. SPAC-Fokus, Transaktionskasse bzw. Finanzierungsbedarf des Zielunternehmens, Eigenschaften der SPAC-Sponsoren und die künftige Corporate Governance zählen zu den wesentlichen. Der SPAC-Fokus, der in den Statuten festgelegt ist, ist zu berücksichtigen und lässt sich nicht ändern. Im Folgenden sollen daher auf die letztgenannten Kriterien hinsichtlich der Belange eines Familienunternehmens ausführlicher eingegangen werden.

Eine wesentliche Aussage in der Equity Story ist eine schlüssige Darlegung des künftigen Finanzierungsbedarfs bzw. der sich daraus ableitenden Verwendung des Emissionserlöses. Hierfür ist eine mehrjährige, integrierte Finanzplanung aufzustellen, in denen geplante Projekte zu berücksichtigen sind. Der ggf. entstehende Finanzierungsbedarf liefert einen Anhaltspunkt, über welche Transaktionskasse die SPAC verfügen sollte. Im Idealfall entspricht der mittelfristige Finanzierungsbedarf der SPAC-Kasse. Darüber hinaus ist noch der PIPE-Erlös in der Kalkulation zu berücksichtigen, der das Risiko des Rückgaberechts der SPAC-Aktionäre kompensieren soll. Die bisher angekündigten und abgeschlossenen Transaktionen mit deutschen Zielunternehmen hatten eine PIPE-Finanzierung, die durchschnittlich 68% der SPAC-Kasse entspricht. In der Realität wird jedoch der Finanzierungsbedarf über und unter der Transaktionskasse liegen, die ein potenzieller SPAC-Kandidat aufweist. Eine Unterkapitalisierung kann durch das PIPE kompensiert werden, indem eine breitere Investorenbasis angesprochen wird oder sich der Sponsor im PIPE sowie in späteren Kapitalmaßnahmen verpflichtet. Eine Überkapitalisierung, bei der der Finanzierungsbedarf deutlich unter der SPAC-Kasse liegt, wird zur Ablehnung durch den SPAC-Kandidaten führen, wenn es sich um cashflownegative Zielunternehmen handelt oder eine Umplatzierung der Altgesellschafter ausgeschlossen ist. Für Familienunternehmen stellt sich in dieser Konstellation die Frage nach der Sinnhaftigkeit, da diese Transaktion zu einer unnötigen Verwässerung führen würde. Anders sieht die Situation bei cashflowstarken Finanzplanungen aus: Hier ist es durchaus von den SPAC-Aktionären gewollt, dass ein Teil der SPAC-Kasse für den Erwerb

von Anteilen der Altaktionäre verwendet wird. Ein Beispiel hierfür ist die Verschmelzung zwischen Boxine und 468 SPAC I, bei der nur ca. 60% der Gesellschafteranteile in die SPAC eingebracht werden und der verbleibende Teil später aus der SPAC-Kasse erworben werden kann.<sup>10</sup> Für die Familiengesellschafter ist die Frage zu beantworten, ob eine Umplatzierung infrage kommt und, falls dem so ist, bis zu welchem Grad. In der Regel wird die einfache Mehrheit als unterste Grenze akzeptiert, wobei ein geringerer Anteil den Mehrheitseinfluss auf der öffentlichen Gesellschafterversammlung sicherstellen kann. Da die Beschlüsse öffentlicher Hauptversammlungen i.d.R. nur das vertretende Kapital berücksichtigen und üblicherweise der Streubesitz unter 50% vertreten ist, können Anteilsgrößen bis 30% für Mehrheitsbeschlüsse genügen.

Der SPAC-Sponsor hat einen großen Einfluss auf den Erfolg der Verschmelzung. Er nimmt auch nach der Verschmelzung eine wichtige Rolle ein: Zum einen bringt er sein Netzwerk von neuen Investoren in die Transaktion ein, die im Rahmen des PIPE mitinvestieren; zum anderen soll er sein Industrienetzwerk und Branchen-Know-how für die operative Weiterentwicklung des Zielunternehmens zur Verfügung stellen. Seitens der Investoren ist es daher gewollt, dass der Sponsor längerfristig in der Gesellschaft sowohl als Anteilseigner als auch als Mitglied im Aufsichtsrat bzw. im Verwaltungsrat erhalten bleibt. Für Familienunternehmen bedeutet dies, dass der Sponsor ein Mitspracherecht im Aufsichtsrat bzw. im Verwaltungsrat anstrebt. Hier wird er vor allem eine überwachende und beratende Funktion einnehmen wollen, die dem klassischen Aufsichtsrat entspricht. Grundsätzlich wird der Sponsor Einfluss auf die künftige Corporate-Governance-Struktur des gemeinsamen Unternehmens nehmen wollen und auch müssen, da das SPAC-Vehikel an die Regeln der jeweiligen Börse und die Kapitalmarktgesetze des jeweiligen Landes gebunden ist. Das Zielunternehmen wird sich dem unterordnen müssen. Dennoch bestehen innerhalb dieser Regelungen zahlreiche Freiheitsgrade, die es mit dem Sponsor zu verhandeln gilt. Ein Familienunternehmen, das in einer deutschen Rechtsform firmiert, wird sich in eine ausländische Rechtsform umwandeln müssen, da die SPAC-üblichen Kapitalstrukturen im deutschen Aktiengesetz nicht vorgesehen sind.<sup>11</sup> Dazu zählen u.a. die Ausgabe von Optionsscheinen und stimmrechtslosen Aktien ohne Dividendenanspruch oder ein über die 10% des Grundkapitals hinausgehender Bezugsrechtsabschluss für Finanzierungen oder Managementbeteiligung. In der Praxis finden sich bei den Zielgesellschaften entweder die Holländische oder Luxemburger N.V. bzw. S.E.<sup>12</sup> Beide Vehikel sind sehr flexibel in der Gestaltung ihrer Kapi- ➤

<sup>10</sup> Vgl. Einladungsunterlagen für die 468 SPAC I-Hauptversammlung vom 15. Oktober 2021.

<sup>11</sup> Vgl. Blättchen/Nespethal (2021): „Ist das deutsche Aktienrecht für Biotechnologieunternehmen noch zeitgemäß?“ In: GoingPublic Magazin, 06/2021, S. 18–19.

<sup>12</sup> HomeToGo wählte die luxemburgische Variante der europäischen Aktiengesellschaft (S.E.). Immatix hat die niederländische N.V. gewählt.

talien und erlauben eine dualistische und monistische Organstruktur. Die duale Struktur entspricht der deutschen Tradition, zwischen Aufsichtsrat und Vorstand zu trennen, in der dem Vorstand eine starke unabhängige Stellung in der Unternehmensführung eingeräumt wird. Die monistische Organstruktur erlaubt es, angelsächsische Gepflogenheiten in der Corporate Governance abzubilden.<sup>13</sup> Für familiengeführte Unternehmen kann eine monistische Struktur durchaus attraktiv sein, um als Verwaltungsratsmitglied Weisungsrechte gegenüber dem Geschäftsführungsteam sicherzustellen.<sup>14</sup> Die Rechtsformumwandlung wird üblicherweise durch Gründung einer Holdinggesellschaft in der obengenannten Rechtsform erfolgen, indem zunächst die Anteile der deutschen, operativen Zielgesellschaft und anschließend die der SPAC-Aktionäre eingebracht werden. Sollte das SPAC-Vehikel an einer ausländischen Börse notieren (NASDAQ, Euronext), so hat die Zielgesellschaft drei Rechtsräume zu beachten, was zu einer erhöhten Komplexität und Aufwand in der Verwaltung führt. Im Falle einer NASDAQ-Notierung sind das US-Kapitalmarktrecht (SEC Rules und NASDAQ Rules) zu beachten und das Reporting hat nach PCAOB-Standards zu erfolgen, wobei die Holding selbst nach den nationalen Rechnungslegungsstandards (Niederlande oder Luxemburg) zu prüfen ist. Außerdem hat die deutsche Zielgesellschaft weiterhin ihren Einzelabschluss nach HGB-Vorschriften zu erstellen. Darüber hinaus muss die Holding die Corporate-Governance-Richtlinien des jeweiligen Landes neben denen des Börsenplatzes (z.B. NASDAQ Corporate Governance Rules für „Foreign Private Issuers“) beachten. So ist das Einrichten eines Nominierungs- und Vergütungsausschusses, eines Prüfungsausschusses bei der NASDAQ und NYSE obligatorisch, die zwölf Monate nach Listing zu 100% aus unabhängigen<sup>15</sup> Mitgliedern bestehen müssen. In einer monistischen Struktur muss die Mehrheit der Mitglieder unabhängig sein. Beim dualen System ist aufgrund der strukturellen Trennung beider Organe der Aufsichtsrat nach US-Rechtsverständnis grundsätzlich unabhängig, da er kein Weisungsrecht gegenüber dem Vorstand hat. Ebenso sind die Compliance-Anforderungen (interne Kontrollen, SOX) nicht zu unterschätzen, auch wenn für kleinere Emittenten eine fünfjährige Befreiung existiert.<sup>16</sup> Einfacher gestaltet sich

das Listing an einer deutschen Börse, sofern das SPAC-Vehikel dort notiert. Das deutsche Kapitalmarktrecht und die Vorschriften der deutschen Börse würden in diesem Fall greifen und sind für heimische Emittenten weniger aufwendig in der Administration. Der jeweilige ausländische Rechtsrahmen muss aber weiterhin für die Holding beachtet werden.

## VI. Fazit

Über 500 SPACs mit einer Kasse von über 140 Mrd. USD suchen derzeit ein passendes Ziel. Darunter finden sich zunehmend SPACs, die an einer europäischen und sogar an der deutschen Börse gelistet sind. Die meisten notieren jedoch an den US-Börsen. Für Familienunternehmen kann ein Börsengang über ein SPAC-Vehikel durchaus interessant sein, da er gegenüber dem klassischen IPO Vorteile bietet. Eine Entscheidung, diesen Weg zu gehen, muss gut überlegt und vorbereitet werden. Bei der Auswahl des passenden Kandidaten sind vor allem drei Fragen zu beantworten: i) Über welche Transaktionskasse soll eine SPAC verfügen? ii) Was soll der Sponsor mitbringen? iii) Wie soll die künftige Organstruktur im Unternehmen aussehen? Wird ein passender Kandidat gefunden, kann die Umsetzung des Börsengangs durch die Verschmelzung mit der SPAC mit einem erfahrenen Projektteam in ca. sieben Monaten gelingen. ◆



**Prof. Dr. Wolfgang Blättchen** ist geschäftsführender Gesellschafter bei der Blättchen Financial Advisory GmbH.

**Uwe Nespethal** ist geschäftsführender Gesellschafter bei der Blättchen Financial Advisory GmbH.

## KEYWORDS

IPO • SPAC • Kapitalmarkt • Familienunternehmen • Corporate Governance

<sup>13</sup> Siehe auch FuS, 02/2011, S. 51–57.

<sup>14</sup> Beispielsweise Ottobock SE & Co. KGaA sowie vgl. FuS, 04/2018, S. 118–122.

<sup>15</sup> Die NASDAQ und NYSE definieren „Abhängigkeit“, wenn eine Person wesentliche Transaktionen mit dem Unternehmen durchführt oder operative Geschäftsbeziehungen hat. S. dazu NASDAQ Rule Series 5600 sowie NYSE Listed Company Manual – 303A.02 Independence Tests.

<sup>16</sup> Siehe dazu: [www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-10](http://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-10).