Hochschule Konstanz
Fakultät Wirtschafts-, Kultur- und Rechtswissenschaften

DIE KONSTANZER BWL

Masterthesis: Special Purpose Acquisition Companies – Analyse und kritische Würdigung

Masterstudiengang: Unternehmensführung (BWM)

Verfasser: Leonard Boll

Betreuer: Prof. Dr. Andreas Bertsch

Abgabedatum: 30.05.2022

Praxis ☐ **Theorie** ☒

Ausgangslage und Problemstellung

Ein Special Purpose Acquisition Company (SPAC) ist ein Mantelunternehmen, welches keine eigene Geschäftstätigkeit aufweist, aber bereits einen IPO vollzogen hat und dadurch Kapital und eine Börsennotierung besitzt. Mit dem Kapital aus dem Börsengang wird anschließend ein noch nicht öffentliches Unternehmen akquiriert.
Für ein solches Zielunternehmen bildet ein SPAC eine Alternative zum traditionellen IPO, um eine Börsennotierung zu erlangen. Als Vorteile werden dabei unter anderem die höhere Planungs- und Umsetzungssicherheit sowie ein verkürzter Prozess aufgeführt. Für einen SPAC-Gründer ist dies Konstrukt äußert lukrativ, denn dieser investiert bei der Gründung nur einen Nominalbetrag und hält mit Abschluss des IPOs üblicherweise 20% der SPAC-Anteile.
Der Börsengang mittels SPACs erfreut sich in der derzeitigen Marktsituation großer Beliebtheit. Im Jahr 2020 sammelten über 200 SPACs in den Vereinigten Staaten Kapital von mehr als 75 Milliarden USD von Investoren ein. Im ersten Halbjahr 2021 waren es bereits über 300 SPACs. Dabei sind nicht nur etablierte Institutionen wie Großbanken oder Private Equity Fonds involviert, sondern auch Akteure, die ihren Ursprung nicht in der Finanzbranche haben. Anekdotische Beispiele sind unter anderem der Basketballspieler Shaquille O Neal, welcher als Berater aktiv ist, und Footballspieler Colin Kaepernick, welcher ein SPAC gegründet hat.
Eine dynamische Situation am SPAC-Markt mit einem ausgeprägten Volumenwachstum, welche dabei nicht nur das Interesse einer Nische im Finanzmarkt bedient, sondern über die Branchengrenzen hinaus auf Engagement und Involvement stößt, lässt Assoziation mit historischen Blasenbildungen am Kapitalmarkt aufkommen. Darüber hinaus sah sich die United States Securities and Exchange Commission in der Pflicht, eine Warnung an Investoren zu veröffentlichen.

Die zuletzt veröffentlichten Arbeiten zum Thema SPACs befassen sich überwiegend mit spezifischen Phänomenen und Teilaspekten dieser. Die Arbeit strebt die Einordnung in ein Gesamtbild an. Das Ziel der Arbeit bildet die Beantwortung von zwei Forschungsfragen:
- Was zeichnet einen Börsengang mittels SPACs aus?
- Wie ist die aktuelle Situation von SPACs am Kapitalmarkt?

Im Zuge dessen wird beurteilt, inwiefern eine nachhaltige Entwicklung dieses Kapitalmarkt-Konstrukts zu erkennen ist.

Lösungsansätze

Die Arbeit gliedert sich in vier Teile. Zu Beginn erfolgt die Skizzierung eines SPACs, bei der dessen Lebenszyklus herausgearbeitet wird. Darüber hinaus wird die Historie von SPACs dargelegt. Ziel ist es, dem Leser einen generellen Überblick und Verständnis zu verschaffen.
Der zweite Teil widmet sich der Beantwortung der ersten Forschungsfrage. Die Forschungsfrage impliziert zwei, zu unterschiedlichen Zeitpunkten durchgeführte, Börsengänge – zum einen der Börsengang des SPAC selbst und zum anderen der Börsengang mittels eines SPACs, durchgeführt von einem nicht öffentlich notierten Unternehmen. Dazu werden die herausgearbeiteten einzelnen Phasen eines SPACs spezifisch beleuchtet und unter Berücksichtigung aktueller Studienerkenntnisse eingeordnet. Die Phasen umfassen die Gründung, den Börsengang und die Zielunternehmenssuche sowie den De-SPAC-Prozess.
Dieser Teil schließt mit zwei Diskussionen – einerseits der Betrachtung von SPACs aus den unterschiedlichen Sichtweisen der beteiligten Akteure und andererseits der Diskussion aus einer funktionalen Perspektive. Die funktionale Perspektive umfasst die Bereiche Recht, Prozess – Gegenüberstellung von traditionellem Vorgehen zu jeweiligen SPAC-Phasen – und Bilanzierung. Die Informationsgrundlage wird mittels einer Sekundärforschung in Form eines Literaturstudiums gewonnen.
Im dritten Teil dieser Arbeit wird sich der Diskussion der zweiten Forschungsfrage gewidmet und dazu aktuelle Daten zu SPACs am Kapitalmarkt ausgewertet. Dazu werden Daten der spactrack.io Datenbank empirisch untersucht, welche sich auf die Aggregation von SPAC-Daten spezialisiert hat. Die Validierung dieser Daten erfolgt mittels einer kritischen Würdigung und Diskussion. Der vorhandene Datensatz beschränkt sich auf Pre-IPO und aktive SPACs zwischen 2020 und 2022, weshalb sich die historische Entwicklung und langfristigen Trends nicht untersuchen und ableiten lassen. Folglich wird mit dem vorhanden Datensatz eine Status-Quo Analyse der SPACs am Kapitalmarkt durchgeführt, wobei sich diese auf deskriptive Methoden fokussiert.
Im vierten Teil wird ein Fazit gezogen und beurteilt, inwiefern eine nachhaltige Entwicklung der SPACs erkennbar ist. Dabei werden zusätzlich Limitationen der Arbeit und erkanntes Forschungspotenzial herausgestellt.

Masterthesis: Special Purpose Acquisition Companies – Analyse und kritische Würdigung

Ergebnisse

Aus einer rechtlichen Perspektive sind SPACs in Deutschland nur äußerst eingeschränkt möglich, wodurch bis dato kein SPAC als AG existiert. Aus der Prozessperspektive grenzt sich ein SPAC nur geringfügig vom jeweiligen Referenzverfahren ab. Die Unterschiede sind primär in zeitlichen Verschiebungen, erhöhtem Druck und die mögliche Termination des SPACs beim Scheitern zu verorten. Aus der Bilanzperspektive ist ein SPAC von einer Vielzahl von Einzelfallentscheidungen und Ermessensspielräumen geprägt, welche teilweise am Scheitelpunkt der Auslegung stehen.
Durch die unterschiedlichen Sichtweisen von Sponsoren, Zielunternehmen und Investoren auf ein SPAC wurde eine ausgeprägte Heterogenität der Interessen erkannt. Während Sponsoren zwingend den Sponsor Promote erzielen möchten, hat das Zielunternehmen viele Gestaltungsräume zu seinen Gunsten. Aktuell geht die Durchsetzung dieser Interessen zu Lasten der Investoren, welche durch Verwässerungseffekte und schlechter Rendite das Nachsehen haben.
Die Analyse der aktuellen Situation zeichnet sich durch eine Suche und Gestaltung der Übernahme in Form von PIPE-Deals aus. Zusätzlich wurde herausgearbeitet, dass SPAC-IPO-Anzahl und -Volumen sich dem 2020er Frühjahrsniveau annähern und damit rückläufig sind.
Der Blick auf die nachhaltige Entwicklung ist durch ein Konstrukt gezeichnet, welches für die Realisierung von hohen Renditen der SPAC-Sponsoren entwickelt wurde. Allerdings werden den Zielunternehmen mannigfaltige Gestaltungmöglichkeiten geboten, damit eine Transaktion und öffentliche Notierung in deren Sinne durchgeführt werden können. Auch IPO-Investoren erhalten Rendite-Chancen durch die Zugabe von Optionsscheinen. Dem gegenüber stehen jedoch Rendite- und Gestaltungsmöglichkeiten zu Lasten von Investoren, die ihre Anteile nicht zurückgeben oder nach der Business Combination investierten. Dies liegt vielfach in der negativen Rendite begründet, welche eine Post-Transaktionsgesellschaft an den Börsen erzielt. Zudem werden SPACs durch die aktuelle Marktsituation, wie den Unsicherheiten durch Covid-19 und niedrigen Zinsen, begünstigt. Es ist davon auszugehen, dass zukünftig, aufgrund der erwartbaren abnehmenden Bereitschaft von Investoren, nachteilige Business Combinations zu finanzieren, der SPAC-Boom weiter abflachen wird. Darüber hinaus existieren sowohl in Europa als auch den Vereinigten Staaten regulatorische Unsicherheiten, insbesondere im Hinblick auf die Rechnungslegung.

Fazit und Ausblick

Aus dem Ergebnis ist abzuleiten, dass sich SPACs an einem Scheidepunkt zwischen der 3. und einer 4. SPAC-Generation befinden. SPACs könnten bspw. mit verschärften Regelungen für die beteiligten Akteure langfristiger, ökonomischer und in aller Interesse gestaltet werden. Insbesondere der der Zielkonflikt zwischen der Realisierung des Sponsor Promotes, der angestrebten vorteilhaften Bewertung durch das Zielunternehmen und den Rendite-Erwartungen der Investoren gilt es zu minimieren.
Eine eigene Prognose geht daher von einer 4. Generation SPAC aus, welche stärker (selbst-)reguliert ist und zielgerichteter eingesetzt wird. Diese These bietet einen Ansatzpunkt für eine zukünftige ex-post Betrachtung.

Zur Einordnung der Erkenntnisse gilt es die Ergebnisse sowie die Arbeit an sich kritisch zu würdigen und erkannten Bedarf an (empirischen) Arbeiten darzulegen. So ist als wesentliche Einschränkung der Arbeit die gewählte Betrachtungshöhe anzubringen, welche ausschließlich allgemeine Aussagen zu SPACs zulässt. Allerdings sind SPACs durch ihre Individualität geprägt, sodass getroffene Aussagen nicht zwingend auf jedes SPAC zutreffen. Zudem wurde sich aufgrund der gewählten Methode und dem gewählten Schwerpunkt der Ausarbeitung in der Analyse des Datensatzes auf Zustandsbeschreibungen beschränkt.
Ein Bedarf an weiteren Forschungsarbeiten wurde im Zuge der Arbeit im Bereich der PIPE-Investoren erkannt. Insbesondere aufgrund ihrer hohen Relevanz für die Durchführbarkeit von SPAC-Transaktionen sind weitere Untersuchungen empfehlenswert, welche eine erweiterte Betrachtungsweise auf SPACs ermöglichen. Darüber hinaus bietet die Rechnungslegung von SPACs aufgrund der zunehmenden Bedeutsamkeit und aufkommenden Anwendungsfällen Potenzial für einen weiteren Diskurs.

Abschließend gilt es für diese Arbeit zu konstatieren, dass es sich bei der aktuellen Situation am SPAC-Markt nicht um eine nachhaltige Entwicklung handelt und die in der Einleitung aufgezeigte Blasengefahr real ist. Jedoch bringt ein SPAC Vorteile, wie die hohe Planungssicherheit und Flexibilität mit, und wird sich in einer noch offenen Ausgestaltung weiter etablieren. Das Zitat von Greenspan (2021, o. S.) in Anlehnung an die Band Dire Straits beschreibt das SPAC-Konzept weiterhin treffend: “Money for nothing, Shares for free“.