

PwC Financial Services*

Banken · Fonds · Real Estate · Versicherungen

Ausgabe 52, Mai 2009

Private Equity 2.0 – Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)



*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Private Equity 2.0 – Special Purpose Acquisition Companies

Die Private Equity Branche ist nicht nur von der Finanzkrise betroffen, sondern hat auch mit Imageschäden zu kämpfen. Viele Marktteilnehmer fordern härtere Regeln für Private Equity. Auf einer Sonderkonferenz der Europäischen Kommission im Februar dieses Jahres bekamen Vertreter der Private Equities die Kritik zu hören, dass sie nicht in der Lage seien sich durch Mechanismen wie einem „code of conduct“ selbst zu regulieren. Hauptkritikpunkte waren mangelnde Transparenz und schlechte Kommunikation mit ihren Stakeholdern. Der hohe Mittelabfluss im Jahr 2007 zeigt, dass der Markt sensibel reagiert.

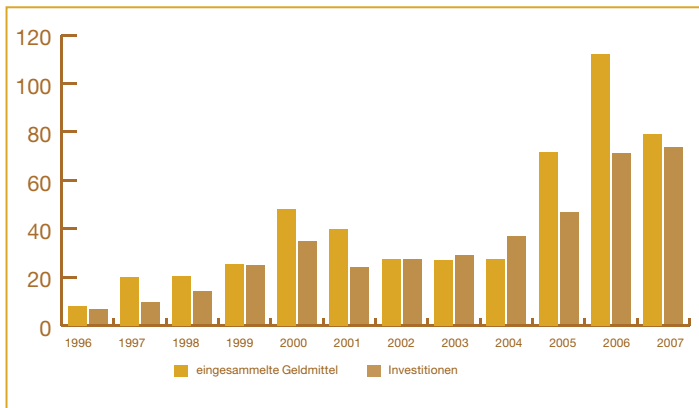


Abbildung 1: Entwicklung von Private Equity in Europa (in Mrd. €)
Quelle: Wirtschaftsblatt

Ein Ausweg aus dieser prekären Situation bieten so genannte Special Purpose Acquisition Companies (SPACs). Deren Geschäftsmodell ähnelt dem der Private Equity Firmen. Sie haben das Ziel ein privates Unternehmen (Target) in ihr Portfolio aufzunehmen und durch Kapital und Management-Know-How die Performance des Targets zu steigern. Der Unterschied zu Private Equity: SPACs unterliegen – und das bereits vor Akquisition des Targets – der Börsenaufsicht und bieten daher mehr Transparenz für Stakeholder. Experten sprechen auch von einer „clean structure“, die SPACs interessant macht.

Ihre Bedeutung nimmt seit 2003, dem Geburtsjahr der ersten SPACs, immer mehr zu. Kumuliert beträgt das Emissionsvolumen – so genannte Initial Public Offerings (IPOs) – mittels SPACs im Zeitraum von 2003 bis 2007 USD 21 Mrd. Dabei wuchs nicht nur die Anzahl der Emissionen sondern auch das durchschnittliche Emissionsvolumen rasant.

Im deutschsprachigen Raum wurden SPACs bisher noch nicht so häufig eingesetzt. Am 21. Juli 2008 erfolgte der Börsengang des ersten deutschen SPACs. Die „Germany1 Acquisition Limited“ (Deutsche Bank) ist an der Euronext in Amsterdam gelistet. Sie ist die erste SPAC mit Fokus auf den deutschsprachigen Raum. Bei der Emission der Germany1 wurde ein Volumen von 275 Mio. EUR platziert.

Die „Germany1“ hat das Ziel, ein privates Unternehmen im deutschsprachigen Raum zu übernehmen (Deutschland, Österreich und Schweiz). Laut Emissionsprospekt gibt es keine Einschränkung auf eine bestimmte Branche. Kriterien für den „take-over“ sind lediglich ein hoher Free Cash Flow, ein erfahrenes Management und eine diversifizierte Kunden- und Lieferantstruktur.

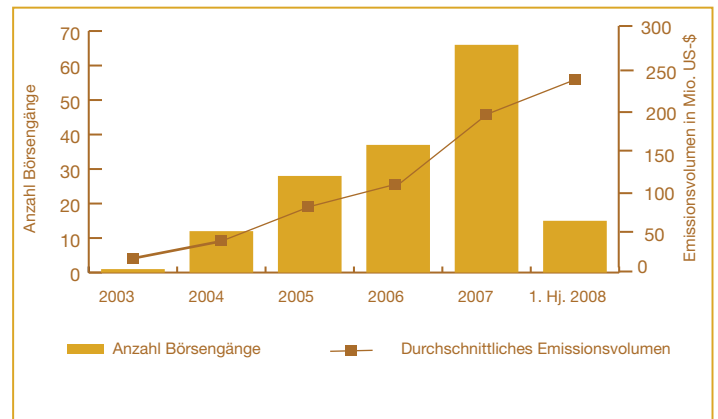


Abbildung 2: SPAC- Börsengänge in den USA
Quelle: SPAC Analytics (Stand/2008)

In Abb. 2 ist die Entwicklung der SPACs in den USA abgebildet. Während es 2003 nur eine Emission gab, waren es 2007 bereits 66. Wurden in 2004 durchschnittlich USD 50 Mio. platziert, so waren es 2006 fast schon USD 300 Mio.

Entwickelt sich dieser Trend gleichermaßen in Österreich bzw. Europa, so entstände für heimische Banken und Investmentfonds ein attraktiver neuer Markt. Dabei bieten sich verschiedene erweiterte Geschäftsfelder an:

- Banken könnten Börsengänge von heimischen SPACs begleiten und den stagnierenden österreichischen IPO Markt beleben. „SPAC-Spezialisten“ könnten potenziellen Initiatoren bei allen Fragestellungen rund um einer SPAC Emission unterstützen. Dazu zählen unternehmensrechtliche Themen bis hin zur Bereitstellung von Treuhandkonten.
- Da SPACs einem Lebenszyklus von maximal 24 Monaten unterliegen, steht das Management unter einem enormen Zeitdruck ein geeignetes Target zu identifizieren. M&A Abteilungen von Banken könnten dem Management helfen ein geeignetes Target zu identifizieren.
- Ist ein Target identifiziert, so muss es bewertet werden um einen adäquaten Preis zu bestimmen. Das Management benötigt dafür externe Hilfe. Investmentbanken bestimmen mittels so genannter „Due Diligence“ einen adäquaten Preis und ermitteln Chancen und Risiken.
- Banken und Investmentfonds könnten als Initiatoren von SPACs am Markt auftreten und somit ihr Produktportfolio zu Gunsten ihrer Kunden erweitern. Durch SPACs können Banken Kunden gewinnen die eine Affinität zu Private Equity aufweisen und mehr Mitsprache bei Übernahmen wünschen. Dem Initiator einer SPAC bietet sich die Möglichkeit eines attraktiven Returns on Investments (ROI).
- Investmentfonds können wegen der Börsennotierung leichter in SPACs investieren als in klassisches Private Equity, da ein höherer Grad an Fungibilität erreicht werden kann.

Typische Struktur von SPACs

Doch was genau sind SPACs und wie funktioniert ihr Business Modell? SPACs sind börsennotierte Unternehmenshüllen ohne

operative Tätigkeit. Ziel einer solchen Unternehmenshülle ist es, innerhalb einer festgesetzten Zeit, meist zwischen 18 bis 24 Monaten nach dem Börsengang, eine Unternehmensakquisition zu tätigen. Der Fokus liegt hier meist bei Mittelstandsunternehmen (SMEs) die sich im Privatbesitz befinden. Dazu zählen z.B. etablierte Familienunternehmen bis hin zu innovativen Start-ups. Diese Unternehmen profitieren im Fall einer Übernahme vom Erfahrungsschatz des Managements, sparen den aufwendigen Weg eines herkömmlichen Börsengangs und bekommen damit rasch Zugang zu liquiden Mitteln.

Anders als bei herkömmlichen IPOs, bestimmt sich der Emissionspreis einer SPAC-Aktie nicht nach dem Prinzip des Angebots und der Nachfrage. Der Preis einer SPAC-Aktie wird vielmehr vom Management bestimmt und liegt in der Regel zwischen 5 und 10 USD. Da die SPAC zu diesem Zeitpunkt keiner operativen Tätigkeit nachgeht und keine Assets besitzt (außer dem Emissionserlös im „blind pool“), unterliegt der Kurs keiner Volatilität. Erst wenn ein Unternehmen übernommen wird und in die Hülle schlüpft unterliegt der Kurs entsprechenden Schwankungen.

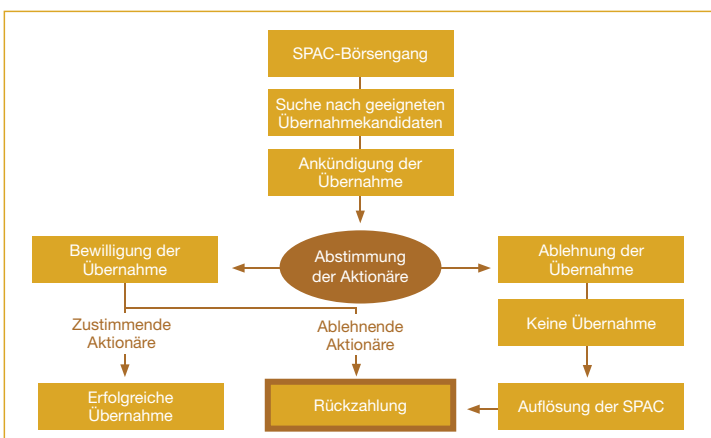
Der Investor erwirbt so genannte „Units“. Eine „Unit“ besteht aus einer Aktie und einem Optionsschein. Der Inhaber wird durch den Optionsschein zum Kauf einer weiteren Aktie berechtigt, deren Kaufpreis meist 25% unter dem Basispreis liegt. Die Mittel, die dem SPAC bei ihrem IPO zufließen, werden auf ein Treuhandkonto geparkt und vergleichbar moderat verzinst.

Zum Zeitpunkt der Emission wissen die Anteilseigner somit nicht in welches Unternehmen sie ihr Geld investieren. Anders formuliert, unterzeichnen Investoren einer SPAC einen Blanko Check an das Management. Durch diese Charakteristika sind SPACs auch als „Blanko Check Companies“ bekannt.

Identifikation eines Target-Unternehmens

Das Management ist nach erfolgreicher Emission bestrebt einen möglichen Übernahme Kandidaten zu identifizieren. Für diese Identifikation gilt eine Frist von maximal 24 Monaten nach dem Börsengang bevor die SPAC liquidiert werden muss. Ist ein möglicher Übernahmekandidat gefunden, so ist eine Absichtserklärung vom Management an die Anteilseigner abzugeben.

Abbildung 3: Typische Struktur einer SPAC



Besonderes Mitspracherecht der Anteilseigner

SPACs bieten ihren Anlegern ein besonderes Mitspracherecht. Findet das Management einer SPAC einen Kandidaten für eine Übernahme, so wird eine beschlussfähige Gesellschafterversammlung einberufen um über die Übernahme abzustimmen. Dies bietet für aktive Anleger einen besonderen Schutz und erklärt auch den hohen Zulauf an Einlagen in SPACs. In der Gesellschafterversammlung gibt es drei mögliche Szenarien die im Folgenden erläutert werden:

- Lehnen mehr als 20% der Anteilseigner die Übernahme ab und fordern ihre Einlagen zurück, findet die Akquisition nicht statt und die SPAC wird aufgelöst.
- Tritt der Fall ein, dass mehr als 20% eine Übernahme ablehnen, allerdings nicht ihre Einlagen zurückfordern, sucht das Management im Rahmen der gegebenen Frist nach weiteren Übernahmekandidaten. Verstreicht die 24-monatige Frist ohne dass ein geeignetes Unternehmen gefunden wurde, wird die SPAC aufgelöst und die Anteilseigner erhalten ihre Einlagen zurück.
- Stimmt die Mehrheit (80%) der Anteilseigner der Übernahme zu, erhält das Management Zugang zum Treuhandkonto und kann die Übernahme vollziehen. Aus diesem Treuhandguthaben wird einerseits die Akquisition finanziert und andererseits jene Anteilseigner, die einer Übernahme negativ gegenüber stehen bedient. Sie erhalten ihre Einlagen (abzüglich Kosten plus Zinsen) zurück.

Vergütung des Managements

Das Management bei einem SPAC erhält keine gewöhnlichen Bezüge, wie z.B. Vorstandsvorsitzende einer Aktiengesellschaft. Sie haben das Recht, 20% des Eigenkapitals zu einem nominalen Betrag, (z.B. 25 000 Dollar) vor dem Initial Public Offering zu erwerben („Sponsors Promote“). In einer Studie der Eric Sprott School of Business, Carleton University, wurde anhand quantitativer Methoden berechnet, welche durchschnittliche Rendite das Management bzw. Initiatoren einer SPAC erzielen. Sie untersuchten im Jahr 2007 24 SPACs die an die Börse gegangen sind. In dieser Stichprobe entdeckten sie, dass das Management im Durchschnitt eine „Unit“ für 1,4 Cent bezog wohingegen andere Shareholder im Durchschnitt USD 5,25 zahlten.

SPACs haben durchaus das Potenzial auch hierzulande ein Erfolg zu werden. Der Börsengang der „Germany 1“ bestätigt das der europäische Markt reif für diese Anlageform ist. Initiatoren haben sehr gute Renditechancen, da viele Unternehmen, als Folge der Krise unterbewertet sind. Auch für Investoren bieten SPACs einen hohen Grad an Transparenz. Sie entsprechen somit einer typischen Win-Win-Situation für beide Seiten. Makroökonomisch betrachtet können SPACs Mittelstandsunternehmen mit frischem Kapital versorgen und somit eine Basis für volkswirtschaftliches Wachstum bilden.



Zum Autor

Mataza Golzari

Mataza Golzari ist seit Februar 2009 bei PwC PricewaterhouseCoopers im Bereich Financial Services tätig. Er studiert Internationales Management und Außenwirtschaft an der Hochschule für angewandte Wissenschaften in Hamburg.

Zuvor arbeitete Mataza Golzari als Analyst im Investment Research in New Delhi und partizipierte dort in zahlreichen Projekten im Investment Banking. Zu seinem Aufgabenbereich zählte u. a. die Identifikation von Übernahmekandidaten für Investmentbanken. Als Assistent der Regionalleitung der Commerzbank AG in Hamburg hat er erste Erfahrungen im strategischen Management vorzuweisen.

Zu seinem Spezialgebiet gehören Emerging Markets und Finanzvehikel im Investment Banking. Er verfasste diverse wissenschaftliche Arbeiten, zuletzt über Asset Backed Securities.

Tipps

Nützliche Links

Information zu SPACs
<http://www.spacanalytics.com/>

Artikel im Manager Magazin:
„Private Equity 2.0“
<http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,558527,00.html>

Stefan Lewellen, Yale School of Management:
„SPACs an Asset Class“
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999
(Download)

Germany1 Acquisition Limited
<http://www.gal1.de/contact.php>

www.pwc.at

Medieninhaber und Herausgeber: PwC PricewaterhouseCoopers, Erdbergstraße 200, 1030 Wien

Für den Inhalt verantwortlich: Mag. Andrea Cerne-Stark, andrea.cerne-stark@at.pwc.com

Für Änderungen der Zustellung verantwortlich: Lucija Dzojic, lucija.dzojic@at.pwc.com, Tel.: 01/501 88-3602, Fax: 01/501 88-648

Der Inhalt dieses Newsletters wurde sorgfältig ausgearbeitet. Er enthält jedoch lediglich allgemeine Informationen und spiegelt die persönliche Meinung des Autors wider, daher kann er eine individuelle Beratung im Einzelfall nicht ersetzen. PwC übernimmt keine Haftung und Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der enthaltenden Informationen und weist darauf hin, dass der Newsletter nicht als Entscheidungsgrundlage für konkrete Sachverhalte geeignet ist. PwC lehnt daher den Ersatz von Schäden welcher Art auch immer, die aus der Verwendung dieser Informationen resultieren, ab.



Zum Autor

Thomas Strobach

Mag. Thomas Strobach ist Steuerberater und seit 1992 bei PwC PricewaterhouseCoopers – seit Juli 2008 als Partner – tätig. Er leitet bei PwC im Bereich Steuern das Gebiet Banking & Capital Markets, sowie gesamthaft den Bereich Investment Management. Thomas Strobach hat Betriebswirtschaftslehre an der WU Wien abgeschlossen und verfügt über mehr als 16 Jahre Erfahrung im Bereich Financial Services und Banken.

Seine Spezialgebiete umfassen die steuerliche Beratung von Banken und Investmentfonds, steuerliche Due Diligence von Finanzdienstleistern, Risikomanagement im Bereich Steuern, die Besteuerung von klassischen Kapitalanlagen, strukturierten Produkten und Alternative Investments.

Weiters ist Thomas Strobach Vortragender auf Seminaren und Autor zu zahlreichen Themen im Bereich Financial Services. Er ist Mitglied in Fachgremien und Interessensvertretungen wie z.B. dem Fachsenat für Steuern der Kammer der Wirtschaftstreuhänder.

Themenvorschau

Thema der nächsten Ausgabe
Versicherungssteuerpflicht in Österreich bei Konzernversicherungen und Montageversicherungen

In letzter Zeit hat das Finanzamt für Gebühren und Verkehrssteuern in Wien vermehrt Ersuchen um Ergänzungen an österreichische Konzernunternehmen versendet, mittels derer vor allem auch (versicherungssteuerpflichtige) Konzernversicherungsverträge identifiziert werden sollen. Der Artikel beschäftigt sich mit der Beurteilung der Versicherungssteuerpflicht in Österreich bei Konzernversicherungen sowie Montageversicherungen im Zusammenhang mit Auslandstatbeständen. Weiters werden künftige Änderungen durch das Abgabenänderungsgesetz 2009 dargestellt.