

Handel an der SIX zulassen

Von Christian Koller

Im vergangenen Jahr wurden in den USA rund 27% aller Börsengänge (IPO) von Special Purpose Acquisition Companies, einprägsam Spac, bestritten. Erste Schaumkronen der Welle einer neuen Anlageform sind zwischenzeitlich auch in Kontinentaleuropa angelangt. So ging am 21. Juli in Amsterdam die Germany1 Acquisition Limited mit einem Emissionsvolumen von 250 Mio. € an die Börse (vgl. FuW Nr. 58 vom 23. Juli). Bisher wurden in der Schweiz keine Spac kotiert. Trotz derzeit widrigem Börsenumfeld ist dies Grund genug zu prüfen, ob diese Anlagevehikel in der Schweiz inkorporiert und/oder ihre Aktien zum Handel an der SIX Swiss Exchange zugelassen werden könnten.

Spac sind sogenannte leere Mantelgesellschaften (Blank Check Companies), deren Geschäftsplan in der Aufnahme von Eigenkapital besteht, um dieses in einem vorgegebenen Zeitraum – allenfalls mit Leverage – für die Fusion mit oder die Akquisition einer operativen Gesellschaft zu verwenden. Da sie in den USA in ihrer Ausprägung als Penny Stock Companies zuweilen in betrügerischer Absicht aufgesetzt wurden, erliess die US-Finanzmarktaufsichtsbehörde SEC gestützt auf den vom US-Kongress 1990 verabschiedeten Penny Stock Act die Rule 419 – Offerings by Blank Check Companies.

Sponsoren und Anleger

Aufgrund der engen Definition des Begriffs der Penny Stocks fallen unter anderem Emissionen mit einem Volumen von über 5 Mio. \$ nicht unter die Rule. 1993 wurde in den USA nun die erste Blank Check Company an die Börse gebracht, die keine Penny Stocks ausgab, sich aber freiwillig an wesentliche Vorgaben der Rule 419 anlehnte. Diese Gesellschaften wurden fortan Spac genannt.

Typischerweise werden Spac zur Vertrauensförderung von Wirtschaftsführern, den Sponsoren, gegründet. Diese halten nach dem Börsengang einen substanziellen Anteil, den sie zum Nominalwert und somit im Vergleich zu den übrigen Investoren mit einem erheblichen Abschlag erworben haben. Nebst Aktien gibt die Spac meist noch Optionen auf ihre Aktien aus, die bei Vollzug der angestrebten Akquisition ausgeübt werden können. Die beim Börsengang aufgenommenen Mittel werden grösstenteils einem Treuhänder zur «mündelsicheren» Anlage übergeben und dürfen bloss beim Vollzug der angestrebten Transaktion (der Business Combination) oder bei der Auflösung der Spac freigegeben werden.

Nach dem IPO hat die Spac rund zwei Jahre Zeit, um mit mindestens 50% des Emissionserlöses eine Business Combination zu vollziehen, die von der Generalversammlung unter Ausschluss der Stimm-

rechte der Sponsoren genehmigt werden muss. Ein zentrales Element ist das Recht der diese Transaktion ablehnenden Aktionäre, die Rücknahme ihrer Titel zu verlangen (Redemption). Der Rücknahmepreis wird aus dem dem Treuhänder übergebenen Emissionserlös finanziert und liegt somit, unter Vorbehalt allfälligen Zinsertrags, leicht unter dem Emissionspreis. Kommt während der vorgegebenen Frist keine Transaktion zustande, wird die Gesellschaft üblicherweise aufgelöst, und die Einnahmen aus dem IPO werden anteilmässig an die Investoren ausbezahlt. Die Sponsoren gehen dabei leer aus.

Wie einführen in der Schweiz?

In der Schweiz stünde für Spac einzig die Aktiengesellschaft als Gesellschaftsform zur Verfügung. Mit etwas Kreativität könnten die meisten Spac-Eigenheiten in den Statuten sowie vertraglich abgebildet werden. Das Recht einer Redemption liesse sich in einer AG allerdings nicht befriedigend umsetzen. Bekanntlich darf eine Aktiengesellschaft grundsätzlich maximal 10% eigene Titel halten. Darüber hinaus müsste der Rückkauf in Verbindung mit einer Kapitalherabsetzung gemacht werden, worüber die Generalversammlung frei entscheiden könnte.

Im Zeitpunkt der Plazierung der Titel bestünde daher keine Gewähr, dass ein rückgabewilliger Aktionär seine Papiere auch tatsächlich andienen könnte, womit ein wesentlicher Schutzmechanismus der Spac wegfiel. Der Rückkauf eigener Aktien könnte sodann unter Umständen auch für gewisse Investorengruppen aus verrechnungs- und einkommensteuerlichen Gründen nachteilig sein. Entsprechend dürfte traditionellen Spac das Rechtskleid einer Schweizer AG nicht passen. Dies könnte sich, zumindest gesellschaftsrechtlich, mit der Revision des Aktienrechts und der Einführung eines Kapitalbandes, in dessen Grenzen der Verwaltungsrat das Kapital nach oben und unten bewegen kann, ändern.

Keine Investmentgesellschaft

Eine ausländische Spac könnte um die Zulassung ihrer Aktien zum Handel an der Schweizer Börse ersuchen; allein: als was? Als kollektive Kapitalanlage, als Investmentgesellschaft oder als «normale» Gesellschaft im Hauptsegment? Das Ziel einer Spac besteht darin, entweder mit einem operativ tätigen Unternehmen zu verschmelzen oder ihre Aktien zur operativen Mitbestimmung zu akquirieren. Solange diese Transaktion nicht vollzogen ist, bleibt das Vermögen passiv investiert.

Die Spac beabsichtigt also nicht, den IPO-Ertrag zur Kapitalanlage und Ertragsgenerierung zu verwenden. Somit handelt es sich nicht um eine kollektive Kapitalanlage (oder Investmentgesellschaft).

Dies gilt nach der hier vertretenen, aufgrund von Art. 2 Abs. 4 des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) aber wohl umstrittenen Auffassung auch für ausländische Spac, die somit im Hauptsegment der SIX zu kotieren wären. Sodann wären Spac nicht dem KAG und damit nicht der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission unterstellt.

Die Kotierung von Aktien am Hauptsegment der Schweizer Börse setzt grundsätzlich ein dreijähriges Bestehen des Emittenten voraus. Ausnahmen können gewährt werden, sofern daran seitens der Gesellschaft oder der Anleger ein Interesse besteht und die für die Investoren nötige Transparenz dennoch sichergestellt ist. Da eine Spac vor der Aufnahme der unternehmerischen Tätigkeit kotiert wird, erfüllt sie diesen Dreijahres-Track-Record nie. Seine Einhaltung würde aber auch nichts zur Transparenz der Spac beitragen, da die Jahresabschlüsse vor Kotierung und Vollzug der Business Combination nicht aussagekräftig sein können.

Ausnahme gewähren

Somit ist die Dauer des Bestehens einer Spac wegen ihrer Natur für die Zulassung ihrer Aktien nicht relevant. Anerkennt man, dass Anleger und Emittenten ein Interesse an der Kotierung solch innovativer Investmentvehikel haben, sollte der Gewährung einer Ausnahme durch die Zulassungsstelle der SIX nichts im Wege stehen. Das gilt zur Verhinderung von Umgehungen aber nur, wenn die Spac bei der Kotierung noch keine Zielgesellschaft(en) verbindlich identifiziert hat.

Zwecks Eingrenzung des den Sponsoren gewährten Blankochecks müsste die Zulassungsstelle die Kotierung mit bestimmten Auflagen verbinden, die auf die Sicherung des für Spac entwickelten, oben bloss generell umschriebenen Investoren schutzes abzielen. Weiter wären die Anforderungen an die Business Combination zu definieren und beispielsweise zu entscheiden, ob deren Zulässigkeit von der Erfüllung der Kotierungsvoraussetzungen des zu akquirierenden Unternehmens abhängig gemacht werden soll oder nicht.

Diese Ausführungen zeigen, dass bis zur Kotierung der ersten (ausländischen) Spac an der Schweizer Börse noch einige Hürden zu nehmen sind, ein Börsengang einer Blank Check Company im Rahmen des bestehenden Regelwerks aber durchaus möglich ist. Sollte die SIX in nächster Zeit einen Grundsatzentscheid fällen, so wäre es zur Vermeidung von Wettbewerbsnachteilen sicherlich empfehlenswert, die Praxis anderer europäischer Börsen wie der Nyse Euronext Amsterdam, die gegenüber Spac eine liberale Haltung einnimmt, im Auge zu behalten.