

Matthias Courvoisier* / Thomas Reutter**

Investorenschutz bei SPACs in der Schweiz

Protection by Design only?

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. SPAC und De-SPAC-Prozess
 1. IPO des SPAC
 2. Phase der Suche nach einer Zielgesellschaft
 3. Phase der Transaktion – der De-SPAC-Prozess
 4. Phase nach dem De-SPAC
- III. Risiken
 1. Allgemeine vs. SPAC-spezifische Risiken
 2. Kein Nachweis von Qualifikationen
 3. Missmanagement der Gelder
 4. Fehlanreize bzw. Interessenkonflikte der Sponsoren, Verwaltungsratsmitglieder und des Managements
 5. Verwässerung der Publikumsinvestoren
 6. Insiderinformation
 7. Informationsdefizite und Auswirkung auf Investitionsentscheid und Preisbildung
- IV. Massnahmen für den Investorenschutz
 1. Kotierungsvoraussetzungen und Investorenerwartungen
 2. Escrow-Lösung für aufgenommene Gelder
 3. Abstimmung über De-SPAC und Lock-Up
 4. Rückgaberecht an den erworbenen Aktien («Put-Option»)
 5. Offenlegung im Prospekt und beim De-SPAC
 6. Würdigung

I. Einleitung

Dieser Beitrag beruht im Wesentlichen auf den Erfahrungen der beiden Autoren bei der Beratung beim geplanten Börsengang der – soweit ihnen bekannt – ersten Schweizer Special Purpose Acquisition Company («SPAC»). Die geplante Schweizer SPAC wurde in der Rechtsform einer kotierten schweizerischen Aktiengesellschaft und damit den diesbezüglichen Eigenheiten aber dennoch im Wesentlichen entsprechend der in den USA und Europa gängigen SPAC-Struktur gestaltet. Die Autoren verzichten daher auf einen umfassenden wissenschaftlichen Apparat, um ihre Darlegung der SPAC-Struktur zu untermauern – sie kann in zahlreichen öffentlich zugänglichen Prospekten nachvollzogen werden, die mitunter sehr bedeutenden Gesellschaften zu einem Börsengang ver-

holfen haben, wie gerade kürzlich Grab mit einer Marktkapitalisierung von über USD 30 Milliarden. Vermehrt werden auch Schweizer Gesellschaften motiviert, mittels einer Transaktion mit einer ausländischen SPAC an eine ausländische Börse zu gelangen.

II. SPAC und De-SPAC-Prozess

1. IPO des SPAC

Beim IPO einer SPAC werden die Aktien einer neu gegründeten Gesellschaft und Warrants auf diese Aktien an einer Börse kotiert. Gegründet wird die Gesellschaft von den Sponsoren, den Verwaltungsratsmitgliedern und dem Management. Ihre Investition stellen die Finanzmittel dar, die die SPAC für den Börsengang und ihre operative Tätigkeit bis zur Akquisition einer im Zielbereich tätigen Unternehmung benötigen. Es handelt sich um Risikokapital; die dafür ausgegebenen Gründeraktien haben gegenüber den Investorenaktien, die beim IPO an die Drittinvestoren ausgegeben werden, einen Liquidationsschutz, werden dafür aber bei einer erfolgreichen Akquisition in Investorenaktien gewandelt. Weil sie ein stark erhöhtes Risiko tragen, werden sie günstiger als die Investorenaktien ausgegeben.

Die SPAC emittiert Effekten i.S.v. Art. 2 lit. b FinfraG. Eine Schweizer Börse erlässt gem. Art. 35 Abs. 1 FinfraG ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel. Ein solches Reglement stellt das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange (KR) dar. Bei den durch eine SPAC emittierten Effekten handelt es sich um Beteiligungsrechte gem. Art. 2 Abs. 1 KR.¹ Daher ist das KR auf deren Handelszulassung anwendbar.

* Dr. iur. Matthias Courvoisier, MSc in Finance, Rechtsanwalt in Zürich.

** Dr. iur. Thomas Reutter, LL.M., Rechtsanwalt in Zürich.

¹ Vgl. auch der Begriff des Beteiligungspapiers in Art. 3 lit. a Ziff. 1 FIDLEG, wonach es sich bei Beteiligungspapieren um Effekten in Form von Aktien handelt, die Beteiligungs- oder Stimmrechte verleihen.

Die SPAC ist keine kollektive Kapitalanlage,² denn ihr Zweck ist der Erwerb und anschliessende Betrieb eines operativen Unternehmens, sei dies direkt oder als Holdinggesellschaft. Mit anderen Worten bezweckt eine SPAC nicht die Erzielung von Erträgen aus Kapitalgewinnen eines Anlageportfolios, sondern aus einer unternehmerischen Tätigkeit.³ Bereits die Suche nach einem zu erwerbenden und zu betreibenden Unternehmen ist eine operative Tätigkeit und stellt kein Verwalten von Geldern der Investoren dar, denn eine solche Akquisition bedingt das Festlegen einer operativen Strategie und deren Umsetzung u.a. durch Erwerb des geeigneten Unternehmens und dessen nachfolgende Gestaltung. Auch eine ganze Reihe von kotierten Gesellschaften in der Schweiz haben sich über die Jahre komplett durch Kauf und Verkauf von Geschäftseinheiten umstrukturiert; bei jenen Gesellschaften steht ausser Zweifel, dass sie keine kollektiven Kapitalanlagen sind. Die SPAC wird zudem i.S.v. Art. 7 Abs. 1 KAG nicht fremd-, sondern eigenverwaltet: Während der Phase der Suche nach einem geeigneten Unternehmen werden die Investorengelder in Bargeld gehalten, was die Investoren beim IPO wissen und mit ihrem Investitionsentscheid sanktionieren. In der Phase der Unternehmensakquisition entscheiden die Investoren darüber, ob die Akquisition getätigt werden soll. Die SPAC erfüllt daher den Begriff der kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 7 Abs. 1 KAG nicht. Sie fällt vielmehr unter Art. 2 Abs. 2 lit. d oder e KAG.

Diese Qualifikation führt dazu, dass bei einem IPO mit Handelszulassung an der SIX Swiss Exchange eine Zulassung der Investorenaktie nur im International Reporting Standard oder im Swiss Reporting Standard möglich ist. Eine Handelszulassung im Standard für Investmentgesellschaften oder kollektive Kapitalanlagen ist nicht möglich. Dementsprechend ist für die Handelszulassung einer SPAC an der SIX Swiss Exchange ein dreijähriger Bestand nach Art. 11 KR oder eine Ausnahme davon gemäss Art. 2 der Richtlinie betr. Ausnahmen zur Dauer des Bestehens der Emittenten (RLTR) erforderlich. Eine solche Ausnahme kann mit Auflagen gem. Art. 4 RLTR verbunden werden. Das gleiche gilt für die Handelszulassung der Warrants der SPAC gem. Art. 4 Abs. 1 des Zusatzreglements für Derivate (ZRD), der auf Art. 11 KR verweist. Aufgrund der jüngsten Entwicklungen ist nun allerdings klar geworden, dass eine blossе Ausnahme genehmigung nicht genügt und spezielle SPAC Regularien durch die SIX erlassen werden sollen.

Beim IPO werden Investorenaktien am Markt in der Schweiz ggf. öffentlich angeboten und es wird eine Handelszulassung beantragt. Die SPAC bietet auch Warrants auf den Investorenaktien im Verhältnis von üblicherwei-

se einem Warrant pro zwei Investorenaktien in einem Paket bzw. einer «Unit» an. Die Warrants sollen ebenfalls zum Handel zugelassen werden. Bei den Investorenaktien handelt es sich um Beteiligungspapiere gem. Art. 3 lit. a Ziff. 1 FIDLEG. Bei den Warrants handelt es sich um Derivate i.S.v. Art. 2 lit. c FinfraG i.V.m. Art. 2 Abs. 2 lit. b FinfraV i.V.m. Art. 3 lit. a Ziff. 5 FIDLEG. Beide sind gem. Art. 3 lit. b FIDLEG Effekten, weil sie zum massenweisen Handel geeignet sind. Daher ist nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ein Prospekt für die Handelszulassung und das öffentliche Angebot zu erstellen. Dessen Inhalt richtet sich nach Anhang 1 der FIDLEV für Beteiligungspapiere und nach Anhang 3 der FIDLEV für Derivate. Erforderlich ist beim Angebot der Warrants an Privatkundinnen und -kunden auch ein Basisinformationsblatt gem. Art. 58 Abs. 1 FIDLEG. Der Prospekt ist gem. Art. 51 FIDLEG von einer Prüfstelle zu prüfen.

Das IPO wird gemäss üblicher Marktpraxis durchgeführt, ausser dass keine Analystenberichte erstellt werden und dass der Ausgabepreis fix ist und damit kein Bookbuilding zwecks Preisbildung stattfindet. Der Prospekt legt besonderes Gewicht auf die Beschreibung der verantwortlichen Personen (Sponsoren, Verwaltungsratsmitglieder und Geschäftsleitung), die Verwendung der Gelder der Sponsoren, Verwaltungsratsmitglieder, Manager und Investoren, deren potentielle Interessenkonflikte die Art der gesuchten Gesellschaft und auf die Beschreibung der technischen Aspekte der SPAC, wie namentlich der Warrants, des Prozesses der Akquisition, der Möglichkeit zum Rückverkauf der Aktien sowie die Bedingungen einer Liquidation. Dies wird durch eine detaillierte Risikobeschreibung ergänzt.

2. Phase der Suche nach einer Zielgesellschaft

Das im IPO aufgenommene Kapital wird auf ein Treuhandkonto einbezahlt, das von einem Treuhänder verwaltet wird. Der Treuhänder ist dafür verantwortlich, dass die Mittel nur für die vorgesehenen Zwecke vom Treuhandkonto ausgezahlt werden. Dazu gehören vor der Transaktion die Emissionsabgabe und ggf. Kapitalsteuern auf dem im IPO aufgenommenen Kapital. Dagegen werden die Aufwendungen für die Prüfung möglicher Zielgesellschaften und die Transaktionskosten nicht dem Treuhandkonto belastet, sondern aus dem Risikokapital der Sponsoren, der Verwaltungsratsmitglieder und des Managements bezahlt. Das Treuhandkonto ist verzinslich, zurzeit allerdings bei Schweizer Franken mit negativen Zinsen, die dem Treuhandkonto genauso belastet werden wie etwaige Kontogebühren.

In der Phase der Vorbereitung der Transaktion evaluiert der Verwaltungsrat und das Management der SPAC mögliche Zielgesellschaften. Die SPAC erstattet regelmässig Bericht entsprechend der gesellschaftsrechtlichen

² CLAUDE HUMBEL/THOMAS VAN GAMMAREN, SPACs: The Swiss Capital Markets Law Perspective, CapLaw-2021-16), insbesondere Ziff. 2b)(i).

³ Vgl. BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 9.

und börsenrechtlichen Vorschriften. Dazu gehört die Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen, also namentlich die Ankündigung einer Transaktion, und die Finanzberichterstattung. Ebenfalls werden Management-Transaktionen rapportiert. Solche dürften bloss zu Beginn der Suche nach einer Zielgesellschaft möglich sein, weil in einer späteren Phase Insiderinformationen Management-Transaktionen verhindern.

Findet innerhalb einer im Voraus festgelegten Frist von meistens zwei bis maximal drei Jahren keine Transaktion mit einer Zielgesellschaft statt, wird die SPAC aufgelöst. Die Investorenaktien haben dabei gegenüber den Aktien der Sponsoren, der Verwaltungsratsmitglieder und des Managements einen Liquidationsvorrang im Umfang des IPO-Angebotspreises.

3. Phase der Transaktion – der De-SPAC-Prozess

Die Transaktionsphase beginnt, nachdem eine Zielgesellschaft gefunden ist, mit der ernsthaft eine Transaktion vorbereitet werden soll. Wie bei den meisten M&A-Transaktionen wird nach Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung zuerst in einem Term Sheet die Transaktion strukturiert. Daran schliessen sich die Due Diligence sowie die Vorbereitung der Transaktionsdokumentation an.

Vor der Bekanntmachung der Transaktion sind der Verwaltungsrat und das Management der SPAC bestrebt, die Erfolgchancen der Transaktion auszuloten. Dazu werden bedeutende Aktionäre unter Beachtung insiderrechtlicher Kautelen kontaktiert, um ihre Unterstützung für die Transaktion zu sichern bzw. zu klären, ob solche Aktionäre stattdessen ihre Möglichkeit zum Aktienrückverkauf wahrnehmen wollen. Ebenfalls wird eine Kapitalerhöhung, normalerweise in der Form einer Privatplatzierung, vorbereitet, um etwaige noch fehlende Mittel für die Transaktion zu beschaffen.

Die erforderlichen Vorbereitungen der Zielgesellschaft hängen vor allem davon ab, ob sie von wenigen oder einem Aktionär kontrolliert wird, die zusammen die Transaktion vorbereiten oder ob die Gesellschaft ein grösseres Aktionariat hat und die Transaktionsvorbereitung vor allem beim Management und einzelnen grossen Aktionären liegt. Im letzteren Fall ist es möglich, dass mit dem Abschluss der Transaktionsverträge auch Einverständniserklärungen von grösseren Aktionären eingeholt werden.

Die Transaktion wird angekündigt, nachdem die Transaktionsverträge, d.h. der Kaufvertrag bei einem Aktien- oder Unternehmenskauf, der Fusionsvertrag bei einer Fusion oder der Einlagevertrag bei einer Quasifusion abgeschlossen wurden. In diesem Zeitpunkt werden die Aktionäre der SPAC über die Transaktion in der entsprechenden Dokumentation informiert, es wird ihnen

die Möglichkeit zum Rückverkauf ihrer Aktien unter der Bedingung des Vollzugs der Transaktion gegeben, sie werden zur Generalversammlung eingeladen, die über die Transaktion entscheidet, und es wird das (private oder öffentliche) Angebot für die erwähnte Kapitalerhöhung unterbreitet. Auch diese steht unter der Bedingung des Vollzugs der Transaktion. Auf Seiten der Zielgesellschaft kann es erforderlich sein, ebenfalls zu einer Generalversammlung einzuladen, um über die Fusion abzustimmen, oder einen Prozess durchzuführen, um eine etwaige Mitverkaufspflicht auszulösen.

Nach einem zustimmenden Entscheid der Generalversammlung der SPAC, der mit der erforderlichen Mehrheit gefasst wird, erfolgt der Vollzug der Transaktion, werden Aktien, für die das Rückverkaufsrecht ausgeübt wurde, zu ihrem Anteil an den Mitteln auf dem Treuhandkonto zurückverkauft, neue Aktien im Rahmen einer etwaigen Kapitalerhöhung ausgegeben und die Aktien der Sponsoren, der Verwaltungsratsmitglieder und des Managements in Investorenaktien umgewandelt.

4. Phase nach dem De-SPAC

Nach Abschluss der Transaktion wird die SPAC zu einer normalen kotierten Gesellschaft. In dieser Phase verbleiben lediglich noch die Warrants, die im Rahmen des IPO ausgegeben wurden. Diese können normalerweise noch während längerer Zeit ausgeübt werden. Vielfach hat die Gesellschaft aber auch die Möglichkeit, deren Ausübung bei Erreichen eines bestimmten Marktpreises der Aktie zu erzwingen, u.U. auch verbunden mit einem sog. *cashless exercise*, so dass nicht unnötigerweise zusätzliche Barmittel aufgenommen werden müssen.

III. Risiken

1. Allgemeine vs. SPAC-spezifische Risiken

Wie jede Investition ist auch der Erwerb von Beteiligungspapieren mit Risiken verbunden. Diese Risiken sind teilweise vergleichbar mit dem IPO eines bereits operativen Emittenten wie beispielsweise die Abhängigkeit vom Management, eine fehlende Liquidität der Aktien und dergleichen. Zum Teil sind diese Risiken aber durch die Struktur einer SPAC bedingt. Nur letztere werden hier näher beleuchtet.

2. Kein Nachweis von Qualifikationen

Eine SPAC ist eine neu gegründete Gesellschaft und hat keinen Track-Record. Ihre Verwaltungsratsmitglieder und ihr Management müssen sich nicht durch erfolgreiche Geschäftstätigkeit, namentlich durch Entwicklung der zu kotierenden Gesellschaft oder durch Wahl durch

die Aktionäre der zu kotierenden Gesellschaft, bewiesen haben. In diesem Sinne kann eine SPAC von Personen gegründet und den Investoren angeboten werden, die für die Tätigkeit der SPAC weder vor noch nach dem De-SPAC geeignet sind.

3. Missmanagement der Gelder

In der Phase nach dem IPO und bis zum Vollzug der Akquisition einer Zielgesellschaft müssen die im IPO aufgenommenen Gelder verwaltet werden. Hier besteht die Gefahr eines Missmanagements dieser Mittel oder gegebenenfalls gar ein Anreiz für Zweckentfremdung dieser Mittel durch Verwaltungsrat oder Management durch eine kriminelle Handlung. Wie oben bereits dargelegt (Ziff. II.2) werden diese Mittel zur Vermeidung dieser Risiken und als *quid pro quo* für die Vorleistung der Investoren bei einem Treuhänder nach Massgabe eines Treuhandvertrages (Escrow Agreement) hinterlegt (vgl. dazu Ziff. IV.1). Der Treuhänder ist in aller Regel eine Bank. Aufgrund der Gefahr einer Unterstellung unter den U.S. Investment Company Act, die insbesondere bei einer IPO-Platzierung an amerikanische «Qualified Institutional Buyers» nach Rule 144A des Securities Act akut werden kann, werden die aufgenommenen Gelder auch nicht in (mündelsichere) Wertpapiere oder Wertrechte (z.B. Staatsanleihen) investiert, sondern lediglich als Bankguthaben gehalten. Damit besteht das Kreditrisiko des Treuhänders bzw. das Risiko der Insolvenz der als Treuhänder agierenden Bank (vgl. unten Ziff. IV.1)

4. Fehlanreize bzw. Interessenkonflikte der Sponsoren, Verwaltungsratsmitglieder und des Managements

Vom Verwaltungsrat, dem Management und den Sponsoren einer SPAC wird erwartet, dass sie eine Zielgesellschaft sorgfältig auswählen und prüfen und die Transaktion nach den Regeln der Kunst durchführen. Die SPAC weist allerdings verschiedene Elemente auf, die den Verwaltungsrat, das Management und die Sponsoren motivieren kann, bei der Transaktion nicht mit der nötigen Sorgfalt zu verfahren.

Die Mitglieder des Verwaltungsrats und des Managements und die Sponsoren bringen das Risikokapital auf, das die Kosten der SPAC bis zur Transaktion deckt. Findet keine Transaktion statt, werden sie normalerweise mindestens einen grossen Teil ihrer Investition verlieren. Ihre Aktien, die sie deutlich günstiger als die Investoren erworben haben, wandeln sich bei einer erfolgreichen Transaktion in Investorenaktien. Bisweilen erhalten sie auch zusätzliche Warrants und haben damit ein weiteres Upside nach dem De-SPAC. Schauen sie allein auf ihre eigene Investition, ist für sie eine schlechte Transaktion

besser als keine Transaktion, obschon sie damit natürlich ihren Ruf riskieren (vgl. unten auch IV.1.).

Der Anreiz, eine schlechte Transaktion durchzuführen und weniger genau die Zielgesellschaft zu prüfen, nimmt mit abnehmenden finanziellen Mitteln und Fortschreiten auf das Auflösungsdatum der SPAC zu. In Kenntnis dieses Umstandes besteht ein Anreiz für das Management und die Sponsoren, rasch nach dem IPO eine solide Transaktion durchzuführen, um die Gefahr einer Interessenkollision zu minimieren. Dieses Vorgehen entspricht auch dem Interesse der Investoren.

Letztlich tragen die Warrants der Investoren dazu bei, dass Investoren, die die Warrants und die Aktien bis zur Generalversammlung halten, an der über die Transaktion abgestimmt wird, die Transaktion bejahen, obwohl sie sie als schlechte Transaktion betrachten. Diese Investoren können nämlich ihre Rückgabemöglichkeit für ihre Aktien wahrnehmen und dabei ihren Anteil an den Mitteln auf dem Treuhandkonto erhalten, während sie den Warrant behalten. Dieser ist selbst dann etwas wert, wenn der Marktpreis der Aktie nach der Transaktion deutlich sinken sollte. Dieser an sich korrekten Beobachtung wirken aber andere Kräfte entgegen (dazu unten Ziff. IV.4.). Selbstverständlich können die Warrants auch vor dem De-SPAC verkauft werden.

5. Verwässerung der Publikumsinvestoren

In jeder SPAC zeichnen die Gründer und Sponsoren eine andere Kategorie von Beteiligungspapieren als die Publikumsinvestoren, nämlich sog. «Gründeraktien» (bisweilen erhalten sie zusätzlich Gründerwarrants). Der Ausgabepreis dieser Gründeraktien liegt wesentlich tiefer als derjenige der Investorenaktien im Rahmen des IPO. Mit dem Erlös aus der Ausgabe der Gründeraktien werden sämtliche Kosten des SPAC beim IPO und die Betriebskosten bis und mit dem De-SPAC gedeckt. Dies betrifft insbesondere die Bankkommissionen und Anwaltshonorare beim IPO, die Auditkosten, die Kosten der Investor Relations, die Vergütungen an den Verwaltungsrat und das Management nach Kotierung sowie die Kosten im Zusammenhang mit der Identifikation und Prüfung einer geeigneten Zielgesellschaft. Diese Kosten werden den Gründern oder Sponsoren nicht zurückerstattet. Im Falle einer Auflösung der SPAC, sei es weil keine geeignete Zielgesellschaft gefunden wurde oder die entsprechende Akquisition durch die Investoren abgelehnt wurde, gehen sie aufgrund der Nachrangigkeit ihres Anspruchs auf Kapitalrückzahlung (vgl. oben Ziff. II.1) leer aus. Sie haben daher sogenannt *skin in the game*.

Als Ausgleich für diese risikobehaftete Vorleistung der Kosten dürfen die Gründeraktionäre bei einer von den Investoren genehmigten Akquisition einer Zielgesellschaft ihre Gründeraktien in Investorenaktien wandeln.

Obwohl erstere einen sehr viel tieferen Ausgabepreis hatten und somit bedeutend weniger zum Eigenkapital der SPAC beigetragen haben, werden sie nun bei Wandlung im Rahmen des De-SPAC den Investorenaktien gleichgestellt. Die Inhaber von Investorenaktien erleiden damit eine Verwässerung des anteiligen inneren Wertes ihrer Aktien. Diese Verwässerung ist umso grösser, je mehr Investorenaktionäre von ihrem Recht zur Rückgabe der Aktien im Rahmen des De-SPAC Gebrauch machen und nicht durch Neuinvestoren zum gleichen Preis ersetzt werden.

Ein weiterer Hebel zugunsten der Gründeraktionäre bzw. Sponsoren und damit eine Verwässerung zulasten der Investorenaktien kann in der Ausgestaltung der Warrants liegen. Dies gilt naturgemäss insbesondere dann, wenn die Konditionen zum Erwerb oder zur Ausübung der Warrants für Gründeraktionäre und Sponsoren vorteilhafter sind als für andere Investoren.

6. Insiderinformation

Beim Zusammenschluss mit einem operativen Unternehmen wird oft eine Privatplatzierung durchgeführt, um zusätzliche Mittel für den Erwerb oder den späteren operativen Betrieb oder für die Deckung von Aktien aufzunehmen, die von Investoren zurückverkauft werden. Idealerweise hätte die SPAC die entsprechenden festen Zusagen der Privatinvestoren für die Teilnahme an der Privatplatzierung bereits in einem Zeitpunkt vor der öffentlichen Ankündigung des De-SPAC, weil dies die Sicherheit für einen erfolgreichen De-SPAC erhöht. Feste Investitionszusagen werden allerdings nur aufgrund umfassender Informationen gegeben. Solche Investitionszusagen könnten aber das Verbot des Ausnützens von Insiderinformationen gemäss Art. 142 Abs. 1 lit. a und Art. 154 Abs. 1 lit. a FinfraG verletzen. Daher ist die Durchführung einer Privatplatzierung und die Sicherung von festen Zusagen vor der öffentlichen Ankündigung des De-SPAC und damit der Publikation umfangreicher Informationen aus insiderrechtlicher Sicht vertieft zu klären.

7. Informationsdefizite und Auswirkung auf Investitionsentscheid und Preisbildung

Im Rahmen des SPAC-IPOs wird ein Prospekt erstellt, der die Anforderungen des FIDLEG erfüllt (siehe oben Ziff. II.1). Aufgrund des Fehlens einer unternehmerischen Tätigkeit zu diesem Zeitpunkt kann der Prospekt keine ausreichend konkreten Aussagen zu den Risiken einer solchen (in ihrer Ausprägung noch nicht bekannten) Tätigkeit machen. Er kann naturgemäss auch keine Zahlen betreffend den finanziellen Status oder Erfolg einer solchen Tätigkeit ausweisen. Insofern besteht beim IPO ein gewisses «Informationsdefizit», das aber letzt-

lich der Natur der SPAC geschuldet ist, da die Information über die Zielgesellschaft zum Zeitpunkt gar nicht bekannt sind.

Im Rahmen des De-SPAC besteht dann erneut ein erhöhtes Informationsbedürfnis des Investors. Es geht schliesslich darum, über die Akquisition einer Zielgesellschaft abzustimmen, gegebenenfalls vom Recht auf Rückgabe der Aktien Gebrauch zu machen oder für neue Investoren über den Erwerb von Aktien im Rahmen von PIPE-Transaktionen zu entscheiden (vgl. vorne Ziff. II.3.). Die grundsätzliche Frage lautet hier, ob das Informationsbedürfnis des Investors für den De-SPAC so ausgeprägt ist wie bei einem konventionellen IPO einer bereits unternehmerisch tätigen Gesellschaft, ob es mit anderen Worten ein «Level Playing Field» braucht, oder ob die in der Schweiz etwa von Fusionen bekannten Informationen im Rahmen des Antrags an die Generalversammlung genügen. Bislang wurden bei solchen Fusionen oder Quasifusionen (Aktientausch mittels Sacheinlage) in der Praxis, selbst wenn es sich um einen «Reverse Merger» handelte, d.h. die akquirierende Gesellschaft «kleiner» war als die zu übernehmende, den Aktionären nur wenig umfangreiche Informationen über die Zielgesellschaft zugänglich gemacht. Ein allenfalls notwendiger Kotierungsprospekt war, da im Zeitpunkt der Generalversammlung noch nicht vorhanden oder aufgelegt, nicht relevant für den Investitionsentscheid.

Ungeachtet des konkreten Informationsbedürfnisses des Investors besteht ein Risiko eines Informationsdefizits im Rahmen des De-SPAC und damit verbunden fehlerhafter Preisbildung und Investitions- bzw. Deinvestitionsentscheide (durch Ausübung des Rückgaberechts des Investors an den Aktien). Dieses Risiko kann durch die in Ziff. III.3. beschriebenen Interessenkonflikte der Sponsoren bzw. des Managements noch akzentuiert werden.

IV. Massnahmen für den Investorenschutz

1. Kotierungsvoraussetzungen und Investorenerwartungen

Theoretisch kann, wie erwähnt, jedermann eine SPAC aufsetzen und an den Markt bringen wollen. Dagegen schützen die Kotierungsvoraussetzungen und die Investorenerwartungen:

Art. 19 Abs. 2 KR verlangt eine Mindestkapitalisierung des Streubesitzes von CHF 25 Millionen. Das ist zwar ein relativ geringer Betrag, verringert aber das Risiko unprofessioneller SPACs, weil die Aufnahme von CHF 25 Millionen ohne professionelle Begleitung nicht gelingt. Art. 43 Abs. 2 KR verlangt, dass eine Bank oder ein Wertpapierhaus das Kotierungsgesuch für erstmals zu

kotierende Beteiligungsrechte einreicht. Keine Bank und kein Wertpapierhaus will mit einer SPAC in Verbindung gebracht werden, die nicht professionell betrieben wird und den Erwartungen der Investoren nicht entspricht.

Neben diesen Voraussetzungen investieren Anleger nur in eine SPAC, die bestimmte Eigenschaften aufweist. Das Führungspersonal der SPAC muss über die Qualifikation und die Erfahrung verfügen, die für die Tätigkeit der SPAC erforderlich sind. Dazu gehört namentlich bedeutende Führungserfahrung im Bereich der Zielindustrie der SPAC und Erfahrung im Transaktionsbereich. Sie müssen damit einen professionellen Ruf zu verlieren haben. Das Management und die Sponsoren müssen die operativen Gelder, d.h. das Risikokapital aufbringen, was dazu führt, dass sie ein grosses Interesse daran haben, mit der SPAC erfolgreich zu sein. Diese Gelder müssen für die Tätigkeit bis und mit dem De-SPAC genügen. Erfahrungsgemäss erfordert ein IPO und ein De-SPAC mindestens einen höheren einstelligen Millionenbetrag; vereinzelte Ausnahmen mögen an einen beschränkten untereinander verbundenen Investorenkreis gerichtet gewesen sein. Diese Erwartungen der Investoren und die erforderlichen Mittel schliessen effektiv aus, dass wenig professionelle oder wenig reputable Akteure SPACs aufsetzen und an die Börse bringen können.

2. Escrow-Lösung für aufgenommene Gelder

Ein wichtiges Element des Investorenschutzes ist die Einzahlung der im IPO aufgenommenen Gelder auf ein Escrow-Konto und das Einsetzen eines dafür zuständigen Treuhänders. Damit kann entsprechend dem Zweck der SPAC eine Separierung der Gelder der SPAC erreicht werden. Für die operative Tätigkeit der SPAC, d.h. die Suche nach einer geeigneten Zielgesellschaft, wird die Risikoinvestition des Managements und des Sponsors eingesetzt. Die Mittel, die die Investoren zahlen, werden für den Erwerb der Zielgesellschaft und den Rückverkauf der Aktien der SPAC bzw. für Zahlungen im Rahmen einer Liquidation bei fehlgeschlagener Suche nach einer Zielgesellschaft verwendet.

Das Escrow-Konto wird bei einer Bank geführt. Diese kann gleichzeitig Treuhänder sein. Auch mehrere Institute sind denkbar. Die Funktion des Treuhänders kann auch einem Dritten aufgetragen werden. Der Treuhänder hat die Pflicht, nur in bestimmten vordefinierten Situationen auszuzahlen. Seine Prüfungspflicht ist der allgemeinen Praxis entsprechend stark eingeschränkt. Er darf sich im Wesentlichen auf schriftliche Erklärungen der SPAC verlassen, ist aber in seiner Prüfung den Investoren aufgrund entsprechender vertraglicher Regelung gegenüber verantwortlich. Dies bedeutet, dass er bei offensichtlichen Missbräuchen eine Auszahlung verweigern muss. Solche liegen etwas dann vor, wenn keinerlei Ankündigung eines De-SPAC erfolgt ist, das Management

aber für die Zahlung des Kaufpreises für die Zielgesellschaft die Investorengelder erhalten möchte.

Der Treuhänder darf die Investorengelder nicht in spekulative Anlagen anlegen. Es kommen in der Regel nur Bargeld entsprechende Sichtguthaben, ggf. Festgelder in Schweizer Franken für eine relativ kurze Laufzeit in Frage. Welche Anlagen denkbar sind, hat auch einen Zusammenhang damit, ob das Angebot beim IPO in die USA erstreckt wird. Die Anlage in flüssigen Mitteln ist zudem ein weiteres Argument dafür, dass keine kollektive Kapitalanlage vorliegt, weil es fraglich ist, ob ausschliesslich flüssige Mittel als Anlagen im Sinne des KAG gelten können.⁴

Die Escrow-Lösung ist selbstverständlich keine perfekte Lösung, denn die Gelder sind nach wie vor im Eigentum der SPAC. Die Escrow-Lösung bietet daher z.B. keinen Schutz dagegen, dass die Manager übermässig Geld für die Suche nach einer Zielgesellschaft ausgeben oder Kredite aufnehmen. Diese Risiken sind allerdings überschaubar. Das erste Risiko relativiert sich vor allem dadurch, dass viele Dienstleister im Transaktionsgeschäft auf Erfolgssbasis arbeiten und somit keine oder nur eine geringe Zahlung bei einer fehlgeschlagenen Transaktion erhalten. Ebenfalls kann aufgrund der Informationen im Prospekt abgeschätzt werden, ob die Gelder der Sponsoren und Manager für die Deckung der Transaktionskosten ausreichen. Das zweite Risiko wird dadurch gemindert, dass der Zweck der SPAC eine Kreditaufnahme u.U. gar nicht zulässt. Ein Kreditgeber kann sich also nicht zwingend darauf verlassen, dass er auf die Escrow-Gelder greifen kann.

Ebenfalls bietet die Escrow-Lösung keinen Schutz gegen eine Insolvenz der Escrow-Bank. Allerdings relativiert sich auch dieses Risiko, denn Banken sind bekanntlich stark regulierte Unternehmen, und diese Regulierung zielt gerade auf den Schutz der Kundengelder und damit auch des Escrow-Kontos ab.

3. Abstimmung über De-SPAC und Lock-Up

Ein zwar nicht zwingendes, aber doch in der Regel typisches Element einer SPAC ist die Abstimmung der Risikokapitalgeber über den Erwerb bzw. den Zusammenschluss mit der vom Führungsgremium der SPAC vorgeschlagenen Zielgesellschaft. Bei einer schweizerischen Aktiengesellschaft wäre ein Beschluss der Generalversammlung zwar in Abwesenheit einer faktischen Liquidation, einer eigentlichen Fusion, einer ordentlichen Kapitalerhöhung oder Zweckänderung nicht erforderlich, aber unseres Erachtens zulässig. Bei entsprechender

⁴ Vgl. Art. 54 Abs. 2, Art. 59, Art. 69 Abs. 1 KAG, wo flüssige Mittel nicht als Anlagen erwähnt werden; dies entspricht der US-amerikanischen Praxis, wonach eine Gesellschaft, die ausschliesslich Bargeld hält, keine Investment Company ist (vgl. oben Ziff. III.2.).

statutarischer Ausgestaltung als GV-Kompetenz handelt es sich wohl auch nicht nur um eine bloss konsultativ-abstimmung, denn man kann Art. 698 Abs. 2 Ziff. 6 OR dahingehend auslegen, dass die Statuten Gegenstände, die nicht klar durch Art. 716 f. OR dem Verwaltungsrat zugewiesen sind, der Generalversammlung vorbehalten können.⁵ Eine transformatorische Akquisition könnte in diesem Sinne auch als über bloss Geschäftsführung oder Strategiefestlegung hinausgehend verstanden werden.⁶ Allerdings spielt diese Frage in der Praxis keine Rolle, weil aus gesellschaftsrechtlicher Sicht Lösungen möglich sind, wie etwa eine entsprechende Zweckumschreibung, die die Akquisition verbietet.⁷ Typischerweise reicht die einfache Mehrheit der vertretenen Stimmen für einen gültigen Beschluss; zum Teil sind aber auch höhere Mehrheitserfordernisse vorgesehen. Mit einer solchen Abstimmung wird sichergestellt, dass die Investoren nicht einfach vor vollendete Tatsachen gestellt werden und eine Zielgesellschaft akzeptieren müssen, die sie nicht attraktiv finden. Sie werden mit anderen Worten im Gegensatz zu einer kollektiven Kapitalanlage eben nicht «fremd-verwaltet» (vgl. Ziff. II.1.).

Als weitere Massnahme könnte vorgesehen werden, dass Gründeraktionäre bzw. Sponsoren, deren Beteiligungsrechte sich beim De-SPAC direkt in Investorenaktien wandeln, bei der Abstimmung über den Erwerb der bzw. den Zusammenschluss mit der Zielgesellschaft nicht stimmfähig sind. Solche «Ausstandsregeln» bei Interessenkonflikten gibt es in der Schweiz auf Aktionärsstufe von Gesetzes wegen nur bei der Abstimmung über die Entlastung von Personen, die an der Geschäftsführung teilgenommen haben.⁸ Alternativ könnte das Erfordernis des doppelten Mehrs vorgesehen werden, wie es zum Schutz der Minderheitsaktionäre bei der Einführung eines «Opting out» von einem Pflichtangebot gilt.⁹ Eine SPAC könnte ihre Statuten so gestalten, dass faktisch die gleiche Wirkung erzielt wird wie eine Ausstandsregel oder den Gründeraktionären bzw. Sponsoren eine entsprechende Verpflichtung vertraglich überbinden. Eine solche statutarische «Ausstandsregel» liesse sich dadurch erreichen, dass das Mehrheitserfordernis entsprechend erhöht wird.

Eine Veräusserungssperre bzw. ein Lock-up der Gründeraktionäre bzw. Sponsoren kann eine weitere wirkungsvolle Massnahme sein, negative Auswirkungen von Anreizen dieses Investorenkreises auf andere Geld-

geber zu minimieren. Damit kann insbesondere der sofortigen Realisation des «Einwertungsgewinns» bei einem De-SPAC oder der Ausnützung von Insiderwissen entgegengewirkt werden. Dies gilt allerdings vor allem dann, wenn der Lock-up noch über den Zeitpunkt des De-SPACs hinausreicht oder an diesen anknüpft.

Die Massnahmen Lock-up und «Ausstand» von Gründeraktionären bzw. Sponsoren finden sich u.W. jedoch in keiner wesentlichen Jurisdiktion als rechtliche Anforderungen an eine SPAC. Entsprechend sollten sie u.E. zwar bei einem Investitionsentscheid berücksichtigt werden, was entsprechende Offenlegung bedingt, aber nicht regulatorisch vorgeschrieben werden.

4. Rückgaberecht an den erworbenen Aktien («Put-Option»)

Ein wichtiges Element der SPAC ist die den Investoren eingeräumte Möglichkeit, beim De-SPAC auszusteigen, d.h. ihre Aktien an die SPAC zurück zu verkaufen. Der Preis des Rückkaufs richtet sich nach dem prozentualen Anteil der verkauften Investorenaktien am Escrow-Konto. Mit diesem Rückgaberecht wird ein weitgehender Schutz der Investition der Investoren erreicht.

Gleichzeitig wirkt das Rückgaberecht dem Fehlanreiz des Führungsgremiums der SPAC entgegen, eine unvorteilhafte Transaktion vorzuschlagen. Wenn sie dies tun, riskieren sie nicht nur einen negativen Ausgang der Abstimmung in der Generalversammlung der SPAC, sondern auch, dass ein grosser Teil der Aktien zurückgegeben wird, weil die Investoren dies als die bessere Lösung als die Investition in die Zielgesellschaft erachten. Beides kann dazu führen, dass das De-SPAC scheitert, denn dieses findet auch bei unzureichenden Mitteln nicht statt, und das Management muss sich eine neue Zielgesellschaft suchen. Zudem kann nur eine vorteilhafte Transaktion letztlich die allenfalls nötige Privatplatzierung im Rahmen des De-SPAC sichern.

5. Offenlegung im Prospekt und beim De-SPAC

Im Kapitalmarktrecht geht es nicht darum, riskante Investitionen zu verbieten, sondern immer nur darum, mit einer Investition verbundene Risiken transparent zu machen. Diese Funktion hat in erster Linie der Prospekt im Rahmen des IPO der SPAC. Bei einer SPAC investieren die Geldgeber noch nicht in eine unternehmerisch tätige Gesellschaft, sondern faktisch in ein Führungsteam, dem sie vertrauen. Vertrauen kann zwar auf ökonomisch effiziente Weise ein Informationsbedürfnis bis zu einem gewissen Grad ersetzen, doch sollte dieser Umstand nicht die Basis für die Prospekterstellung sein. Das Führungsteam und dessen Track Record müssen daher im Prospekt im Detail beschrieben werden. Insbe-

⁵ Vgl. BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 698 N 30.

⁶ Die Frage dürfte allerdings umstritten sein, weil eine strategische Akquisition auch als Festlegung der Strategie und damit als Inhalt der «Oberleitung» der Gesellschaft nach Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 angesehen werden kann.

⁷ Siehe zu dieser Lösung BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 698 N 8.

⁸ Vgl. Art. 695 Abs. 1 OR

⁹ Vgl. die Verfügung der Schweizerischen Übernahmekommission vom 13. Juli 2020 in Sachen MCH Group (Ziff. 3.1 m.w.H. zur ständigen Praxis).

sondere ist auch auf mögliche Interessenkonflikte dieses Teams sowie der Gründer und Sponsoren hinzuweisen (vgl. Ziff. III.3. oben). Zudem sollten ganz allgemein die in Ziff. III. dargestellten Risiken angemessen und transparent als Grundlage für einen Investitionsentscheid offengelegt werden. All dies ergibt sich jedoch schon aus dem FIDLEG bzw. den entsprechenden Anhängen zur FIDLEV. Punktuelle zusätzliche Erfordernisse betreffend SPAC-spezifischer Informationen wären daher an sich nicht notwendig. Zusätzliche Anforderungen könnte man im Interesse der Gleichbehandlung der SPACs und der Einheitlichkeit der Informationsvermittlung bei spezifischen Punkten vorsehen, wie etwa bei einer beispielhaften Darstellung des Verwässerungspotentials der vom SPAC ausgegebenen Instrumente. Grundsätzlich sollte man den Prospektinhalt im Zweifel aber den Marktteilnehmern und ihren Beratern überlassen, um so auch der Entwicklung der Elemente einer SPAC besser Rechnung tragen zu können,

Die entscheidende Frage jeglicher neuer SPAC-Regulierung ist wohl, welche Informationen im Rahmen des De-SPAC den Investoren offengelegt werden müssen. Wie bereits in Ziff. III.5. erörtert, steht hier theoretisch die ganze Bandbreite von einem eigentlichen Re-IPO mit entsprechender Offenlegung bis zu blossen technischen Eckpunkten vergleichbar mit einer (altrechtlichen) Aktionärsinformation im Vorfeld einer Generalversammlung über eine Fusion zur Verfügung. Die international gebräuchlichen Regulierungen tendieren eher gegen letzteres, wohl als Folge der Tatsache, dass eine Investition in eine SPAC primär eine Investition in eine Führungsriege und nicht in ein bestimmtes Unternehmen ist. Zudem soll die Flexibilität der SPAC als Vehikel durch eine Gleichstellung des De-SPAC mit einem IPO nicht gefährdet werden. In letzter Zeit ist allerdings ein Bestreben hin zu erhöhten Informationserfordernissen im Rahmen des De-SPAC zu beobachten.¹⁰ Entsprechend gilt es wohl auch hier, einen vernünftigen Mittelweg zu finden. Dieser sollte namentlich darin bestehen, nur solche Finanzaufgaben zu verlangen, die bereits vorhanden sind, die geprüft oder eine Prüfung zugänglich sind.

Die erwähnte Thematik ist allerdings nur dann relevant, wenn gemäss FIDLEG nicht ohnehin ein Prospekt erstellt werden muss, weil etwa eine Kapitalerhöhung von über 20% des bestehenden Aktienkapitals erforderlich ist oder eine öffentliche Platzierung stattfindet. In diesem Fall besteht eine vollumfängliche Offenlegung, die

bezüglich Anforderungen an den Prospekt mit einem IPO vergleichbar ist. Weil der Umfang des erforderlichen Kapitals bereits vor der Generalversammlung, die über das De-SPAC entscheidet, bekannt sein muss, wird ein solcher Prospekt auch vor der Generalversammlung zumindest in wesentlichen Teilen veröffentlicht werden müssen.

6. Würdigung

Investitionen in eine SPAC sind nicht risikolos und es gibt verschiedene Anreize für ein Fehlverhalten. Allerdings sind SPAC mit entsprechenden Anreiz- und Kontrollmechanismen keine neue Erfindung, sondern existieren in den USA seit mehreren Jahrzehnten,¹¹ wobei es in den letzten 18 Jahren fast 1'000 SPAC gegeben hat.¹² Wie gesehen, räumt das übliche Design der SPAC einen grossen Teil der Fehlanreize aus; wäre dem nicht so, liesse sich nicht erklären, warum eine so grosse Anzahl SPAC in den USA erfolgreich einen IPO durchführten. Das Design räumt allerdings nicht alle Risiken aus. In diesen verbleibenden Bereichen ist die Offenlegung im Prospekt beim IPO und im Informationsdokument beim De-SPAC entscheidend. Auch dazu hat sich in den USA und in Europa eine Praxis entwickelt, die Transparenz über die bestehenden Restrisiken schafft. Eine «Hype» kann allerdings auch das beste Design und die beste Offenlegung nicht verhindern. Gegenüber solchen Vorkommnissen ist das Kapitalmarktrecht allerdings auch bei anderen kotierten Gesellschaften machtlos, vor allem, wenn deren Wert in einer rosigen, aber unsicheren Zukunft gesehen wird.

¹⁰ Vgl. zum Beispiel die Verlautbarung (Public Statement) von John Coates, Acting Director, Division of Corporation Finance, vom 8. April 2021 mit Fokus auf Haftungsrisiken (SEC.gov | SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws) (<https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>) oder die CF Disclosure Guidance No 11 vom 22.12.2020. (SEC.gov | Special Purpose Acquisition Companies) (<https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>).

¹¹ Tatsächlich gab es SPACs in den USA bereits in den 80er und 90er Jahren (vgl. Derek K. Heyman, From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2:1 2007, 531 f.

¹² <https://www.spacanalytics.com/>.