

# Inhalt

## Einleitung — 1

- I. Hintergrund und Anlass dieser Arbeit — 1
- II. Ziele dieser Arbeit — 5
- III. Struktur dieser Arbeit — 5

## A. Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) — 7

- I. Ziel und Aufbau des Kapitels — 7
- II. Grundlegendes — 7
- III. SPACs: Historie — 9
  - 1. Blank Check Company (BCC) — 9
    - a) Erscheinen und systematischer Betrug — 9
    - b) Regulierung und freiwillige Übernahme bei den SPACs — 10
    - c) Rule 419 des Securities Act 1933 — 11
      - aa) Treuhandkonto — 11
      - bb) Übernahmefrist — 11
      - cc) Mindestkapitaleinsatz — 12
      - dd) Abstimmung und Opt-out-Möglichkeit — 12
      - ee) Publizitätspflichten — 12
    - d) Verschwinden der BCCs und erstes Erscheinen der SPACs — 12
  - 2. SPACs der 2. Generation — 14
    - a) Aufstieg der SPACs — 14
    - b) Finanzmarktkrise — 15
  - 3. SPACs der 3. Generation — 16
    - a) Wiedererstarken der SPACs — 16
    - b) Strukturänderungen — 17
      - aa) Tender offer — 18
      - bb) Bulldog provision — 18
      - cc) Verkürztes Zeitfenster — 19
      - dd) Reduktion des finanziellen Risikos der Anleger — 19
- IV. Börsenvorgaben der NYSE und des NASDAQ für SPACs — 20
  - 1. Die allgemeinen gesetzlichen Registrierungsvorschriften bei einem IPO — 21
  - 2. Die speziellen Regeln für eine shell company — 21
  - 3. Die speziellen Anforderungen der Börsen für eine SPAC — 22
    - a) Rule 5101–2 des NASDAQ und § 119 des NYSE — 22

- b) Allgemeine Anforderungen an börsennotierte Unternehmen — **23**
- V. SPACs in Europa und Deutschland — **23**
  - 1. Europa — **23**
    - a) Beginn der Suche der Zielgesellschaft — **25**
    - b) Mindestverwendung des eingesammelten Kapitals — **26**
    - c) Aufgabe des shareholder votes — **26**
  - 2. Deutschland — **26**
    - a) Germany1 Ltd. — **26**
    - b) Helikos SE — **27**
    - c) CleanTech I SE — **28**
- VI. Investitionszyklus — **28**
  - 1. Gründungsphase — **29**
    - a) SPAC-Gründer und Managementteam — **29**
      - aa) Fachkompetenz zur Unternehmensübernahme und -führung — **30**
      - bb) Bekanntheit im Markt — **31**
      - cc) Stellung des capital at risk — **31**
    - b) Rechtsform — **32**
      - aa) Ziel — **32**
      - bb) Wahl des Gründungsrechts — **32**
    - c) SPAC-IPO — **33**
      - aa) Emissionsbanken — **33**
      - bb) Kostentragung der SPAC-Gründung und des Börsengangs — **34**
      - cc) Prospekt — **35**
  - 2. Post-IPO und Unternehmenssuche — **36**
    - a) Kapitalsammlung der SPAC — **36**
      - aa) Emittierte Anteile und Optionen — **36**
      - bb) Managementvergütung — **37**
      - cc) Einlage auf dem Treuhandkonto — **39**
      - dd) Investoren — **40**
    - b) Suche und Auswahl der Zielgesellschaft — **40**
      - aa) Zeitrahmen für die Unternehmenssuche — **41**
      - bb) Prozentuale Mindestverwendung des eingesammelten Kapitals — **42**
      - cc) Unternehmenssuche und Vorbereitung des Unternehmenskaufvertrags — **42**
  - 3. Abstimmung über die Unternehmensübernahme — **43**
    - a) Proxy statement — **43**

- b) Shareholder vote — 44
    - aa) Abstimmung über das business combination agreement — 44
    - bb) Gebrauch des Umtauschrechts der Anteile — 45
    - cc) Abhängigkeit der shareholder votes voneinander — 45
    - dd) Tender offer — 46
- 4. Unternehmensübernahme oder Abwicklung der SPAC — 47
  - a) Zustimmung zum business agreement und Unternehmensübernahme — 47
  - b) Unternehmensentwicklung — 48
  - c) Ablehnung des business combination agreements und Liquidierung der SPAC — 49

## **B. SPAC-Struktur in Konkurrenz zu Private Equity — 50**

- I. Theoretische Wertschöpfung der SPAC — 50
- II. Systematisierung der Finanzierung durch SPACs — 51
  - 1. Finanzierung mit Eigenkapital — 51
  - 2. Private und Public Equity — 52
  - 3. Private Equity über SPACs — 53
- III. Private Equity, Venture Capital und die Rolle der SPACs — 53
  - 1. Begriffsbestimmungen und Historie von Private Equity — 53
  - 2. Die öffentliche Wahrnehmung und wirtschaftliche Bedeutung von Private Equity — 55
    - a) Die öffentliche Wahrnehmung — 55
    - b) Die wirtschaftliche Bedeutung — 58
    - c) Die Besonderheiten des Venture Capitals — 58
    - d) Buy-out — 59
      - aa) MBO — 60
      - bb) MBI — 60
      - cc) OBO — 60
      - dd) LBO — 60
    - e) Mezzanine-Kapital — 61
  - 3. Überblick über den Investitionszyklus von Private Equity — 62
  - 4. Gründung der PE-Gesellschaft und Kapitalsammlung — 62
    - a) PE-Gesellschafts- und Fondsgründung — 63
    - b) Rechtsform — 63
    - c) Besonderheiten der Dachfonds — 65
    - d) Management der PE-Gesellschaft — 66
      - aa) Managementvertrag — 66
      - bb) Managementvergütung — 66

- cc) Berufliche Qualifikation — **67**
    - e) Anleger — **67**
      - aa) Anlegervertrag — **67**
      - bb) Anlegerprofil — **69**
  - 4. Unternehmenssuche — **69**
  - 5. Unternehmensbeteiligung — **69**
    - a) Unternehmenskaufvertrag — **69**
    - b) Asset oder Share Deal — **70**
    - c) Erwerbergesellschaft — **71**
  - 6. Unternehmensausstieg (Exit) — **71**
  - 7. Abgrenzung zu Hedge-Fonds — **72**
    - a) Gemeinsamkeiten — **72**
    - b) Unterschiede — **72**
- IV. Die Marktfunktion von SPACs in Abgrenzung zu PE — 73**
- 1. Übersicht — **73**
  - 2. Strukturelle Analyse des Investitionszyklus im Vergleich zwischen PE und SPAC — **74**
    - a) Managementteam — **74**
    - b) Haftungsbeschränkte Publikumsanlagegesellschaft — **74**
    - c) Kapitalsammlung und Anlegerstruktur — **75**
    - d) Fungibilität der Anteile — **75**
    - e) Gründungs- und Verwaltungskosten des Investitionsvehikels — **76**
    - f) Kapitalstruktur und Kapitalbedarf — **76**
    - g) Unternehmensgröße der Zielgesellschaften — **77**
    - h) Anzahl der Zielgesellschaften — **78**
    - i) Beteiligungserwerb — **78**
    - j) Exit — **79**
  - 3. Gesamtbetrachtung der strukturellen Unterschiede — **79**
- V. Interessenlage der Beteiligten — 80**
- 1. Interessen der Anleger — **81**
    - a) Grundsatz: unternehmensrisikobehaftete Finanzinvestition — **81**
    - b) Anlegereinfluss auf die Übernahme der Zielgesellschaft — **82**
      - aa) Abstimmung über die Zielgesellschaft — **82**
      - bb) Exit — **83**
    - c) Transparenz — **83**
    - d) Ergebnisse und Folgen der unterschiedlichen Einflussmöglichkeiten — **84**

2. Interessen des Managements — 85
  - a) Flexibilität — 86
  - b) Capital at Risk — 86
  - c) Managementbewertung — 87
  - d) Managementvergütung — 87
    - aa) Rechtliche Grundlage — 87
    - bb) Zeitpunkt und Höhe der Managementvergütung — 88
3. Interessen der Zielgesellschaft — 90
  - a) Nutzen der Eigenkapitalerhöhung — 90
  - b) Unternehmensberatung durch das Management — 91
  - c) Wachstumssprung und besondere Geschäftschance durch SPAC — 91
  - d) Gefahr des missbräuchlichen Managementeinflusses — 92
4. Wesentliche SPAC-Besonderheiten — 93
  - a) Nutzung einer Börse zur Kapitalsammlung — 93
    - aa) Greenmailing — 94
    - bb) Veräußerung zur Liquidität — 94
  - b) Reverse Merger — 95
- VI. Zusammenfassung und Ausblick — 95

## **C. Wirtschaftliches Leistungsvermögen einer SPAC-Übernahme — 99**

- I. Die Bewertung der SPAC am Kapitalmarkt — 99
  1. Einleitung — 99
  2. Datenzugang — 100
  3. Zusammenfassung der kursbeeinflussenden SPAC-Marktentwicklungen — 101
    - a) Volatiler SPAC-Markt — 101
    - b) Beeinflussung durch Marktbedingungen — 101
    - c) Strukturwandel der SPACs — 101
    - d) Einfluss des US-amerikanischen SPAC-Marktes — 102
- II. Bewertung einer Börsennotierung über eine SPAC gegenüber einem IPO — 102
  1. Kosten des IPO für die Zielgesellschaft — 102
  2. Kosten des Reverse Mergers im Rahmen einer SPAC-Übernahme für die Zielgesellschaft — 104
  3. Ergebnis — 105
- III. Statistische Untersuchung von SPACs — 106
  1. Einleitung — 106

- 2. Statistische Methoden — **106**
  - a) Performance-Messung mittels CAPM und Fama-French-Dreifaktorenmodell — **107**
  - b) Performance-Messung mittels Event Studies — **108**
  - c) Abhängigkeit der Performance von Variablen in einer Regressionsanalyse — **108**
  - d) Mittelwertvergleich von SPACs und anderen IPOs — **109**
- 3. Untersuchungszeiträume — **110**
  - a) No Target-Phase — **110**
  - b) Target Found-Phase — **110**
  - c) Acquisition Completed-Phase — **112**
- 4. Ergebnisse und Tendenzen der statistischen Untersuchungen — **112**
  - a) Performance — **112**
  - b) Weitere Tendenzen — **113**
- IV. Ursachenanalyse der SPACs-Performance — **115**
- V. Bewertung von SPACs — **117**
- 
- D. Rechtsprobleme bei der SPAC-Transaktion in der Rechtsform der deutschen AG — 120**
  - I. Einleitung — **120**
    - 1. Stand der Literatur und Ziel dieses Kapitels — **120**
    - 2. Problemkreise — **121**
      - a) Einflussnahme auf die Lenkungsmacht in der AG — **121**
      - b) Flexibilität des Eigenkapitals — **122**
      - c) Bedingte Befristung der Existenz — **123**
  - II. Zulassung der SPAC-Anteile an einer deutschen Wertpapierbörse — **123**
    - 1. Allgemeine Prospektanforderungen — **123**
      - a) Kein Ausnahmetatbestand — **124**
      - b) Wertpapiere — **124**
      - c) Prospektanforderungen — **125**
    - 2. Börsenzulassung — **126**
      - a) Verfahren — **126**
      - b) Problem des Mindestbestands des Unternehmens — **126**
      - c) Getrennte Zulassung von Gründer- und Publikumsanteilen — **127**

### III. Aktienrechtliche Probleme der SPAC-Gründung und -Verwaltung — 128

1. Einzahlung der Einlagen auf ein Treuhandkonto — 128
  - a) Verfahren der Kapitalaufbringung in der AG — 128
  - b) Erfordernis der Überlassung zur freien Verfügung des  
Vorstands — 129
    - aa) Problem der Einzahlung auf ein Treuhandkonto — 129
    - bb) Zulässiger Bindungsumfang — 130
2. Anlegerzustimmung zur Unternehmensübernahme — 134
  - a) Zwingende Kompetenzverteilung in der AG — 135
    - aa) Lenkungsmacht des Vorstands — 135
    - bb) Kontrollfunktion des Aufsichtsrats — 136
    - cc) Hauptversammlungsbeschluss zu  
Grundlagengeschäften — 137
  - b) Hauptversammlungskompetenz zur Abstimmung über die  
Unternehmensübernahme — 138
    - aa) Hauptversammlungsbeschluss aufgrund einer  
Strukturmaßnahme — 138
    - bb) Hauptversammlungskompetenz aus Gesetz insb. § 119  
Abs. 1 AktG — 139
    - cc) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz — 139
    - dd) Vorlage des Vorstands nach § 119 Abs. 2 AktG — 143
  - c) Hauptversammlungskompetenz durch  
Satzungsbestimmung — 146
    - aa) Unmittelbar — 146
    - bb) Mittelbar — 146
3. Opt-out-Recht der Anleger bei Abstimmung über die  
Unternehmensübernahme — 150
  - a) Grundlage — 150
  - b) Kapitalerhaltungsgrundsatz — 151
  - c) Zuwendung durch tender offer? — 151
  - d) Erwerb eigener Aktien — 152
  - e) Ausnahmetatbestände vom Verbot des Erwerbs eigener  
Aktien — 153
    - aa) Erwerb zur Einziehung nach § 71 Nr. 6 AktG — 154
    - bb) Zwangseinziehung nach § 237 Abs. 1 S. 1 1. Alt.  
AktG — 157
    - cc) Hauptversammlungsbeschluss zum Erwerb eigener Aktien  
nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG — 158
  - f) Bulldog provision — 161

- 4. Ausgestaltung der Gründer- und Publikumsanteile — **163**
    - a) Schaffung zweier Aktiengattungen — **164**
    - b) Anzuknüpfende Rechte und Pflichten bei Gründer- und Publikumsanteilen — **164**
    - c) Liquidationserlös — **165**
    - d) Stimmrechte — **165**
    - e) Keine Handelbarkeit der Gründeranteile — **167**
    - f) Umwandlung der Gründer- in Publikumsanteile — **167**
      - aa) Wertverhältnis zwischen Gründer- und Publikumsanteilen — **167**
      - bb) Rechtliche Umsetzung — **169**
  - 5. Emission der SPAC-units — **170**
    - a) Zulässigkeit der Emission von selbstständigen Optionen und Huckepackemissionen — **171**
    - b) Konflikt mit dem Bezugsrecht der Aktionäre nach § 187 AktG — **172**
    - c) Zulässigkeit der Absicherung durch bedingtes und genehmigtes Kapital — **174**
    - d) Stellungnahme — **175**
    - e) Kapitalabsicherung der Optionen in der AG — **178**
      - aa) Erwerb eigener Aktien — **179**
      - bb) Genehmigtes Kapital — **179**
      - cc) Bedingtes Kapital — **180**
      - dd) Kombination aus genehmigtem und bedingtem Kapital — **180**
      - ee) Erneute Schaffung des bedingten Kapitals — **181**
    - f) Spezifische SPAC-Lösung — **181**
      - aa) Leistungsabhängige Vorstandsvergütung — **181**
      - bb) Wartezeit — **185**
      - cc) Sonstige Aktienoptionsprogramme — **185**
  - 6. Liquidation nach Fristablauf — **186**
    - a) Auflösungsgrund nach § 262 Abs. 1 Nr. 1 AktG – Zeitablauf — **187**
    - b) Auflösungsgrund nach § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG – Hauptversammlungsbeschluss — **189**
      - aa) Stimmbindungsverträge — **189**
      - bb) Bedingter Auflösungsbeschluss — **190**
    - c) Rechtsfolgen der Auflösung — **191**
- IV. Systematische Probleme der SPAC im deutschen Aktienrecht — 192**

**E. Die SPAC-Transaktion im Kontrast zur Funktion des Eigenkapitals — 197**

- I. Die Funktion des Eigenkapitals im Unternehmensvermögen und zur Unternehmensfinanzierung — **197**
  1. Grundstock der Gesellschaft: das Eigenkapital — **198**
  2. Fremdkapital — **201**
  3. Unternehmensfinanzierung mit Fremd- und Eigenkapital — **202**
- II. Das Kapital in der Kapitalgesellschaft — **203**
  1. Funktion des Trennungsprinzips — **204**
  2. Haftungsbeschränkung als Folge des Trennungsprinzips — **206**
  3. Flankierung durch das Insolvenzrecht — **207**
  4. Kapitalaufbringung und -erhaltung im Einzelnen — **208**
    - a) Kapitalaufbringung — **209**
      - aa) Formell — **209**
      - bb) Materiell — **210**
    - b) Kapitalerhaltung — **211**
  5. Die Unterkapitalisierung als negative Funktionsbegrenzung des Eigenkapitals — **212**
  6. Gesellschaftsrechtsrichtlinie — **215**
    - a) Grundlagen der RL — **215**
    - b) Mindestkapital — **218**
    - c) Die Zerlegung des Kapitals in Aktien — **218**
    - d) Unterpariemissionsverbot — **218**
    - e) Kapitalaufbringung und -erhaltung — **219**
      - aa) Begrenzung von Ausschüttungen — **219**
      - bb) Erwerb eigener Aktien — **220**
    - f) Guernsey, Jersey und Isle of Man — **221**
    - g) SPACs unter der GesRL — **222**
- III. Kapitaldebatte: festes Nennkapital vs. Liquiditäts- und Solvenztests — **223**
  1. Hintergrund — **223**
  2. Die Kapitaldebatte — **226**
    - a) Die Gruppen und ihre Positionen — **226**
    - b) Argumente für die Liquiditäts- und Solvenztests — **227**
    - c) Argumente für das feste Nennkapital — **228**
  3. KPMG-Studie — **230**
    - a) Aufbau — **230**
    - b) Ergebnisse — **231**
      - aa) EU-Staaten — **231**
      - bb) Außereuropäische Staaten — **232**
      - cc) Kostenvergleich — **232**

|                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------|------------|
| dd) Einfluss der Reformvorschläge —                             | <b>233</b> |
| c) Kritikpunkte der Studie —                                    | <b>233</b> |
| d) Folgen der Studie —                                          | <b>234</b> |
| IV. Die SPAC-Einlage im Konzept des Eigenkapitals —             | <b>234</b> |
| V. Die Besonderheiten des SPAC-Kapitals in der Kapitaldebatte — | <b>237</b> |
| <br>F. Fazit —                                                  | <b>240</b> |
| <br>Abkürzungsverzeichnis —                                     | <b>246</b> |
| <br>Literaturverzeichnis —                                      | <b>250</b> |