

David Günther

**Special Purpose
Acquisition Companies
und die Ineffizienz
des Kapitalsystems**

DE GRUYTER

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. Anlegertzustimmung 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) Unterpariemiissionsverbot — 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 —	233
c)	Kritikpunkte der Studie —	233
d)	Folgen der Studie —	234
IV.	Die SPAC-Einlage im Konzept des Eigenkapitals —	234
V.	Die Besonderheiten des SPAC-Kapitals in der Kapitaldebatte —	237
F.	Fazit —	240
	Abkürzungsverzeichnis —	246
	Literaturverzeichnis —	250