



10 Jahre

# Recht der Finanzinstrumente

3. 2021

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

11.Jg. | 13.9.2021 | Seiten 161–240 | www.rdf-online.de

## EDITORIAL

*Frank Dornseifer:* Sustainable Finance: nachhaltiges Investieren ermöglichen statt zu bürokratisieren 161

## AUFSÄTZE

### AUFSICHTSRECHT

*Dr. Harald Glander und Daniel Lühmann:* Kategorisierung von Finanzinstrumenten nach der SFDR 164

*Alireza Siadat:* Markets in Crypto Assets Regulation – Vertrieb von Kryptofinanzinstrumenten 172

*Uwe Stoschek und Elhadj Abdoulaye Sène:* Offene Kryptofonds – eine neue Assetklasse 180

*Dr. Jochen Eichhorn und Dr. Kay-Michael Schanz:* „Deutsche“ SPAC unter gesellschafts- und aufsichtsrechtlichen Aspekten 186

### ZIVILRECHT

*Dr. Jan Könnecke:* BGH, XI ZB 35/18: Auflösung eines Missverständnisses 194

### STEUERRECHT

*Jürgen Bauderer, Dr. Heinrich Fleischer und Marco Zingler:* Regulatorische und grunderwerbsteuerliche Aspekte des Unit Deal bei Immobilien-Investmentvermögen 202

*Dr. Christian Altvater:* BMF-Schreiben zur umsatzsteuerlichen Behandlung von Leistungen der Börsenbetreiber – eine kritische Analyse 210

### LÄNDERREPORT

*Guy Harles und Adrian Aldinger:* RdF-Länderreport Luxemburg: Aktuelle Entwicklungen im Aufsichts-, Zivil-, Steuer und Bilanzrecht für den Kapitalmarkt 218

# „Deutsche“ SPAC unter gesellschafts- und aufsichtsrechtlichen Aspekten

Special Acquisition Companies (SPAC) prägen derzeit die Finanzteile der Zeitungen. Banken, Vermögensverwalter, aber auch Berater kommen nicht umhin, sich mit dem Wiederaufleben dieses Phänomens aus den USA zu beschäftigen. Mit den Börseneinführungen von Lakestar I SE, 468 SPAC I SE und OboTech Acquisition SE tauchten im Frühjahr 2021 an der Frankfurter Wertpapierbörse wieder SPAC auf – ein Phänomen, das der deutsche Kapitalmarkt mit den Emissionen der Germany1 Acquisition Ltd., Guernsey, sowie der Helikos S. E. und der European Clean Tech I SE, beide in Luxemburg aufgelegt, schon in den Jahren 2008 und 2010 gesehen hat. Wie damals folgten die neuen Initial Public Offerings (IPO) einer riesigen Welle solcher Transaktionen in den USA, wo bereits im ersten Quartal 2021 mit 300 Emissionen und einem Gesamterlöserlös von über 93 Mrd. US-Dollar die Rekordwerte des Jahres 2020 (248 SPAC-IPO mit einem Gesamterlös von über 84,4 Mrd.) übertroffen werden. Der nachfolgende Artikel beschäftigt sich mit der Frage, wie SPAC im deutschen Aktien- und Aufsichtsrecht einzuordnen sind.

Dr. Jochen Eichhorn, RA, und Dr. Kay-Michael Schanz, RA

## I. Einleitung

Die drei im Vorspann genannten deutschen Emissionen waren – wie ihre Vorgänger – in Hinblick auf den jeweils erzielten Emissionserlös und damit für Management und Sponsoren sehr erfolgreich. Inwieweit diese Emissionen auch für die Investoren erfolgreicher sein werden als ihre überwiegend gescheiterten Vorgänger, bleibt abzuwarten. Auch wenn Deutschland wie Europa (2020 und Q 1 2021 in Summe sieben SPAC-IPO mit einem Gesamterlös von 1,8 Mrd. Euro) hinter dem Volumen der USA deutlich hinterherhinkt, genießt das Thema SPAC mittlerweile auch bei uns breite Aufmerksamkeit. So spricht das Handelsblatt von einer „Riesenchance für Deutschland“<sup>1</sup>; die Deutsche Börse, die bereits 2010 in ihrem Deutsche Börse Listing-Guide spezifische Ausnahmeregelungen für SPAC aufgenommen und diese damit gefördert hatte, will sich hier im europäischen Wettbewerb positionieren und organisierte Anfang Mai 2021 einen Online-Roundtable mit dem vielsagenden Titel „SPAC – Die Welle rollt?“. Ungeachtet dieser rein kapitalmarktorientierten Perspektive dürfen die Implikationen von SPAC auf den M&A-Markt und die Unternehmensfinanzierung nicht unberücksichtigt bleiben: So haben von den 653 SPAC, die zwischen dem 1.1.2019 und dem 31.3.2021 IPO durchgeführt haben, 179 SPAC-Übernahmen mit einem Gesamtwert von über 53 Mrd. US-Dollar angekündigt.<sup>2</sup> Die potentielle Bedeutung von SPAC für Start-ups und junge Unternehmen wird eindrucksvoll durch das Münchener Flugtaxiunternehmen Liliun GmbH belegt, das als erstes deutsches Unternehmen den Börsengang über ein SPAC gewählt hat und dabei 830 Mio. US-Dollar bei einer Unternehmensbewertung von 3,3 Mrd. US-Dollar einnehmen konnte.<sup>3</sup>

## II. Funktionsweise

SPAC sind – regelmäßig neu gegründete – Mantelgesellschaften, die im Gegensatz zu sonstigen Börsenkandidaten im Zeitpunkt ihres IPO kein operatives, ihre Equity Story prägendes Geschäft haben. Über die Platzierung von Aktien im Rahmen eines Börsengangs sammeln sie Gelder von Investoren ein, um sich mit diesen später an einem anderen Unternehmen zu beteiligen. Anleger investieren damit in eine zunächst leere Unternehmenshülle. Sie verlassen sich dabei zum einen auf das im Börsenprospekt abgebildete Unternehmenskonzept, das im Wesentlichen die Kriterien eines geeigneten Zielunternehmens beinhaltet. Darüber hinaus kommt der Reputation und Erfahrung der Initiatoren und Manager des SPAC eine erhebliche Bedeutung zu. So müssen die Investoren für eine erfolgreiche Emission davon überzeugt werden, dass Initiatoren und Manager der SPAC in der Lage sind, attraktive Zielunternehmen zu identifizieren und zu angemessenen Konditionen zu erwerben. Vor diesem Hintergrund gehören häufig auch Beteiligungsgesellschaften oder deren Manager zu den Sponsoren. Sie tragen gänzlich das Risiko der Kapitalaufbringung, indem sie die kostenträchtige Strukturauf-

1 Holzki, Ran an den Spac: Die Börsenmäntel sind eine Riesenchance in Deutschland, HB 13.4.2021, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/meinung/kommentare/kommentar-ran-an-den-spac-die-boersen-maentel-sind-eine-riesenchance-fuer-deutschland/27094426.html?tikket=ST-7520415-dTRZlwBYHY1YdWaZqz47-ap5> (Abruf: 17.7.2021).

2 Deutsche Börse Group/Heuking/BDU, Präsentation, Online-Round-Table: SPAC – Die Welle rollt?, abrufbar unter [https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Vortraege/2021/Online\\_Roundtable\\_SPAC\\_Die\\_Welle\\_rollt.pdf](https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Vortraege/2021/Online_Roundtable_SPAC_Die_Welle_rollt.pdf) (Abruf: 17.7.2021).

3 HB, 31.3.2021, 1 und 4.

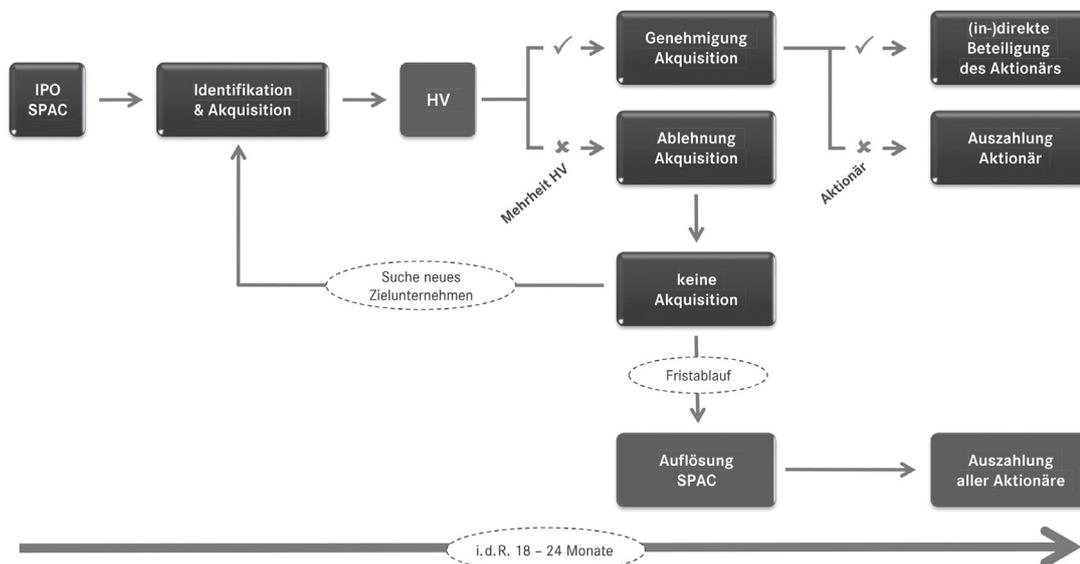


Abbildung: **SPAC-Ablauf** (Quelle: Lighthouse Corporate Finance GmbH)

rierung und Börseneinführung einer SPAC aus eigenen Mitteln vorfinanzieren. Im Gegenzug erhalten sie ihre Aktien regelmäßig zum Nominalwert und auch die Optionen zu einem deutlich niedrigeren Kurs als die Zeichner beim nachfolgenden Börsengang. Bei der Beurteilung dieser Vorzugskonditionen ist neben den auf eigenes Risiko erbrachten Vorleistungen zu berücksichtigen, dass das Managementteam für die im Vorfeld eines Börsengangs erbrachten Leistungen regelmäßig zunächst keine und auch später allenfalls eine eingeschränkte Vergütung erhält und die übrigen Investoren für den Fall einer späteren Auflösung der Gesellschaft eine Liquidationspräferenz erhalten. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Aktien der Initiatoren regelmäßig auch noch nach Durchführung der im Fokus der Aktivitäten stehenden Unternehmensakquisition einer Veräußerungssperre unterliegen. Beim IPO einer SPAC werden regelmäßig sog. Units platziert, die aus einer Aktie und Optionsschein(-en) bestehen, wobei die beiden Wertpapiere kurze Zeit nach Aufnahme der Notierung getrennt gehandelt werden. Die Optionsscheine sind i. d. R. erst nach Erwerb eines Zielobjekts ausübbar und berechtigen dazu, weitere Aktien der SPAC zu einem festgelegten Betrag zu erwerben.<sup>4</sup> Durch den Börsengang wird die Beteiligung des Managementteams und der Sponsoren regelmäßig auf eine Höhe von 20–25% verwässert. Der Emissionserlös wird, soweit er nicht zur Abdeckung der Kosten des Börsengangs und des laufenden Geschäftsbetriebs benötigt wird, regelmäßig dem Einfluss des Managements entzogen und bei einem Treuhänder hinterlegt. Nach dem Börsengang hat die SPAC einen vorgegebenen Zeitraum von regelmäßig 18–24 Monaten zum Erwerb eines Unternehmens. Für den Fall, dass ein entsprechendes Zielunternehmen identifiziert<sup>5</sup> und eine Einigung mit dessen Gesell-

schaftern erzielt werden kann, wird das Management das Akquisitionsvorhaben der Hauptversammlung (HV) der SPAC zur Genehmigung vorlegen. Erhält der Akquisitionsvorschlag dort nicht die nach der Satzung erforderliche Zustimmung von regelmäßig 75–80% der Stimmen der Aktionäre, so hat das – hier nicht stimmberechtigte – Managementteam die Möglichkeit weiterer Versuche, sofern der satzungsgemäß vorgegebene Zeitraum hierfür ausreicht. Ist dies nicht der

Fall, so wird die SPAC liquidiert. Die Investoren haben zu diesem Zeitpunkt eine relativ gute Chance, ihr Investment zurückzuerhalten.<sup>6</sup> Bei Erreichen der erforderlichen Zustimmung der Aktionäre wird die Transaktion durchgeführt,<sup>7</sup> wobei widersprechende Gesellschafter bis zu einer in der Satzung bestimmten Höchstgrenze von regelmäßig 20–35% der an außenstehende Investoren ausgegebenen Anteile<sup>8</sup> das Recht haben, ihre Anteile gegen Zahlung ihres rechnerischen Anteils am Treuhandkonto zurückzugeben und damit aus der Gesellschaft auszuscheiden.<sup>9</sup> Nach Durchführung der Akquisition wird das Zielunternehmen auf die SPAC verschmolzen, oder es ist über die SPAC als (Mit-)Gesellschafter zumindest indirekt börsennotiert.

### III. SPAC im deutschen Recht

SPAC werfen im deutschen Recht eine Vielzahl von Fragen auf, sowohl aufsichtsrechtlicher wie auch gesellschaftsrechtlicher Natur.

4 Näher zur Strukturierung bzw. Bewertung der Optionsscheine vgl. *Simmat/Siebert*, CFL 2010, 13, 14; *Röder/Walkshäusl*, FB 2009, 641, 643 ff.

5 Zu den hier bestehenden Ad-hoc-Verpflichtungen vgl. *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224, 231; *Simmat/Siebert* (Fn. 4), 13, 20.

6 Demgegenüber verfallen alle ausgegebenen Optionsscheine ohne Ersatz.

7 Das ist das sog. De-SPACing. Dabei wird der Emissionserlös der SPAC häufig durch Ausgabe weiterer Aktien oder den Einsatz von Fremdmitteln in mehr oder weniger großem Umfang ergänzt. So belief sich der (implizite) Unternehmenswert beim Kauf der AEG Power Solutions durch Germany 1 auf 532 Mio. Euro, wobei der Kaufpreis durch 200 Mio. Euro in bar und über 19 Mio. wandelbaren Namensaktien an Germany 1 bezahlt wurde.

8 *Zanner/Siebert* (Fn. 5), 224, 225.

9 Das sind die sog. Redemption Rights. Gelegentlich ist die Durchführung der beabsichtigten Akquisition nicht von einer Zustimmung der Hauptversammlung abhängig, sondern allein von der Anzahl der zurückgegebenen Aktien; *Simmat/Siebert* (Fn. 4), 13, 16 m. w. N.

## 1. Kapitalmarktrecht

### a) Börsenzulassung

Die Aktien von SPAC können in Deutschland grundsätzlich im Regulierten Markt oder im Freiverkehr (open market) einer Börse zum Handel zugelassen werden. Die geringeren Anforderungen im „Open Market“ scheinen zwar auf den ersten Blick attraktiv zu sein, sind allerdings nicht geeignet, das Vertrauen in SPAC zu stützen.<sup>10</sup> Die Deutsche Börse AG ermöglicht deshalb die Zulassung von SPAC vornehmlich im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse. Problematisch ist bei der Zulassung allenfalls, dass nach § 3 Abs. 1 BörsZulV der Emittent mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden und seine Jahresabschlüsse für die drei dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre entsprechend den hierfür geltenden Vorschriften offengelegt haben muss. Dies ist bei einer SPAC i. d. R. nicht der Fall. Die Deutsche Börse AG lässt Aktien im Rahmen einer Ermessensentscheidung<sup>11</sup> abweichend hiervon zu, wenn dies im Interesse des Emittenten und des Publikums liegt (§ 3 Abs. 2 BörsZulV). Bei der Zulassung von SPAC hat sich die Deutsche Börse AG bislang im Einzelfall für eine Zulassung zum regulierten Markt entschieden, wenn

- der Emissionserlös auf ein verzinsliches Treuhandkonto eingezahlt wird,
- der Verwendungszweck des Emissionserlöses im Prospekt detailliert dargestellt wird,
- die SPAC zeitlich befristet ist, bei Auflösung das Treuhandvermögen an die Anleger ausgeschüttet wird und sichergestellt ist, dass die Gesellschafter mit einer Mehrheit von mindestens 50% über die Verwendung des Treuhandvermögens entscheiden.<sup>12</sup>

### b) Lizenzierungs- oder Registrierungspflicht als Investmentvermögen (KAGB)

Die steigende Nachfrage nach SPAC ruft vermehrt die EU-Finanzaufsichtsbehörden auf den Plan.<sup>13</sup> Auch in den USA reagierte die SEC als Börsenaufsicht auf einen vermeintlichen Überwachungsbedarf.<sup>14</sup> Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob SPAC ggf. bereits nach dem geltenden Recht beaufsichtigt werden müssen, weil es sich um Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch handelt.

#### aa) Investmentvermögen

Ein erlaubnis- (§§ 20, 22 KAGB) oder registrierungspflichtiges (§ 44 KAGB) Investmentvermögen liegt vor, wenn es um einen sog. „Organismus für gemeinsame Anlagen“ geht, der von mehreren Anlegern Kapital einsammelt, um dies gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren. Operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors sind keine Investmentvermögen im vorstehenden Sinne. Begrenzen Anlagebedingungen oder die Satzung die Anzahl der Anleger auf nur einen Anleger liegt auch kein Investmentvermögen vor

(§ 1 Abs. 1 KAGB). Auf den ersten Blick scheint eine SPAC ein Investmentvermögen zu sein:

1. Zunächst werden SPAC in Europa derzeit regelmäßig als Societas Europaea (SE), der europarechtlichen Variante einer Aktiengesellschaft, aufgelegt. Es handelt sich dabei um einen „Organismus“, da darunter jede Art von Gesellschaft zu verstehen ist.<sup>15</sup>
2. Auch das Kriterium einer „gemeinsamen Anlage“ ist erfüllt, da die Anleger gemeinschaftlich an den Chancen und Risiken des Organismus beteiligt werden.<sup>16</sup> Dieses Tatbestandsmerkmal würde indes nicht vorliegen, wenn die Anleger eine laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis über das eingesammelte Vermögen hätten. Dies ist aber nicht bereits dadurch der Fall, dass der Aktionär über Abstimmungen in der Hauptversammlung an der Entscheidung über den Erwerb des Zielunternehmens beteiligt wird. Anders wäre es, wenn die Aktionäre tägliche, operative Fragen der Verwaltung des Vermögens beeinflussen könnten, was bei SPAC aber nicht der Fall ist.<sup>17</sup>
3. Ein „Einsammeln“ von Kapital liegt vor, wenn die SPAC selbst oder eine Person oder ein Unternehmen für Rechnung der SPAC gewerblich bei Anlegern Kapital beschafft.<sup>18</sup> Auch dies ist bei SPAC regelmäßig der Fall.
4. Zudem setzt ein Investmentvermögen die Festlegung einer „Anlagestrategie“ voraus. Dafür reicht es nicht, wenn nur eine allgemeine Geschäftsstrategie verfolgt wird. Vielmehr müssen genauere Anlagebedingungen festgelegt sein. Hierbei sind die folgenden Kriterien maßgebend:<sup>19</sup>
  - a) Die Strategie ist spätestens zu dem Zeitpunkt festgelegt, zu dem die Beteiligung des Anlegers bindend wird:

10 Weiteres zum „Open Market“ von *Harrer*, in: Drinhausen/Eckstein (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, 3. Aufl. 2018; § 20 B I 2 a.

11 *Hell*, BKR 2021, 26, 30.

12 Deutsche Börse Cash Market – SPAC, abrufbar unter <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/going-public/spac> (Abruf: 17.7.2021); *Hell*, BKR 2021, 26, 30, m. w. N. in Fn. 40.

13 ESMA, EU-Aufsicht schaut bei SPACS genauer hin, WiWo, 22.4.2021, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/esma-eu-aufsicht-schaut-bei-spacs-genauer-hin/27121812.html> (Abruf: 3.8.2021).

14 SEC, SPAC-Boom ruft Börsenaufsicht auf den Plan, WiWo, 25.3.2021, abrufbar unter [https://www.wiwo.de/esma-eu-aufsicht-schaut-bei-spacs\[1\]genauer-hin/27121812.html](https://www.wiwo.de/esma-eu-aufsicht-schaut-bei-spacs[1]genauer-hin/27121812.html) (Abruf: 3.8.2021).

15 BaFin, 14.6.2013, geändert am 9.3.2015 – Q 31-Wp 2137-2013/0006, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentcheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invermoegen.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentcheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invermoegen.html) (Abruf: 3.8.2021), I. 1; *Volhard/Jang*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl. 2017, § 1, Rn. 5.

16 BaFin (Fn. 15), I. 2.

17 ESMA, Leitlinien AIFMD, 13.8.2013, ESMA/2013/611, Ziff. II.

18 ESMA (Fn. 17), Ziff. VII.13; BaFin (Fn. 15), I. 3; *Volhard/Jang* (Fn. 15), § 1, Rn. 16 ff.

19 BaFin (Fn. 15), I. 5.

Dies ist bei SPAC so, da die Strategie im Verkaufsprospekt vor der Zeichnung festgelegt wird.

- b) Die Anlagestrategie wird in einem Dokument dargelegt, das Bestandteil der Vertragsbedingungen oder der Satzung des Organismus ist bzw. auf das darin Bezug genommen wird: Das ist bei den meisten SPAC gegeben, da die Anlagestrategie in der Satzung<sup>20</sup> und/oder im Prospekt steht, auf den i. d. R. in der Satzung Bezug genommen wird.
- c) Die Gesellschaft hat eine rechtlich bindende und von den Anlegern durchsetzbare Verpflichtung, diese Strategie einzuhalten: Auch das ist i. d. R. gegeben, weil die SPAC sich an das halten muss, was den Investoren im Prospekt kommuniziert wurde, um eine Prospekthaftung zu vermeiden.
- d) Die Anlagestrategie umfasst auch Anlagerichtlinien, die alle oder zumindest einzelne der nachstehend genannten Kriterien erfüllen:<sup>21</sup>
  - *Kategorien von Vermögenswerten und Beschränkung bei der Anlage:* Dies ist regelmäßig der Fall, da sich die Initiatoren und Verwalter der SPAC unter Berücksichtigung ihrer Expertise und Erfahrung auf Zielunternehmen einer bestimmten Branche festlegen und damit auch beschränken.
  - *Verfolgung bestimmter Strategien:* SPAC verfolgen eine private-equity-ähnliche, regelmäßig auf ein einziges Unternehmen fokussierte Investitionsstrategie und verhelfen Unternehmen zu einem (direkten oder indirekten) Listing.
  - *Anlage in bestimmten geografischen Gebieten:* Diese wird bei SPAC häufig vorgegeben, da sich die Initiatoren und Verwalter des SPAC auf Zielunternehmen aus bestimmten Ländern und Regionen konzentrieren.
  - *Einschränkungen bezüglich Hebelfinanzierungen:* Solche kommen dann in Betracht, wenn – wie so häufig – neben dem eingeworbenen Eigenkapital auch Fremdkapital beim Erwerb des Zielunternehmens eingesetzt wird.
  - *Mindesthaltezeiten:* Diese sind bei SPAC nicht vorgesehen. Da sie börsennotiert sind, können die Aktien grundsätzlich jederzeit wieder veräußert werden.
  - *Einschränkungen zur Risikostreuung:* Bei SPAC gibt es häufig keine Risikostreuung, weil sich diese im Regelfall zunächst nur auf den Erwerb eines Zielunternehmens konzentrieren, das dann ggf. eine Buy-and-Build-Strategie verfolgt.

Möglicherweise gibt es bei dem Kriterium der Anlagestrategie einen gewissen Handlungs- bzw. Gestaltungsspielraum, wenn den Initiatoren der SPAC daran gelegen ist, das KAGB nicht zur Anwendung kommen zu lassen.

5. Ein weiteres Kriterium für das Vorliegen eines Investmentvermögens ist, dass das eingesammelte Kapital zum Nutzen der Anleger angelegt wird und nicht nur zum Nutzen der Gesellschaft. I. d. R. ist dieses Kriterium erfüllt, da eine Investition in ein Zielunternehmen auch den Anlegern der SPAC zugutekommen soll.
6. Schließlich handelt es sich bei der SPAC auch nicht um ein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Dies wäre nur dann der Fall, wenn ein industrieller oder sonstiger „operativer“ Zweck verfolgt wird, was bei SPAC zumindest bis zum Erwerb nicht der Fall ist.
7. Holdingausnahme: Die SPAC fällt auch nicht unter die Holdingausnahme nach § 2 Abs. 1 KAGB. Dies wäre nur der Fall, wenn alle folgenden Voraussetzungen erfüllt würden: Die SPAC müsste eine Beteiligung an einem oder mehreren anderen Unternehmen halten (§ 2 Abs. 1 Nr. 1 1. Halbs. KAGB). Bereits daran scheitert regelmäßig die Anwendung der Holdingausnahme, zumindest in der ersten und entscheidenden Phase des SPAC vom Börseneinführungsprozess bis zum Erwerb eines Zielunternehmens. Eine Holding liegt nach dem Wortlaut des Gesetzes erst dann und nur dann vor, wenn tatsächlich eine Beteiligung „gehalten“ wird. Allein die Absicht des künftigen Erwerbs reicht auch dann nicht aus, wenn der alleinige Zweck, wie bei einer SPAC, das Halten einer Beteiligung ist. Auf die Holdingausnahme beruft man sich indes in den gleichlautenden Ausführungen der Prospekte der drei seit kurzem an der Deutschen Börse notierten SPAC (s. Abschn. I). Dort vertreten die Emittenten jeweils die Auffassung, die Gesellschaft falle nicht unter das Investmentrecht, weil die SPAC mit dem Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses ihre Geschäftstätigkeit als SPAC beende. Sie habe dann nicht mehr den Unternehmenszweck der Investition im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses, sondern sei dann eine operative Gesellschaft und eine Holdinggesellschaft eines Konzerns. Zugleich wird auf das Risiko einer abweichenden aufsichtsrechtlichen Einschätzung und einer Qualifikation der SPAC als erlaubnispflichtiges Investmentvermögen hingewiesen.<sup>22</sup> Die Einschätzung in den Prospekten mag für die Phase nach dem De-Spac zutreffen, nicht jedoch für die erste Phase eines SPAC, die für die Einordnung als Investmentvermögen und eine Beaufsichtigung durch die BaFin von besonderer

20 Lakestar SPAC I SE, Statuts Cordonnes au 19 Fevrier 2021, abrufbar unter <https://lakestar-spac1.com/websites/lakestar-spac/English/1200/listing-documentation.html> (Abruf: 3.8.2021), Article 2.

21 ESMA, Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) – Berichtigte Fassung vom 30.1.2014, ESMA/2013/611, S. 7.

22 Lakestar SPAC I SE, Listing Documentation, abrufbar unter <https://lakestar-spac1.com/websites/lakestar-spac/English/1200/listing-documentation.html> (Abruf: 17.7.2021), „1. Risk Factors“, S. 11, II. 1.3.1.

Bedeutung ist. Diese Phase kann zwei bis drei Jahre dauern. Gerade in dieser Anfangsphase bestehen besondere Risiken der ordnungsgemäßen Verwendung des von den Anlegern anvertrauten Gelds. Orientiert man sich bei der Anwendung der Holdingausnahme nicht nur am Wortlaut, sondern auch an dem Ziel des Gesetzgebers, dann muss auf die AIFM-Richtlinie<sup>23</sup> zurückgegriffen werden, die mit dem KAGB in deutsches Recht umgesetzt wurde. Maßgeblich ist hier Art. 2 Abs. 3 Buchst. a AIFM-Richtlinie<sup>24</sup>, mit dem nach Auffassung der EU-Kommission gesellschaftsrechtliche Strukturen innerhalb von Großkonzernen (sog. Industrieholdings) ausgenommen werden sollten. Um eine solche handelt es sich bei einer SPAC definitiv nicht. Folglich wird die Holdingausnahme schon in Ermangelung des Haltens einer Beteiligung nicht zur Anwendung kommen. Es kann hier folglich darauf verzichtet werden auf die weiteren Voraussetzungen für die Anwendung der Holdingausnahme einzugehen:

8. Zusammenfassend spricht vieles dafür, SPAC als Investmentvermögen i. S. v. § 1 Abs. 1 KAGB zu klassifizieren. Dies gilt zumindest in der Phase bis zum Erwerb eines Zielunternehmens. Von der Vielzahl der Gestaltungsformen von Investmentvermögen käme bei SPAC i. d. R. die der intern verwalteten Investmentaktiengesellschaft (§§ 140 bis 148 KAGB) in Betracht. Eine solche müsste von der BaFin genehmigt oder registriert werden. Dabei wird i. d. R. eine Genehmigung erforderlich sein, da die Voraussetzungen für eine wesentlich weniger aufwändige Registrierung nicht erfüllt werden können (s. § 44 Abs. 1 KAGB i. V. m. § 2 Abs. 1 Nr. 4, 4a und 5 KAGB). Mit der Genehmigung und Registrierung einher geht die Aufsicht durch die BaFin (§ 5 KAGB). Bei der Registrierung ist diese jedoch auf Grund der deutlich geringeren Meldepflichten weniger weitgehend. Ob eine solche Aufsicht über SPAC sinnvoll ist, kann unterschiedlich bewertet werden. Möglicherweise könnten SPAC eine gewisse Überwachung verdienen, da mit ihnen fremdes Geld der Investoren treuhänderisch verwaltet wird, um es in ein Unternehmen zu investieren. Möglichkeiten des Missbrauchs des damit in Anspruch genommenen Vertrauens bestehen, auch wenn es meist Vorkehrungen gibt, um einen solchen Missbrauch zu verhindern (z. B. Anlage des Gelds bei einem Treuhänder, Zustimmung der Anleger vor der Akquisition, Ausstiegsrecht der Investoren). Unter Umständen reicht es aber auch aus, die Aufsicht der BaFin hinsichtlich SPAC auf den Verbraucherschutz und die Anwendung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes zu beschränken (s. dazu Abschn. II.1.c)).

### bb) Konsequenzen

Die Einordnung von SPAC als Investmentvermögen ist nicht nur von Bedeutung, wenn diese in Deutschland nach deutschem Recht aufgelegt werden, was es bislang – soweit ersichtlich –

nicht gab. Auch wenn die SPAC in einem anderen Staat konzipiert und nach dem dortigen Recht aufgelegt wird, ist die Frage der Einordnung als Investmentvermögen nach dem KAGB von Bedeutung, wenn die Aktien der SPAC in Deutschland vertrieben werden. Es sind dann die umfangreichen Anzeigepflichten für ausländische Investmentvermögen nach den §§ 309 ff. KAGB zu beachten.<sup>25</sup> Unter „Vertrieb“ ist nach § 293 Abs. 1 S. 1 KAGB das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens zu verstehen. Dieser weite Vertriebsbegriff<sup>26</sup> umfasst auch das Darbieten der Möglichkeit zur Zeichnung.<sup>27</sup> Alleine das Listing der SPAC an einer in- oder ausländischen Börse wird noch keinen Vertrieb begründen. Es bedarf vielmehr weiterer Aktivitäten im deutschen Markt, damit es zu einem Vertrieb in Deutschland kommt. Geben aber Anlageberater mit Sitz in Deutschland Empfehlungen zum Erwerb solcher ausländischen SPAC oder erwerben deutsche Vermögensverwalter Aktien eines SPAC-Investmentvermögens für ihre Kunden, liegt regelmäßig ein Vertrieb im vorstehenden Sinne vor.<sup>28</sup> Es wäre zu empfehlen, dass Emittenten und/oder Vertriebsstellen von der Möglichkeit Gebrauch machen, die Frage der Anwendbarkeit des KAGB auf SPAC abschließend und verlässlich zu klären, was in § 5 Abs. 3 KAGB auch vorgesehen ist.<sup>29</sup>

### c) Aufsichtsrechtliche Vorgaben zum Anlegerschutz

Von Bedeutung sind auch die aufsichtsrechtlichen Vorgaben zum Anlegerschutz, die bei Aktien an SPAC beachtet werden müssen. Schließlich sind diese grundsätzlich von jedermann, erwerbbar, weil börsennotiert. Zudem genießen SPAC seit einiger Zeit eine erhebliche mediale Aufmerksamkeit, was auch dazu führen wird, dass zukünftig nicht nur erfahrene Investoren, sondern auch breite Anlegerkreise Interesse an SPAC haben werden. Dabei ist insbesondere die erhebliche Komplexität einer Ak-

23 Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU vom 1.7.2011, L 174, 1.

24 Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU vom 1.7.2011, L 174, 1.

25 BaFin, 4.7.2013, geänd. 16.3.2018 – WA 41-Wp 2137-2013/0293, Häufige Fragen zum Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen nach dem KAGB, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq\\_kagb\\_vertrieb\\_erwerb\\_130604.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq_kagb_vertrieb_erwerb_130604.html) (Abruf: 17.7.2021), Nr. 2.

26 Paul, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl. 2017, § 293, Rn. 5.

27 Keunecke/Schwack, in: Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Bd 1: KAGB, 2016, § 293, Rn. 22.

28 BaFin (Fn. 25), Nr. 1.7.

29 S. hierzu auch Hippeli, WM 2018, 253.

tienbeteiligung an SPAC und deren ausgeprägtes Chancen-Risiko-Profil zu berücksichtigen.

#### aa) Umgang mit Interessenskonflikten

Sollte ein Kreditinstitut an der Konzeptionierung oder dem Börsengang eines SPAC beteiligt sein und zugleich bei dessen Vertrieb aktiv werden, hat es die Vorschriften zum Umgang mit Interessenskonflikten zu beachten. So muss es auf Dauer angemessene Maßnahmen treffen, um Interessenkonflikte bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen zu vermeiden (§ 80 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Soweit diese Maßnahmen nicht ausreichen, um Interessenkonflikte zu Lasten von Kunden zu vermeiden, müssen die Kunden über die Interessenkonflikte und die zur Wahrung der Kundeninteressen unternommenen Schritte angemessen informiert werden (§ 63 Abs. 2 WpHG).

#### bb) Vorgaben zur Konzeptionierung

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Aktien an SPAC konzipiert (Konzepteur), muss den aufsichtsrechtlichen Anforderungen zur sog. Product Governance genügen. Konzepture sind alle, die an der Konzeption (Neuschaffen, Entwickeln, Begeben, Gestalten von Finanzinstrumenten – § 11 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV) des SPAC beteiligt sind, somit auch emissionsbegleitende und -beratende Wertpapierdienstleistungsunternehmen.<sup>30</sup> Konzepture von SPAC müssen für die von ihnen geschaffenen Aktien einen Zielmarkt definieren und dafür sorgen, dass die Strategie für den Vertrieb der Aktien mit diesem Zielmarkt vereinbar ist. Es müssen zudem zumutbare Schritte unternommen werden, damit die Aktien auf dem bestimmten Zielmarkt vertrieben werden (§ 80 Abs. 9 WpHG). Der Zielmarkt für SPAC-Aktien wird vergleichsweise eng definiert werden müssen. Schließlich handelt es sich dabei nicht um eine „normale“ Aktie. Denn beim Erwerb der Aktie ist noch nicht bekannt, in welches Unternehmen investiert wird. Zudem hat sich der Aktionär dann im Vorfeld des Hauptversammlungsbeschlusses über die Genehmigung der beabsichtigten Transaktion selbst ein Bild davon zu verschaffen, ob er das Investment für sinnvoll erachtet. Das erfordert die Bereitschaft und Fähigkeit, sich mit diesem Investment auseinanderzusetzen. All dies lässt die Aktien einer SPAC nur als ein für wenige erfahrene und risikobereite Anleger angemessenes Investment erscheinen.

#### cc) Vorgaben zum Vertrieb

Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Aktien von SPAC vertreiben, sind zunächst verpflichtet, die Zielmarktbestimmung, die bereits vom Konzepteur durchgeführt wurde, zu plausibilisieren und zu konkretisieren (§ 12 Abs. 3 S. 1 WpDVerOV).<sup>31</sup> Hat der Konzepteur keine Zielmarktbestimmung durchgeführt, so muss das Vertriebsunternehmen einen solchen selbst bestimmen (§ 12 Abs. 2 S. 1, Abs. 3 S. 2 WpDVerOV).<sup>32</sup> Das vertreibende Wertpa-

pierdienstleistungsunternehmen muss zunächst die von ihm angebotenen SPAC-Aktien verstehen und deren Vereinbarkeit mit den Bedürfnissen des Kunden beurteilen, auch unter Berücksichtigung des Zielmarkts. Es muss zudem sicherstellen, dass die Aktie an dem SPAC den Interessen des Kunden entspricht (§ 63 Abs. 5 WpHG). Auch in diesem Zusammenhang ist die besondere Komplexität einer SPAC-Beteiligung zu berücksichtigen. Alle Informationen, die man Kunden zugänglich macht, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Marketingmitteilungen müssen als solche erkennbar sein (§ 63 Abs. 6 WpHG).

#### dd) Produktintervention

Seit 2015 kann die BaFin zudem zum „kollektiven Verbraucherschutz“ sog. „Produktinterventionen“ erlassen, d.h. die Vermarktung bestimmter Finanzprodukte beschränken und sogar verbieten, wenn diese erhebliche Bedenken bezüglich des Anlegerschutzes rechtfertigen oder eine Gefahr für die ordnungsgemäße Funktionsweise, Integrität oder Stabilität eines Finanzmarkts darstellen (§ 15 Abs. 1 S. 2 WpHG).<sup>33</sup>

## 2. Gesellschaftsrecht

Neben der Frage nach der Lizenzierungs- oder Registrierungspflicht als Investmentvermögen stellen sich gesellschaftsrechtliche Fragen, die die Funktionsweise von SPAC aufwirft, wenn diese als deutsche AG dem AktG unterfallen.

#### a) Einlage und Kapitalaufbringungsregeln

Ungeklärt ist, ob die Einlage, die von den Zeichnern im Rahmen der Platzierung der neuen Aktien geleistet und dann zu einem weit überwiegenden Teil auf einem Treuhandkonto gehalten wird, tatsächlich wie nach § 188 Abs. 2 i.V.m. § 37 Abs. 1 AktG erforderlich – zur freien Verfügung des Vorstands steht. Wenn gleich schuldrechtliche Verwendungsabsprachen grundsätzlich zulässig sein sollen,<sup>34</sup> sind Abgrenzungen zu insoweit schädlichen rechtlichen oder tatsächlichen Hinderungsgründen<sup>35</sup>

30 Lohmann/Gebauer, BKR 2018, 244, 251, 1.a; Busch, WM 2017, 409, 410; Bley, WM 2018, 162, 168.

31 In § 12 WpDVerOV ist von „Vertriebsunternehmen“ die Rede, wobei § 12 Abs. 2 S. 1 WpDVerOV zusätzlich auch von Anbieten oder Empfehlen spricht. Die ESMA gibt Verkaufen als Tätigkeit von Distributoren an, ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements, 5.2.2018, ESMA35-43-620, 4, III. Nr. 6. Die genauen Unterschiede zwischen den Tätigkeiten können hier offenbleiben.

32 Vgl. auch ESMA (Fn. 31), S. 16 (Nr. 61–63).

33 S. BaFin, geänd. am 1.8.2019, Produktintervention – Hintergrund, ergriffene Maßnahmen und weitere Informationen, abrufbar unter [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Produktintervention/produktintervention\\_artikel.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Produktintervention/produktintervention_artikel.html) (Abruf: 17.7.2021).

34 Pentz, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar, AktG, Bd. 1, 5. Aufl. 2019, § 36, Rn. 53; Hüffer/Koch, AktG, 15. Aufl. 2021, § 36, Rn. 9, jeweils m. w. N.

35 Vgl. Pentz (Fn. 34), § 36, Rn. 48; Hüffer/Koch (Fn. 34), § 36, Rn. 7, jeweils m. w. N.

schwierig. Schon in Anbetracht der Entscheidungskompetenz der Investoren nimmt ein Teil der Literatur hier eine unzulässige Absprache an.<sup>36</sup>

Gleichermaßen unflexibel zeigt sich das deutsche Aktienrecht hinsichtlich der ggf. erforderlichen Anpassung der Zahl der Sponsorenaktien an den tatsächlich erzielten Emissionserlös.<sup>37</sup>

### b) Beteiligung der Initiatoren

Fragen wirft auch das teilweise unterschiedliche Regelungsregime auf, dem die Aktien der Initiatoren und die der späteren Investoren nach dem SPAC-Modell bis zum Vollzug der angestrebten Unternehmensakquisition unterliegen. So sollen allein die Investoren über die vorgeschlagene Transaktion entscheiden, das Stimmrecht der Initiatoren ist insoweit eingeschränkt. Diese haben im Gegensatz zu den Investoren auch kein Austrittsrecht und partizipieren auch nicht im Falle einer Ausschüttung der Mittel auf dem Treuhandkonto. Nach § 11 AktG kann eine Satzung unterschiedliche Gattungen von Aktien vorsehen, die sich bspw. bei der Verteilung des Gewinns und des Liquidationserlöses oder hinsichtlich von Opt-out-Rechten unterscheiden.<sup>38</sup> Demgegenüber ist eine satzungsmäßige Beschränkung des Stimmrechts zunächst einmal nur unter den Voraussetzungen des § 139 AktG möglich, wonach den Inhabern von Vorzugsaktien im Gegenzug für den Verzicht auf das Stimmrecht ein Gewinnvorzug einzuräumen wäre. Ein solcher aber wäre gerade nicht mit der Grundstruktur einer SPAC vereinbar. Trotzdem ist das gewünschte Ergebnis dadurch erzielbar, dass das Erfordernis eines Sonderbeschlusses der Investoren i.S.v. § 138 AktG in der Satzung verankert wird, z.B. bei einer Neufassung der Satzungsbestimmung zum Unternehmensgegenstand.<sup>39</sup>

### c) Optionsscheine

Ob die bei SPAC übliche Ausgabe von selbstständigen Optionsscheinen an das Management und die Initiatoren unter deutschem Recht möglich ist, ist streitig. Die wohl h. M. hält diese – zu Unrecht – für unzulässig. Ungeachtet dessen sind selbst bei Zulässigkeit solcher Optionen in diesem Zusammenhang die Grenzen der §§ 192 Abs. 3, 202 Abs. 3 AktG für das zur Absicherung zu schaffende bedingte bzw. genehmigte Kapital zu beachten. Damit wäre in Deutschland die Ausgabe der „üblichen“ Units, in denen neben einer Aktie mindestens ein Optionsschein beigefügt ist, grundsätzlich zwar möglich, eine volle Absicherung ggf. nur durch eine Kombination von bedingtem und genehmigtem Kapital in begrenztem Umfang zu erlangen.<sup>40</sup>

### d) Zustimmungsvorbehalt bei Akquisitionen

Weitere Fragen wirft der SPAC-typische Zustimmungsvorbehalt der Investoren im Zusammenhang mit der aktienrechtlich zwingenden Kompetenzverteilung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat

und Hauptversammlung auf. Nach § 76 Abs. 1 AktG leitet der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung. Vor diesem Hintergrund weist § 77 AktG diesem implizit die Geschäftsführung als Bestandteil der Leitungskompetenz zu. Allerdings kann die Geschäftsführungsbefugnis u.a. durch den satzungsmäßigen Gegenstand des Unternehmens begrenzt werden, z.B. indem dieser zunächst auf die konkrete Tätigkeit bis zur Genehmigung der Akquisition beschränkt wird. Bei einer solchen Strukturierung wäre der Unternehmensgegenstand durch Satzungsänderung im Zusammenhang mit der Genehmigung des aufschiebend bedingt abgeschlossenen Unternehmenskaufvertrags zu erweitern bzw. insgesamt neu zu fassen. Im Ergebnis kann der Zustimmungsvorbehalt der Hauptversammlung somit auch nach deutschem Recht realisiert werden. Dabei resultiert aus dem Erfordernis einer satzungsändernden Mehrheit im Zweifelsfall allenfalls eine Erhöhung des erforderlichen Quorums in der Hauptversammlung. Problematischer sind die Anfechtbarkeit des Beschlusses und damit die Schaffung eines Ansatzpunkts für missbräuchliche Aktionärsklagen.<sup>41</sup>

### e) Austrittsrecht und Liquidation

Besondere Schwierigkeiten unter deutschem Aktienrecht bereitet aber das Austrittsrecht opponierender Aktionäre. So darf Aktionären nach der zentralen Regelung des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG die von ihnen geleistete Einlage nicht zurückgewährt werden. Eine (pro rata-)Rückzahlung der gezahlten Einlagen wäre daher nur in den Ausnahmefällen der §§ 71 ff. AktG möglich. So kann die Gesellschaft nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG eigene Aktien auf der Grundlage einer Ermächtigung der Hauptversammlung erwerben. Die inzwischen auf fünf Jahre angehobene Geltungsdauer des Ermächtigungsbeschlusses ist zwar für das Funktionieren von SPAC ausreichend, nicht aber die gesetzliche Begrenzung auf höchstens zehn Prozent des im Ermächtigungszeitpunkt bestehenden Grundkapitals, da regelmäßig einem größeren Teil der Aktionäre das Austrittsrecht eingeräumt wird. Ebenso wenig führt der Ausnahmetatbestand des § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG zu einer befriedigenden Lösung, nach dem eigene Aktien aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Einziehung von Aktien nach

36 Zanner/Siebert (Fn. 5), 224, 228; Selzner, ZHR 174 (2010), 318, 331 ff. Möglicherweise kann die Problematik durch eine Kapitalerhöhung zum Nominalwert mit einer schuldrechtlichen Verpflichtung zur Einzahlung eines Mehrerlöses auf ein Treuhandkonto und Zuführung zu den Rücklagen im Falle einer späteren Akquisition bewältigt werden. Dies würde aber nicht die anderen Probleme bewältigen.

37 Zanner/Siebert (Fn. 5), 224, 227.

38 Selzner (Fn. 36), 340 m. w. N.

39 Eingehend hierzu Selzner (Fn. 36), 341 f.

40 In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass das genehmigte Kapital ggf. auch für die Schaffung eigener Aktien als „Akquisitionswährung“ erforderlich ist.

41 Insbesondere in Anbetracht des Fehlens eines Freibeverfahrens für satzungsändernde Beschlüsse, Selzner (Fn. 36), 337.

den §§ 237ff. AktG zur Herabsetzung des Grundkapitals erwerben kann. Insoweit gilt zwar weder eine Begrenzung des zu erwerbenden Volumens noch eine Begrenzung des gehaltenen Aktienbestands (§ 71 Abs. 2 1 AktG). Dabei sind nach § 237 Abs. 2 AktG die Vorschriften über die ordentliche Kapitalherabsetzung zu befolgen. Nach § 225 AktG hat die Gesellschaft Gläubigern in diesem Fall Sicherheiten zu leisten. Darüber hinaus dürfen die Zahlungen an die Aktionäre erst nach Ablauf einer Sperrfrist von sechs Monaten erfolgen, was nicht den Erwartungen der opponierenden Aktionäre entspricht. Im Falle einer Liquidation darf den Aktionären nach § 272 Abs. 1 AktG das Gesellschaftsvermögen sogar erst nach Ablauf eines Jahres nach Veröffentlichung des Liquidationsbeschlusses ausbezahlt werden.

#### f) Aktien als Akquisitionswährung

Die Begrenzung des genehmigten Kapitals durch § 202 Abs. 3 S. 1 AktG auf 50% des im Zeitpunkt der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals kann sich auch auf die Möglichkeit der Verwendung eigener Aktien als Akquisitionswährung bei dem angestrebten Unternehmenskauf auswirken. Zwar bleibt es unbenommen, der Hauptversammlung neben der Zustimmung zum Unternehmenserwerb auch eine für deren Durchführung erforderliche Kapitalerhöhung vorzuschlagen. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass für die Akquisition regelmäßig eine einfache Mehrheit ausreichend ist, wohingegen für die Kapitalerhöhung nach § 182 Abs. 1 S. 1 AktG grundsätzlich eine qualifizierte Kapitalmehrheit erforderlich ist. Auch wenn dieses Mehrheitserfordernis nach h.M. satzungsdispositiv ist<sup>42</sup> kann eine Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses trotz der Durchführung eines Freigabeverfahrens nach § 246a AktG zu Verzögerungen führen und auch unter dem Aspekt der Transaktionssicherheit Probleme aufwerfen. All dies kann für SPAC zu Wettbewerbsnachteilen im Akquisitionsprozess führen.<sup>43</sup> Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass § 33 Abs. 2 Nr. 4 AktG bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlage eine Prüfung der Werthaltigkeit des Einlagegegenstands vorschreibt.

#### ZUSAMMENFASSUNG

1. Inwieweit sich SPAC diesmal im deutschen Kapitalmarkt durchsetzen werden, bleibt abzuwarten.
2. Deutsche Börsen sind mit ihrem Regelwerk wettbewerbsfähig und können daher durchaus als Plattform für den Handel von Aktien an SPAC in Betracht gezogen.
3. Eine SPAC ist in der Rechtsform einer deutschen AG (oder KGaA) nicht möglich. Gleiches gilt für die Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft SE, soweit die SPAC ihren Sitz in Deutschland haben sollte, da sie dann in weiten Zügen deutschem Aktienrecht unterliegt.

4. Das Aufsichtsrecht darf nicht außer Acht gelassen werden. Es stellt sich die Frage der Anwendung des Kapitalanlagegesetzbuches, wobei vieles dafür spricht, SPAC zumindest in der ersten Phase bis zum Erwerb eines Zielunternehmens als erlaubnispflichtiges Investmentvermögen einzustufen.
5. Aufsichtsrechtlich bedeutsam ist zudem die Anwendung der Anlegerschutzvorschriften nach dem Wertpapierhandelsgesetz.
6. Die Strukturierung unter ausländischem Recht und die dadurch erhöhte Komplexität mag unter dem Gesichtspunkt der anfallenden Kosten und der Interessen des Finanzplatzes Deutschland letztendlich nicht befriedigen, führt aber dennoch zu akzeptableren Ergebnissen. Beim Vertrieb in Deutschland sind die aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu beachten.
7. Der Erfolg von SPAC wird maßgeblich von der (Wert-)Entwicklung der ersten hiesigen Transaktionen und dem Investorensentiment abhängig sein. Gerade hinsichtlich des letztgenannten Aspekts ist Skepsis angesagt. Eine gänzlich andere Frage ist die nach der Sinnhaftigkeit des Instruments unter dem Gesichtspunkt der Unternehmensfinanzierung: Hier macht gerade das Beispiel des Erwerbs der Lilium GmbH durch eine SPAC zuversichtlich.

#### AUTOREN



*Dr. Jochen Eichhorn, RA, ist Partner bei Lachner Westphalen Spamer in Frankfurt a. M. Der Schwerpunkt seiner anwaltlichen Tätigkeit liegt im Bank-, Kapitalanlage- und Wertpapierrecht.*



*Dr. Kay-Michael Schanz, RA, ist Corporate Finance Berater in Frankfurt a. M. und fokussiert sich auf die Beratung bei Unternehmenskäufen, Finanzierungen und Kapitalmarkttransaktionen. Der Schwerpunkt seiner anwaltlichen Tätigkeit liegt im Gesellschafts- und im Kapitalmarktrecht.*

<sup>42</sup> Hüffer/Koch (Fn. 34), § 182, Rn. 8.

<sup>43</sup> Ohnehin ergeben sich aus dem typischen Charakter des SPAC-Modells Besonderheiten für die Transaktionspraxis. So kann die Befristung der SPAC auf einen Zeitraum von typischerweise 18–24 Monaten ab dem Börsengang zu Wettbewerbsnachteilen führen. Darüber hinaus bringt schon das Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung als solches Unsicherheiten. Näher hierzu Selzner (Fn. 36), 348 ff.