

## SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht

Rechtsanwalt Dr. Kay-Michael Schanz\*

**Die ersten an deutschen Börsen aufgetretenen SPACs haben sich bislang allenfalls bedingt erfolgreich gezeigt oder sind zu jung, um eine abschließende Beurteilung darüber zuzulassen, ob sie tatsächlich das „Übernahmevehikel der Zukunft“ darstellen, als das sie schon vereinzelt gefeiert wurden. Unabhängig davon wirft ihre spezifische Struktur unter deutschem Recht eine Vielzahl von Fragen auf.**

### I. Einleitung

Mit der Luxemburger Helikos SE hat im Februar 2010 erstmals eine so genannte „Special Purpose Acquisition Company“ („SPAC“) eine Börseneinführung am Regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Börse durchgeführt<sup>1</sup>. Im Oktober 2010 folgte die European CleanTech I SE mit Sitz in Luxemburg. Bereits im Juli 2008 war mit der Germany1 Acquisition Ltd., Guernsey erstmals eine SPAC an den Markt<sup>2</sup> gegangen, die auf Investitionen in Deutschland fokussiert war.

Damit tritt hierzulande ein Finanzierungskonzept mit durchaus substanziellen Emissionsvolumina auf, das in den USA bereits fest etabliert zu sein scheint. Dort wurden von 2003–2010 über 160 SPACs emittiert. In 2007 sollen diese für 22% aller Börsengänge in den USA verantwortlich gewesen sein. Vor diesem Hintergrund und dem ansonsten eher ruhigen Neuemissionsgeschäft stießen diese Emissionen auch in Deutschland auf große, insgesamt durchaus positive Aufmerksamkeit. Welche Bedeutung auch die Frankfurter Börse SPACs beimisst, wird schon dadurch deutlich, dass sie bereits im November 2010 in ihrem neu aufgelegten Deutsche Börse Listing Guide spezifische Ausnahmeregelungen<sup>3</sup> für diese aufgenommen hat.

### II. Grundlagen und Funktionsweise

Im Gegensatz zu sonstigen Börsenkandidaten verfügen SPACs im Zeitpunkt ihres IPO's über keinerlei operatives Geschäft. SPACs sind vielmehr neu gegründete Unternehmen, die über die Platzierung von Aktien im Rahmen eines Börsengangs Gelder von Investoren einsammeln, um sich mit diesen später an einem anderen Unternehmen zu beteiligen. Da dieses Zielunternehmen zum Zeitpunkt der Aufnahme der Börsennotiz regelmäßig noch nicht identifiziert ist, investieren Zeichner der Aktien in eine zunächst leere Unternehmenshülle ohne substanziellen Mitarbeiterstamm, was auf den ersten Blick dem berühmten Kauf der „Katze im Sack“ ähnelt. Mechanismen zum Schutz der Anleger spielen daher gerade in den ersten Phasen einer SPAC eine überragende Rolle.

#### 1. Gründung und Strukturierung

Die Gründung einer SPAC und die Erstellung des Konzepts für diese erfolgt regelmäßig durch eine Gruppe erfahrener Manager, deren Reputation, Erfahrung und Track Record neben der Reputation anderer Initiatoren und Sponsoren der maßgebliche Faktor für die Investitionsentscheidung der Anleger ist. Schon in Anbetracht des Fehlens jeglicher Geschäftsaktivität der zu emittierenden Gesellschaft hat der Börsengang einer SPAC nur dann die Chance, bei Anlegern auf nennenswertes Interesse zu stoßen, wenn diese davon überzeugt werden können, dass das Managementteam auf Grund seiner Marktkenntnis und sonstigen Fähigkeiten in der Lage ist, attraktive Zielunternehmen zu identifizieren und zu angemessenen Konditionen zu erwerben. Dieses Risiko der Kapitalaufbringung liegt vollumfänglich beim Managementteam und den anderen Initiatoren, die die kostenträchtige Strukturierung 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 Börsengang.

#### 2. Börsengang

Beim Börsengang einer SPAC werden regelmäßig anfänglich miteinander verknüpfte Einheiten begeben, die aus einer Stammaktie und einem Optionsschein bestehen. Die Optionsscheine sind in der Regel erst nach Erwerb einer Zielgesell

Schanz: SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht (NZG 2011, 1407)



schaft ausübbar. Durch den Börsengang werden das Managementteam und die anderen bereits zuvor beteiligten Initiatoren regelmäßig auf eine Beteiligung in Höhe von ca. 20% verwässert.

Bei der Beurteilung der Attraktivität der Vorzugskonditionen der Initiatoren ist neben den auf eigenes Risiko erbrachten Vorleistungen zu berücksichtigen, dass das Managementteam für die im Vorfeld eines Börsengangs erbrachten Leistungen regelmäßig gar 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 noch einer Veräußerungssperre unterliegen.

Der erzielte Emissionserlös wird mit Ausnahme der für die Abdeckung der Kosten des Börsengangs<sup>4</sup> und den laufenden Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel<sup>5</sup> dem Einfluss des Managements entzogen und bei einem Treuhänder hinterlegt, der diese zu Gunsten der SPAC risikoarm anlegt.

### **3. Sondierung und Akquisitionsprozess**

Nach dem Börsengang hat das Management einen begrenzten Zeitraum von regelmäßig 18–24 Monaten zur Durchführung einer Akquisition<sup>6</sup>. Für den Fall, dass ein entsprechendes Zielunternehmen identifiziert<sup>7</sup> und eine Einigung mit dessen Gesellschaftern erzielt werden kann, wird das Management auf Basis eines Term Sheets oder eines unter Vorbehalt abgeschlossenen (Vor-)Vertrags das Akquisitionsvorhaben der Gesellschafterversammlung der SPAC zur Zustimmung vorlegen. Die entscheidungsrelevanten Informationen für die Gesellschafter werden regelmäßig in einem so genannten proxy statement zusammengefasst<sup>8</sup>. Zur Erlangung der erforderlichen Zustimmung erhalten wichtige Gesellschafter im Vorfeld der Hauptversammlung regelmäßig im Rahmen einer Art Roadshow die Gelegenheit, die zur Akquisition vorgeschlagene Zielgesellschaft und deren Management kennen zu lernen.

### **4. Gesellschafterversammlung und Liquidation**

Erhält der Akquisitionsvorschlag nicht die nach der Satzung erforderliche Zustimmung von regelmäßig 75–80% der Stimmen der neuen Investoren, so hat das – in diesem Zusammenhang nicht stimmberechtigte – Managementteam die Möglichkeit weiterer Versuche, sofern der satzungsgemäß vorgegebene Zeitraum hierfür ausreicht. Ist dies nicht der Fall, so wird die SPAC liquidiert und die verbliebenen Gelder an die Investoren zurückgeführt. Mit der – wenngleich niedrigen Verzinsung – aus der Treuhandanlage haben diese zu diesem Zeitpunkt eine relativ gute Chance, ihr Investment (nahezu) vollständig zurückzuerhalten<sup>9</sup>. Vor dem Hintergrund dieser weitgehenden faktischen „Kapitalgarantie“ bewegt sich der Kurs der Aktie einer SPAC bis zur Ankündigung bzw. Durchführung einer Akquisition bei relativ niedrigen Umsätzen und niedriger Volatilität regelmäßig in der Nähe des Emissionskurses.

### **5. Vollzug der Akquisition**

Bei Erreichen der erforderlichen Mehrheit wird die Transaktion durchgeführt<sup>10</sup>, wobei widersprechende Gesellschafter bis zu einer gewissen, in der Satzung festgesetzten Höchstschwelle von regelmäßig 20–35% der an außenstehende Investoren ausgegebenen Anteile<sup>11</sup> das Recht haben, ihre Anteile gegen Zahlung ihres entsprechenden Anteils am Treuhandkonto zurückzugeben und damit aus der Gesellschaft auszuscheiden<sup>12</sup>. Nach Durchführung der Akquisition wird das Zielunternehmen gelegentlich auf die SPAC verschmolzen; ansonsten ist es über diesen (Mit-) Gesellschafter zumindest indirekt börsennotiert.

## **III. Rahmenbedingungen und Interessenlage der Beteiligten**

### **1. Initiative und Börsenumfeld**

Im Gegensatz zu einem „normalen“ Börsengang, aber auch zu einem Reverse IPO<sup>13</sup>, geht die Initiative zur Durchführung einer typischen SPAC-spezifischen Transaktion nicht vom operativ tätigen Unternehmen oder dessen Gesellschaftern aus. Vor diesem Hintergrund ist eine solche für einen Börsenkandidaten und dessen Eigentümer auch keine Alternative zu einem klassischen Börsengang, zumindest nicht in einer von diesen aktiv zu verfolgenden Rolle. Während beim IPO der Prozess vom Unternehmen und dessen Gesellschaftern gesteuert wird, kommt diese

Rolle beim SPAC dessen Management und den anderen Initiatoren zu, die hier auch die gesamten Kosten und das Risiko des Börsengangs der SPAC tragen. Das Zielunternehmen einer SPAC wird zwar ebenfalls einer Due Diligence unterzogen, ansonsten bleibt seinem Management aber der mit einem Börsengang verbundene Aufwand erspart – zumindest zunächst.

Schanz: SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht (NZG 2011, 1407)

1409 ▲



Da die SPAC bereits börsennotiert ist, besteht für das Zielunternehmen und dessen Gesellschafter eine gewisse Entkopplung vom aktuellen Börsenumfeld zum Zeitpunkt deren Einstieg. Unternehmen, die auf den „Radar“ einer SPAC kommen, können über diese daher ohne die Risiken kurzfristiger Marktschwankungen relativ schnell ihren Börsengang durchführen. Die Gesellschafter der SPAC müssen zwar immer noch von der Sinnhaftigkeit einer Übernahme überzeugt werden, dies sollte aber regelmäßig einfacher sein als die Suche nach neuen Investoren im Zusammenhang mit einem Börsengang<sup>14</sup>.

## 2. Altgesellschafter und Management

Ob die Altgesellschafter des Zielunternehmens wie bei einem Börsengang – auf Grund der dort bestehenden Erwartungen von Seiten der Investoren nahezu zwingend – weiter am Unternehmen beteiligt bleiben oder wie im Falle eines Gesamtverkaufs ausscheiden, ist vom Einzelfall abhängig. Zum einen ist denkbar, dass ein SPAC über eine Kapitalerhöhung einsteigt oder nur einen Teil der bestehenden Anteile am Zielunternehmen erwirbt. Wie im Falle von Private Equity-Transaktionen sind aber auch (Rück-) Beteiligungen der Altgesellschafter an der SPAC denkbar, indem die Anteile am Zielunternehmen (teilweise) im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage in die SPAC eingebracht werden oder indem die Altgesellschafter einen Teil des ihnen zugeflossenen bzw. zgedachten Verkaufserlöses gegen Erhalt von Anteilen investieren. Im Gegensatz zu Private Equity-Fonds sind SPACs an einem dauerhaften Investment interessiert und nicht exit-getrieben.

Da das Managementteam von SPACs nur in Ausnahmefällen an der Übernahme operativer Funktionen im Zielunternehmen interessiert ist und daher nach einer Übernahme häufig weitgehend ausscheidet oder sich auf Positionen im Aufsichtsrat zurückzieht, bleibt dessen Management – entsprechende Eignung vorausgesetzt – regelmäßig im Amt, muss sich allerdings – u. U. auch sehr plötzlich – auf die Anforderungen des Kapitalmarktes einstellen.

## 3. Investoren und Private Equity

Aus Sicht der Investoren bieten SPACs eine Investitionsmöglichkeit, die in vielfältiger Hinsicht mit einem Private Equity-Investment vergleichbar ist, aber durchaus Vorteile gegenüber einem solchen ausweist. Im Gegensatz zu Private Equity erfolgt hier kein Investment in einen Blind Pool. Mit Ausnahme der Initiatoren stimmen alle Gesellschafter über eine Akquisition der SPAC ab und haben, sofern sie von der satzungsgemäßen Mehrheit überstimmt werden, ein Austrittsrecht, das ihnen bis zu diesem Zeitpunkt die Rückzahlung des investierten Betrags weitgehend gewährleistet. Demgegenüber sind in Private Equity Fonds regelmäßig nur große Gesellschafter in einem Investmentkomitee vertreten, sofern es denn ein solches überhaupt gibt. Während Investments in Private Equity Fonds regelmäßig völlig illiquide sind und Anleger ihr Investment ohne irgendeinen eigenen Einfluss erst im Rahmen von Rückflüssen nach Veräußerungen der Beteiligungen bzw. nach der Auflösung des Fonds zurückerhalten, können Anteile an einer SPAC jederzeit am Markt veräußert werden. Die Optionsscheine bei SPACs vermitteln ein zusätzliches Ertragspotenzial, das im Falle Private Equity nicht existiert. Statt der von Private Equity Fonds an die jeweilige Managementgesellschaft zu zahlenden Managementgebühr fallen bei SPACs in begrenztem Umfang laufende Kosten an, wobei dieses Risiko je nach spezifischer Struktur zumindest bis zur Akquisition ganz oder zum Teil auf das Management und die anderen Sponsoren verlagert wird.

Da SPACs die für eine Akquisition erforderlichen Gelder bereits im Rahmen des Börsengangs eingesammelt haben, sind sie nicht wie Private Equity Fonds darauf angewiesen, dass ihre Geldgeber im Falle der Kapitalabrufe bei späteren Investitionen noch in der Lage und willens sind, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Darüber hinaus verfügen SPACs auf Grund der Möglichkeit, eine Akquisition teilweise auch mit neu ausgegebenen Aktien zu finanzieren, über eine liquide Akquisitionswährung. Hierdurch sinkt die Abhängigkeit von den Kreditmärkten; diese besteht aber in gleichem Maße wie bei Private Equity Fonds, soweit zur Verbesserung der Rendite Fremdkapital eingesetzt werden soll.

Nachteilig kann im Vergleich zu Private Equity sein, dass eine vergleichbare Risikostreuung fehlt. Da die Gelder der

Investoren zumindest in der Grundform des SPAC<sup>15</sup> nicht erst (überwiegend) auf Kapitalabrufe im Zusammenhang mit späteren Akquisitionen eingezahlt werden, besteht bei SPACs zumindest im Falle der Durchführung einer Akquisition eine längere Kapitalbindung.

#### **IV. Strukturierung und Anforderungen**

Die vorstehenden Ausführungen hinsichtlich des Ablaufs von SPAC-Transaktionen und der Interessen der diversen Beteiligten vermitteln einen ersten Eindruck von der Vielzahl der spezifischen, d. h. über die bei einem klassischen Börsengang hinaus bestehenden Anforderungen, die bei der Strukturierung einer SPAC erfüllt werden müssen, um den Erwartungen der Beteiligten zu entsprechen. Hierzu gehört neben ökonomischen Erwägungen und kapitalmarktrechtlichen Aspekten eine Vielzahl von Fragestellungen aus Bereichen des Gesellschaftsrechts und des Steuerrechts:

##### **1. Sitz der Gesellschaft**

Grundvoraussetzung bei der Strukturierung eines SPAC ist, dass das auf die Gesellschaft anwendbare Recht die wesentlichen strukturellen Komponenten einer solchen Transaktion ermöglicht. Damit hängt die Wahl des Sitzstaats der Gesellschaft eng zusammen. Soweit hier aus steuerrechtlichen oder gesellschaftsrechtlichen Überlegungen „exotische“ Rechtsordnungen in Betracht gezogen werden, sollte hier die Frage der späteren Akzeptanz auf Seiten der Investoren nicht unberücksichtigt bleiben. Diese Frage stellt sich auch in Hinblick auf die späteren Veräußerer der zu erwerbenden Zielgesellschaft, insbesondere wenn es sich hierbei um ein Familienunternehmen handelt und/oder dessen Gesellschafter im Rahmen der Transaktion am SPAC beteiligt werden sollen. Anleger wie Veräußerer bevorzugen im Zweifelsfall einen Sitzstaat in geografischer Nähe und akzeptieren nur nachvollziehbare Strukturen und Organisationsformen ohne übermäßigen Erklärungsbedarf, für den bei SPACs regelmäßig ohnehin in ausreichendem Maße gesorgt ist.

In steuerrechtlicher Hinsicht stellt sich bei einem ausländischen Vehikel mit deutschen Managern die Aufgabe, in Deutschland keine Geschäftsleitungsbetriebsstätte zu begründen. Dabei ist vor allem darauf zu achten, dass Board-Meetings am Sitz der Gesellschaft stattfinden, was aber unter der derzeit noch geltenden Sitztheorie gesellschaftsrechtliche Probleme schafft, wenn sich der effektive Verwaltungssitz in der Bundesrepublik befindet.

Schanz: SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht (NZG 2011, 1407)

1410 ▲



##### **2. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen**

Hinsichtlich der steuerrechtlichen Anforderungen stellt sich im Rahmen der Strukturierung zum einen die Frage, wo die Zielunternehmen des SPAC sitzen. Zum anderen ist die Bestimmung des idealen Steuerstatuts auch von der Herkunft der Investoren abhängig. Darüber hinaus wird auch bei der eigentlichen Akquisition eine Erwerbsstruktur gewählt werden müssen, die aus Sicht der Veräußerer steuerlich günstig ist. Dies sollte bereits bei der Gründung der SPAC mit bedacht werden.

##### **3. Zulässigkeit und Börsenfähigkeit der auszugebenden Wertpapiere**

Bei der Frage der Zulässigkeit und Börsenfähigkeit der auszugebenden Wertpapiere könnte in der spezifischen Rechtsordnung die Zulässigkeit nackter Optionen bzw. Optionsscheine fraglich sein.

##### **4. Kapitalstruktur und Verteilung wirtschaftlicher Interessen**

In wirtschaftlicher Hinsicht ist neben einer soliden Kapitalstruktur eine ausgewogene Verteilung der Risiken und Chancen unabdingbare Voraussetzung für eine Akzeptanz durch potenzielle Investoren. Dies bedarf einer sorgfältigen Strukturierung insbesondere der Bedingungen, zu denen Aktien und Optionsscheine an das Management zu Vorzugskonditionen ausgegeben werden.

Früher haben das Management und die Initiatoren ihre Aktien und Optionsscheine häufig entweder sofort oder unmittelbar nach vollzogener Akquisition in voller Höhe erhalten; es wurde regelmäßig allenfalls eine Veräußerungsbeschränkung<sup>16</sup> vereinbart. Demgegenüber werden diese verstärkt zumindest teilweise von den tatsächlich nach Börsengang erzielten Wertsteigerungen abhängig gemacht.

##### **5. Bindung des Gesellschaftsvermögens**

Auf Grund der Struktur von SPACs unterliegt deren Management regelmäßig einer Vielzahl von spezifischen Restriktionen. So wird der Emissionserlös abzüglich der Kosten und der für den Betrieb der SPAC erforderlichen Gelder der Verfügungsgewalt des Managements entzogen und auf einem Treuhandkonto angelegt. Hierdurch wird angestrebt, dass diese

- lediglich bei Zustimmung der Gesellschafterversammlung zur Durchführung einer Akquisition verwendet werden können,
- im Falle einer Akquisition an opponierende Gesellschafter bzw. im Falle einer Liquidation an alle Aktionäre ausgekehrt werden können, und
- im Falle einer Insolvenz möglichst außerhalb der Insolvenzmasse stehen.

## 6. Veränderungen des Kapitals und Liquidation

Eng mit dem vorstehend bereits angesprochenen Sitz einer SPAC hängt das auf ihn anwendbare gesellschaftsrechtliche Regime zusammen. Bei dessen Auswahl spielt die von ihm vorgegebene Flexibilität bei Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen sowie im Falle einer Liquidation in vielfältiger Hinsicht eine besondere Rolle.

So ist schon bei der anfänglichen Strukturierung zu berücksichtigen, dass das Management einer SPAC an dessen Kapital nach Durchführung der Platzierung im Rahmen des Börsengangs zunächst mit einer festgesetzten Quote von beispielsweise 20% beteiligt sein soll. Andererseits kann zu diesem Zeitpunkt – vorbehaltlich einer entsprechenden Garantie der Emissionsbanken – nicht mit Sicherheit gesagt werden, wie viele Aktien tatsächlich platzierbar sind. Daher müssen bei Verfehlung des angestrebten Platzierungserfolgs zwecks Darstellung der im Prospekt genannten Beteiligungsquote von Management und Initiatoren Aktien, die an diese ausgegeben wurden, wieder eingezogen werden.

Im Falle einer später mehrheitlich beschlossenen Übernahme muss das gesellschaftsrechtliche Statut Gesellschaftern, die gegen diese Akquisition opponieren, eine Rückgabe ihrer Aktien gegen kurzfristige Rückerstattung des (überwiegenden Teils des) bezahlten Kaufpreises ermöglichen.

Kommt es nicht innerhalb des vorgegebenen Zeitraums zu einer Akquisition, so ist die SPAC zu liquidieren und den Gesellschaftern die Einlage, die sie je nach satzungsgemäß vorgesehenem Investitionszeitraum 18–36 Monate zuvor getätigt haben, möglichst schnell zurückzuerstatten.

## 7. Übernahmerecht

In übernahmerechtlicher Hinsicht ist zu bedenken, dass im Falle einer hohen Rückbeteiligung des Veräußerers der Zielgesellschaft gegebenenfalls die Verpflichtung zum Eintritt eines Übernahmeangebots entstehen kann. Wengleich es in der Praxis schon in Anbetracht des Rückgaberechts der Gesellschafter eher unwahrscheinlich ist, dass ein solches Pflichtangebot von diesen angenommen würde, darf der mit der Vorbereitung eines Übernahmeangebots verbundene Aufwand und die hieraus resultierenden Unwägbarkeiten und Verzögerungen zumindest nicht unberücksichtigt bleiben.

## V. SPACs im deutschen Recht

SPACs werfen im deutschen Recht eine Vielzahl von Fragen auf, insbesondere im Gesellschaftsrecht.

### 1. Kapitalmarktrecht

Wie bereits die Emissionen von Helikos SE und European Clean-Tech SE belegen, schafft das Kapitalmarktrecht keine unüberwindbaren Hindernisse für IPOs von SPACs mit einer Notiz an einem deutschen Marktsegment<sup>17</sup>.

#### a) Börsensegmente und Mindestalter

Im Ergebnis können SPACs grundsätzlich sowohl im Regulierten Markt einschließlich des Prime Standards wie auch in den Segmenten des Freiverkehrs zugelassen bzw. einbezogen werden. Im Freiverkehr bestehen keinerlei Zulassungsvoraussetzungen oder Zulassungsfolgepflichten, die im Falle der Einbeziehung einer SPAC Schwierigkeiten bereiten würden. Im Entry Standard hat die Deutsche Börse AG – abweichend von sonstigen Emissionen – im Falle von SPACs die Erstellung eines Prospekts zur Einbeziehungsvoraussetzung gemacht, auch wenn kein öffentliches Angebot beabsichtigt ist<sup>18</sup>.

Demgegenüber macht § 3 I BörsZulVO im Regulierten Markt grundsätzlich eine Zulassung davon abhängig, dass der Emittent seit mindestens drei Jahren besteht. Diese Voraussetzung wird ein SPAC regelmäßig nicht erfüllen. Insofern hat die Frankfurter Wertpapierbörse aber bei den genannten Emissionen in der Vergangenheit von der in § 3 II BörsZulVO vorgesehenen Ausnahmegenehmigung Gebrauch gemacht. Für die Zukunft hat sie im Deutsche Börse Listing Guide in einem speziellen Exkurs für SPACs unter Nr. 1.1.3 Bedingungen genannt, bei deren Erfüllung ein Emittent von

Schanz: SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht (NZG 2011, 1407)

1411 ▲



der Erteilung einer diesbezüglichen Ausnahmegenehmigung ausgehen darf. Dabei hat dieser nachzuweisen, dass die Zulassung zum Handel im Interesse des Emittenten und der Allgemeinheit liegt. In diesem Zusammenhang erwartet die Börse die Erfüllung der nachstehenden Voraussetzungen, die aber als SPAC-spezifisch ohnehin von Investoren erwartet werden und daher in praxi keine unüberwindbaren Hindernisse darstellen sollten:

- Einzahlung des Emissionserlöses auf einem verzinslichen Treuhandkonto;
- detaillierte Beschreibung des vorgesehenen Verwendungszwecks im Prospekt;
- zeitliche Befristung für eine Akquisition und
- Rückzahlungsverpflichtung der auf dem Treuhandkonto befindlichen Gelder im Falle einer Liquidation;
- Zuständigkeit der Aktionäre zum Entscheid über die Verwendung von Geldern des Treuhandkontos für eine Akquisition,
- wobei hierfür eine Mehrheit erforderlich ist.

## b) Prospekt

Nach Nr. 20.1 in Anhang I der ProspektVO muss der vom Emittenten zu veröffentlichende Prospekt neben Angaben über die Ausgestaltung der verschiedenen zu begebenden Wertpapiere, das für die SPAC geltende Rechtssystem, (spezifische) Risikofaktoren, die wesentlichen Beziehungen zu nahestehenden Personen und das Bestehen eventueller Interessenkonflikte<sup>19</sup> u. a. geprüfte historische Finanzinformationen, die die letzten drei Geschäftsjahre abdecken, enthalten. Bestehen SPACs weniger als drei Jahre, was regelmäßig der Fall sein dürfte, so stellen sie so genannte Startups im Sinne von Anhang XIX der ProspektVO dar, bei denen die BaFin in Hinblick auf die Regelungen der CESR Empfehlungen<sup>20</sup> lediglich eine geprüfte Zwischenbilanz für die Zeit von der Gründung bis zur Prospekterstellung fordert. Darüber hinaus ist hier nach den CESR Empfehlungen eine Erörterung des Business Plans des Emittenten und seiner strategischen Ziele erforderlich<sup>21</sup>.

In praktischer Hinsicht empfiehlt sich bei der Formulierung des Prospekts darauf zu achten, dem Management gewisse Spielräume zu belassen, die ohnehin später nur mit Zustimmung der Gesellschafterversammlung genutzt werden können<sup>22</sup>. Gleichmaßen empfiehlt sich im Interesse größtmöglicher Flexibilität, Investoren im Prospekt nicht eine dem US-amerikanischen proxy statement vergleichbare Informationsunterlage zu versprechen, da diese Dokumente einen ganz erheblichen Umfang haben, der weit über dem eines normalen Wertpapierprospekts liegt.

Hinsichtlich des behördlichen Billigungsverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass bei einer Emission mit einem Listing an einer deutschen Wertpapierbörse der Prospekt nicht zwingend von der BaFin gebilligt werden muss, sondern auch die Billigung durch eine ausländische Aufsichtsbehörde und ein anschließender „Transport“ im Rahmen des Passporting-Verfahrens in Betracht kommt<sup>23</sup>. Nachteilig hierbei kann sich auf der Anlegerseite wie im Falle des von der luxemburger CSSF gebilligten Prospekts der Helikos SE aber auswirken, dass in einem solchen Fall nach dem unmittelbar anwendbaren Rechtsstatut die Banken nicht – wie in § 5IV, III 2 WpPG vorgesehen – als Antragsteller eine Haftung für die Richtigkeit des Prospekts übernehmen müssen.

## 2. Gesellschaftsrecht

Während SPACs in kapitalmarktrechtlicher Hinsicht somit auch in Deutschland keine wirklichen Probleme aufwerfen, bereitet das deutsche Gesellschaftsrecht massive Hindernisse.

### a) Kapitalaufbringungsregeln und Einlage

So ist nicht abschließend geklärt, ob die Einlage, die von den Investoren im Rahmen der Platzierung der neuen Aktien beim Börsengang der SPAC zu einem weit überwiegenden Teil auf ein Treuhandkonto geleistet wird, tatsächlich – wie nach § 188II i. V. mit § 37I AktG erforderlich – zur freien Verfügung des Vorstands steht. Dies wäre nur dann der Fall, wenn weder rechtliche noch tatsächliche Hinderungsgründe vorliegen. Wenngleich schuldrechtliche Verwendungsabsprachen grundsätzlich zulässig sein sollen<sup>24</sup>, sind Abgrenzungen schwierig. Schon in Anbetracht der Einflussmöglichkeiten der Investoren, die sich aus deren Kompetenz hinsichtlich der Entscheidung über die Akquisition ableitet, wird insoweit in der Literatur empfohlen, hier eine unzulässige Absprache anzunehmen<sup>25</sup>.

Gleichermaßen unflexibel zeigt sich das deutsche Aktienrecht hinsichtlich der gegebenenfalls erforderlichen Anpassung der Zahl der Sponsorenaktien an den tatsächlich erzielten Emissionserlös<sup>26</sup>.

## **b) Selbstständige Optionsscheine**

Inwieweit die bei SPACs übliche Ausgabe von selbstständigen Optionsscheinen unter deutschem Recht möglich ist, ist streitig und wird von der wohl h. M. – zu Unrecht – abgelehnt<sup>27</sup>. Ungeachtet dessen sind selbst bei Zulässigkeit solcher Optionen in diesem Zusammenhang die volumensmäßigen Grenzen der § 192III, § 202III 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 – juristisch zunächst nicht zwingend erforderliche – vollumfängliche Absicherung gegebenenfalls nur durch eine Kombination von bedingtem und genehmigtem Kapital möglich, und auch das nur begrenzt auf bis zu insgesamt 100% des Grundkapitals.

## **c) Publikumsaktien und 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<sup>28</sup>. So sollen allein die Investoren über die vorgeschlagene Transaktion entscheiden, d. h. das Stimmrecht der Initiatoren insoweit eingeschränkt sein. Diese haben im Gegensatz zu den Investo

Schanz: SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht (NZG 2011, 1407)

1412 ▲



ren auch kein Austrittsrecht und partizipieren auch nicht an den Mitteln auf dem Treuhandkonto.

Nach § 11 AktG kann eine Satzung unterschiedliche Gattungen von Aktien vorsehen, die sich beispielsweise bei der Verteilung des Gewinns und des Liquidationserlöses oder hinsichtlich von Opt out-Rechten unterscheiden<sup>29</sup>. Demgegenüber ist eine satzungsmäßige Beschränkung des Stimmrechts zunächst einmal nur unter den Voraussetzungen des § 139 AktG für stimmrechtslose Vorzugsaktien möglich, wonach den Initiatoren im Gegenzug ein Gewinnvorzug einzuräumen wäre, der gerade nicht mit der Grundstruktur einer SPAC vereinbar wäre. Trotzdem ist das gewünschte Ergebnis insoweit dadurch erzielbar, dass das Erfordernis eines Sonderbeschlusses der Investoren i. S. von § 138 AktG in der Satzung verankert wird, z. B. hinsichtlich einer Neufassung der Satzungsbestimmung zum Unternehmensgegenstand<sup>30</sup>.

## **d) Akquisition und Zustimmungsvorbehalt**

Darüber hinaus wirft der SPAC-typische Zustimmungsvorbehalt der Investoren Fragen im Zusammenhang mit der aktienrechtlich zwingenden Kompetenzverteilung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung auf. Nach § 76I AktG hat der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Vor diesem Hintergrund weist § 77 AktG diesem implizit die Geschäftsführung als Bestandteil der Leitungskompetenz zu, wobei die Geschäftsführungsbefugnis durch § 111IV AktG und nach Vorlage einer Geschäftsführungsmaßnahme an die Hauptversammlung gem. § 119II AktG sowie durch den satzungsmäßigen Gegenstand des Unternehmens begrenzt werden kann. Die Einschränkung der Kompetenz des Vorstands bei der Vornahme von Akquisitionen ist daher zunächst einmal problematisch, sofern diese nicht die Voraussetzungen der Holzmüller- bzw. Gelatine-Rechtsprechung erfüllt und die Übertragung in der Satzung erfolgt<sup>31</sup>. Ungeachtet dessen kann eine vom Aufsichtsrat erlassene Geschäftsordnung des Vorstands bestimmte Handlungen auch an die Zustimmung der Hauptversammlung binden.

Darüber hinaus kann die Kompetenz des Vorstands zur Durchführung von Akquisitionen zumindest im

Innenverhältnis auch durch eine entsprechende Formulierung des Unternehmensgegenstands begrenzt werden, z. B. indem er 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 so auch nach deutschem Recht strukturiert werden. Dabei resultiert aus dem Erfordernis einer satzungsändernden Mehrheit im Zweifelsfall allenfalls eine Erhöhung des erforderlichen Quorums in der Hauptversammlung; problematischer ist die Anfechtbarkeit des Beschlusses und damit die Schaffung eines Ansatzpunktes für missbräuchliche Aktionärsklagen<sup>32</sup>.

### **e) Rückkauf eigener Aktien und Liquidation**

Besondere Schwierigkeiten unter deutschem Aktienrecht bereitet aber das Austrittsrecht opponierender Aktionäre. So dürfen Aktionären die von ihnen geleisteten Einlagen nach der zentralen Regelung des § 57I 1 AktG nicht zurückgewährt werden. Eine (pro rata-) Rückzahlung der auf das Treuhandkonto gezahlten Einlagen wäre daher nur in den Ausnahmefällen der §§ 71 ff. AktG möglich. So kann die Gesellschaft nach § 71I 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 SPACs ausreichend, nicht aber die gesetzliche Begrenzung auf höchstens 10 Prozent des im Ermächtigungszeitpunkt bestehenden Grundkapitals, da regelmäßig einem größeren Teil der Aktionäre das Recht zu einem Opting out eingeräumt wird.

Ebenso wenig führt der Ausnahmetatbestand des § 71I Nr. 6 AktG zu einer befriedigenden Lösung, nach dem die Gesellschaft eigene Aktien auf Grund eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Einziehung von Aktien nach den Regelungen der §§ 237 ff. über die Herabsetzung des Grundkapitals erwerben kann. Insoweit gilt zwar weder eine Begrenzung des zu erwerbenden Volumens noch eine Begrenzung des gehaltenen Aktienbestands<sup>33</sup>. Auch kann die Satzung anordnen, dass Aktien auf Verlangen eines Aktionärs einzuziehen sind<sup>34</sup>. Andererseits sind nach § 237II 1 AktG die Vorschriften über die ordentliche Kapitalherabsetzung zu befolgen. Nach dem daher anwendbaren § 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 weder der bisherigen Praxis noch den Erwartungen der (potenziell) opponierenden Aktionäre entspricht.

Im Falle einer Liquidation darf den Aktionären nach § 272I 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 § 202III 1 AktG auf 50% des im Zeitpunkt der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals wirkt sich auch auf die Möglichkeit der Verwendung eigener Aktien als Akquisitionswährung bei dem angestrebten Unternehmenskauf aus. 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 und die Ausübung von redemption rights für bis zu regelmäßig 35% einem solchen Kauf nicht entgegensteht, wohingegen für die Kapitalerhöhung nach § 182I 1 AktG grundsätzlich aber eine qualifizierte Kapitalmehrheit erforderlich ist. Auch wenn dieses Mehrheitserfordernis nach h. M. satzungsd dispositiv ist<sup>35</sup>, kann eine Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses trotz der Durchführung eines Freigabeverfahrens nach § 246 a AktG zu Verzögerungen führen und auch unter dem Aspekt der Transaktionssicherheit Probleme aufwerfen. All dies kann für SPACs zu Wettbewerbsnachteilen im Akquisitionsprozess führen<sup>36</sup>.

Schanz: SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht (NZG 2011, 1407)

1413 ▲



Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass § 33II Nr. 4 AktG bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlage eine Prüfung deren Werthaltigkeit vorschreibt.

## **VI. Fazit**

Letztendlich bleibt abzuwarten, inwieweit sich SPACs im deutschen Kapitalmarkt durchsetzen werden. Während deutsche Börsen mit ihrem Regelwerk wettbewerbsfähig sind und daher durchaus als Plattform in Betracht gezogen werden können, ist eine SPAC zumindest in ihrer Reinform nicht in der Rechtsform einer deutschen AG oder KGaA

möglich. 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 akzeptablen Ergebnissen. Insoweit wird der Erfolg von SPACs maßgeblich von der Entwicklung der ersten hiesigen Emissionen abhängen, was vor dem Hintergrund der diesbezüglichen Abschwächung in den USA und der eher katastrophalen Entwicklung von 3W Power Holdings S. A. kritisch beäugt werden wird.

- 
- \* Der Autor ist Partner bei *Schalast & Partner* Rechtsanwälte, Frankfurt a. M.
- 1 Eingehend zum Fall Helikos S. E. vgl. *Simon*, CFL 2010, 219 (221 f.).
  - 2 Germany1 hat seinen IPO allerdings nicht an einer deutschen Börse, sondern an der NYSE Euronext in Amsterdam durchgeführt, und erst im Jahre 2010 nach erfolgreicher Akquisition der AEG Power Solutions B. V. eine zusätzliche Börsennotiz im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse aufgenommen.
  - 3 Vgl. insbesondere Nr. 1.1.3.
  - 4 Gelegentlich stunden die Emissionsbanken einen Teil ihrer Provisionen bis zu einer Durchführung der angestrebten Unternehmensakquisition. Vgl. Prospekt der Helikos SE vom 11. 1. 2010, S. 58.
  - 5 In einer Größenordnung von bis zu 5% des Emissionserlöses.
  - 6 In dieser Begrenzung liegt das Risiko, dass das Management, insbesondere gegen Ende der vorgesehenen Laufzeit versucht sein könnte, auch weniger vorteilhafte Akquisitionen durchzuführen, um Optionsscheine werthaltig werden zu lassen oder gewisse Aktienübertragungen bzw. -freigaben zu ermöglichen. Unabhängig davon empfiehlt sich, den Zeitraum, innerhalb dessen die SPAC eine Akquisition durchführen muss, nicht starr zu fixieren, sondern – unter gewissen Voraussetzungen wie der Vorlage eines Letter of Intent – eine automatische Verlängerung vorzusehen bzw. der Hauptversammlung auch ansonsten eine mit einfacher Mehrheit zu beschließende beschränkte Verlängerungsmöglichkeit einzuräumen.
  - 7 In kapitalmarktrechtlicher Hinsicht stellt sich nach Identifikation eines potenziellen Zielunternehmens regelmäßig die Frage, ob bzw. wann die Verpflichtung zur Abgabe einer Ad hoc-Meldung vorliegt. Während Sondierungsgespräche im Zweifelsfall unverbindlichen Charakter haben und schon daher kein hinreichend konkretisierter Sachverhalt vorliegt, kann eine bekanntmachungspflichtige Insiderinformation i. S. von §§ 15I, 13 WpHG vorliegen, wenn das Management der SPAC nach Durchführung einer Due Diligence die Akquisition der Hauptversammlung zur Entscheidung vorlegt. Hier besteht nach § 15III WpHG die Möglichkeit einer Selbstbefreiung, wenn das Interesse der SPAC an der Geheimhaltung das Interesse des Kapitalmarkts an einer Veröffentlichung überwiegt. Die Gewährleistung der Vertraulichkeit ist in diesem Stadium daher von überragender Bedeutung. Näher hierzu *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224 (231); *Simmat/Siebert*, CFL 2010, 13 (20).
  - 8 Dieses wirft eine Vielzahl von teilweise ungeklärten (haftungs-) rechtlichen Fragen auf, zumal ein Großteil dieser Informationen direkt von der Zielgesellschaft stammt und zumindest zum Teil von der SPAC nicht im Detail überprüft werden kann.
  - 9 Die ausgegebenen Optionsscheine hingegen verfallen dann für alle Beteiligten ohne Ersatz.
  - 10 Dabei wird der Emissionserlös der SPAC häufig durch Ausgabe weiterer Aktien oder den Einsatz von Fremdmitteln in mehr oder weniger großem Umfang ergänzt. Sofern den veräußernden Altgesellschaftern der Zielgesellschaft im Rahmen der Akquisition als Gegenleistung mehr als 10% neue Aktien übertragen werden, so muss, wenn die SPAC an einem regulierten Markt notiert ist und diese neuen Aktien unmittelbar börsenfähig sein sollen, für deren Zulassung nach § 3III, § 4II Nr. 1 WpPG ein Wertpapierprospekt erstellt werden.
  - 11 *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224 (225).
  - 12 In einigen neueren Strukturen ist die Durchführung der beabsichtigten Akquisition nicht von einer formellen Zustimmung der Hauptversammlung abhängig, sondern allein von der Anzahl der zurückgegebenen Aktien. *Simmat/Siebert*, CFL 2010, 13 (16) m. w. Nachw.
  - 13 Vgl. hierzu *Schanz*, Börseneinführung, 3. Aufl. (2007), S. 533 ff.
  - 14 *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224.
  - 15 Vgl. hierzu *Röder/Walkshäusel*, FB 2009, 605.
  - 16 Alternativ erfolgt eine Übertragung der Wertpapiere auf ein Sperrdepot oder die Schaffung von zunächst nicht handelbaren Wertpapiergattungen.
  - 17 *Simmat/Siebert*, CFL 2010, 13 (19 f.).
  - 18 Deutsche Börse Listing Guide Nr. 1.1.3.
  - 19 Da die Initiatoren von SPACs häufig aus der Private Equity-Branche stammen, sind hier offenlegungspflichtige Interessenkonflikte naheliegend.
  - 20 CESR/05-54 b Rdnrn. 135 ff.
  - 21 Dieser muss nicht zwingend mit einem Zahlenwerk unterlegt werden. Bei Aufnahme einer Prognoserechnung ist allerdings ein Bericht eines unabhängigen Prüfers erforderlich. CESR/05-54 b Rdnr. 137; vgl. *Harrer/Janssen*, FB 2009, 46 (47).

- <sup>22</sup> *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224 (230).
- <sup>23</sup> Nach § 17 WpPG ist ein Prospekt, der in einem Mitgliedstaat des EWR gebilligt worden ist, in allen anderen Staaten des EWR ohne weitere inhaltliche Prüfung anzuerkennen. Ausreichend ist ein formloser Notifizierungsantrag zusammen mit der Einreichung des Prospekts bei der für die Prüfung zuständigen Aufsichtsbehörde.
- <sup>24</sup> *Hüffer*, AktG, 9. Aufl. (2010), § 36 Rdnr. 9 m. w. Nachw.
- <sup>25</sup> *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224 (228); *Selzner*, ZHR 2010, 318 (331 ff.).
- <sup>26</sup> *Zanner/Siebert*, CFL 2010, 224 (227).
- <sup>27</sup> Vgl. hierzu *Schanz*, Börseneinführung (o. Fußn. 13), S. 544 ff.
- <sup>28</sup> Mit Vollzug der Akquisition sollen die Aktien der Initiatoren möglichst automatisch zu „normalen“ Publikumsaktien werden, was im Regelfall durch entsprechende Befristungsregelungen oder auflösende Bedingungen erzielbar ist. Demgegenüber darf der Zeitpunkt der Beendigung nicht der Bestimmung des Vorstands überlassen werden.
- <sup>29</sup> *Selzner*, ZHR 2010, 318 (340) m. w. Nachw.
- <sup>30</sup> Eingehend hierzu *Selzner*, ZHR 2010, 318 (341 f.).
- <sup>31</sup> *Selzner*, ZHR 2010, 318 (333).
- <sup>32</sup> Insbesondere in Anbetracht des Fehlens eines Freigabeverfahrens für satzungsändernde Beschlüsse *Selzner*, ZHR 2010, 318 (337).
- <sup>33</sup> Vgl. § 71III 1 AktG.
- <sup>34</sup> Vgl. *Hüffer*, AktG (o. Fußn. 24), § 237 Rdnr. 12.
- <sup>35</sup> *Hüffer*, AktG (o. Fußn. 24), § 182 Rdnr. 8.
- <sup>36</sup> Ohnehin ergeben sich aus dem typischen Charakter des SPAC-Modells Besonderheiten für die Transaktionspraxis. Näher hierzu *Selzner*, ZHR 2010, 318 (348 ff.).