

Inhaltsverzeichnis:

A. EINLEITUNG	15
I. SPACs	15
II. ZIEL DER ARBEIT.....	16
III. GANG DER UNTERSUCHUNG.....	17
B. GRUNDLAGEN	19
I. GRUNDBEGRIFFE	20
1. <i>Die Sponsoren: Ausgestaltung des Managements</i>	20
a) Stellung und Aufgaben.....	20
b) Besetzung	21
c) Vergütung.....	21
2. <i>Die Anleger: Ausgestaltung des Anlegerschutzes</i>	22
II. GESCHICHTE VON SPACs IN DEN USA: GEBURTSORT DES VEHIKELS	25
1. <i>Anfänge der Mantel-Aktiengesellschaft: Blank Check Companies</i>	25
2. <i>Legislative Intervention: Penny Stock Reform Act und Rule 419 of the Securities Act of 1933</i>	27
a) Änderungsüberblick: Relevanteste Änderungen für BCCs.....	27
b) Inhalt von Rule 419	28
aa) Anwendungsbereich	28
bb) Hinterlegung und Investment des Kapitals (Treuhandkonto)	29
cc) Informations- und Publizitätspflichten.....	29
dd) Mindestwert des Zielunternehmens	29
ce) Abstimmung und Opt-Out-Recht	30
ff) Übernahmefrist.....	30
3. <i>Folgen von Penny Stock Reform Act und Rule 419: Untergang der traditionellen BCCs und Geburt der SPACs</i>	30
a) Probleme der BCC	30
b) Die Lösung: SPACs	31
4. <i>Entwicklung der SPAC: Vom Penny Stock Reform Act bis zur Gegenwart</i>	32
a) Erste Welle SPACs: Ca. 1992 bis 1999	32
b) Zweite Welle SPACs: Ca. 2003 bis 2009	34
aa) Entwicklungen auf dem Finanzmarkt	34
bb) Probleme der zweiten Welle	36
cc) Strukturelle Änderungen als Folge der zweiten Welle.....	37
(1) Tender Offer	37
(2) Bulldog-Provision	38
(3) Ausgleich durch Erhöhung der Sicherheit für Anleger	39
dd) Validierung der Änderung durch Nasdaq und NYSE AMEX	40
c) Dritte Welle SPACs: Ca. 2015 bis 2022	41
5. <i>Drohende Regulierung: Ende des Booms</i>	42
6. <i>Hintergründe des präzedenzlosen Wachstums der dritten Welle</i>	44
a) Marktkondition.....	44
aa) Marktumfeld.....	45
bb) Marktliquidität.....	46
cc) Marktrisiko	47
dd) Marktakzeptanz	48
ce) Marktpublizität	49
b) Vorteile für Zielunternehmen.....	50

aa)	Strukturänderungen von SPACs seit der zweiten Welle.....	50
bb)	Zeitvorteil und Planungssicherheit.....	52
c)	Attraktivität für Sponsoren.....	52
d)	Bewertung der Gründe für das Wachstum	53
aa)	Erkenntnisse der ersten Welle	53
bb)	Erkenntnisse der zweiten Welle	54
cc)	Erkenntnisse der dritten Welle	55
III.	LEBENSZYKLUS	58
1.	<i>Gründungsphase</i>	58
a)	Anforderungen an die Sponsoren.....	58
b)	Gestaltungsoptionen	60
2.	<i>Börsengang und Zeichnung der Aktien</i>	62
a)	Emissionsbanken (Underwriter).....	62
b)	Prospekt.....	64
c)	Emission der Publikumsaktien	64
d)	Transferierung der Emissionserlöse auf ein Treuhandkonto.....	65
3.	<i>Target-Suche</i>	65
4.	<i>Anlegerbeteiligung</i>	66
5.	<i>De-SPAC</i>	68
6.	<i>Post-De-SPAC-Phase</i>	68
IV.	INTERESSENLAGE: VOR- UND NACHTEILE VON SPACs.....	70
1.	<i>Die Sponsoren</i>	70
a)	Vorteile.....	70
b)	Nachteile.....	71
c)	Bewertung	72
2.	<i>Die Anleger</i>	73
a)	Grundlegendes.....	74
aa)	Vorteile.....	74
bb)	Nachteile.....	76
(1)	Langfristige Kursentwicklung.....	76
(2)	Verwässerung	76
(3)	Interessenungleichgewicht	78
b)	Institutionelle IPO-Anleger	79
c)	Institutionelle Merger-Anleger.....	81
aa)	Vorteile.....	81
bb)	Nachteile.....	82
d)	Bewertung	82
3.	<i>Das Zielunternehmen</i>	83
a)	Vorteile.....	83
b)	Nachteile.....	89
c)	Bewertung	90
V.	GESAMTBEWERTUNG	91
C.	KAPITALMARKTRECHTLICHER RECHTSVERGLEICH	95
I.	PROSPEKT- UND REGISTRIERUNGSRECHT	96
1.	<i>US-Registrierungs- und Prospektrecht</i>	96
a)	Registrierungspflicht und -prozess.....	96
b)	Werbeaktivität vor Registrierung	99
c)	Allgemeine inhaltliche Prospektanforderungen	101
2.	<i>Deutsches Prospektrecht</i>	104

a)	Prospektpflicht und Billigungsprozess	104
b)	Werbeaktivität vor Prospektbilligung	106
c)	Allgemeine inhaltliche Prospektanforderungen	108
3.	<i>Rechtsvergleich</i>	114
a)	Gemeinsamkeiten	114
b)	Unterschiede	115
c)	Ergebnis	116
II.	SPACs ALS KAPITALANLAGE-/INVESTMENTGESELLSCHAFTEN	117
1.	<i>SPACs als US-Investment Company</i>	117
a)	Definitionen von Investment Company	118
b)	SPACs als Orthodox Investment Company	119
2.	<i>SPACs als Kapitalanlagegesellschaft</i>	124
a)	Definition von Investmentvermögen	125
aa)	Organismus für gemeinsame Anlage	126
bb)	Nützlichkeit für Anleger	128
cc)	Anzahl von Anlegern	130
dd)	Einsammeln von Kapital	130
ee)	Festgelegte Anlagestrategie	131
ff)	Keine Ausnahme	135
(1)	Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors	135
(2)	Keine Holdinggesellschaft	137
gg)	Ergebnis	138
(1)	Verbleibende Rechtsunsicherheit	138
(2)	Genaue Qualifikation von SPACs	139
(3)	Umgehungsmöglichkeit	142
b)	Rechtsfolgen des Status als Investmentvermögen	143
aa)	Grunderfordernis: Vertrieb	144
bb)	Anzeigeverfahren	145
cc)	Formelle/materielle Vorgaben	146
dd)	Prospektregime	148
ee)	Ergebnis	148
3.	<i>Rechtsvergleich</i>	149
III.	BÖRSENNOTIERUNG	152
1.	<i>Börsennotierung in den USA</i>	152
a)	Börsenvorgaben des NYSE	152
aa)	Anwendbare Vorschriften	152
(1)	Vorschriften zu Acquisition Companies	153
(2)	Vorschriften zu Investment Companies	153
(3)	Vorschriften zum Reverse Merger	153
bb)	Anwendungsbereich NYSE Sec. 102.06	153
cc)	Numerische Anforderungen	154
dd)	Sonstige Anforderungen	155
ee)	Gebühren	157
ff)	Ermessenskriterien	157
gg)	Ergebnis	157
b)	Börsenvorgaben der Nasdaq	158
aa)	Anwendbare Vorschriften	158
(1)	Vorschriften zu Acquisition Companies	158
(2)	Vorschriften über Reverse Merger	159
bb)	Regelungsinhalt von IM 5101-2	159

cc)	Numerische Anforderungen	160
dd)	Gebühren	161
ee)	Ergebnis und Vergleich mit NYSE	162
2.	<i>Börsennotierung in der BRD</i>	163
a)	Mindestbestand.....	164
b)	Zulassung aller Wertpapiere einer Gattung.....	165
c)	Numerische Anforderungen	166
d)	Ergebnis.....	166
3.	<i>Rechtsvergleich</i>	167
a)	Gemeinsamkeiten	167
b)	Unterschiede.....	167
c)	Ergebnis.....	168
IV.	PRIVATPLATZIERUNG	170
1.	<i>Privatplatzierung im US-Recht</i>	170
a)	Erstverkauf (<i>Initial Sale</i>).....	170
b)	Weiterverkauf (<i>Resale</i>)	171
2.	<i>Privatplatzierung im deutschen Recht</i>	175
a)	Grundlagen	175
b)	Erfordernis der Gesamtzulassung aller Wertpapiere einer Gattung.....	176
3.	<i>Rechtsvergleich</i>	177
a)	Gemeinsamkeiten	177
b)	Unterschiede.....	177
c)	Ergebnis.....	178
V.	GESAMTERGEBNIS.....	180
D.	GESELLSCHAFTSRECHTLICHE KONFLIKTE DER SPAC MIT DEM AKTIENGESETZ	181
I.	MANAGEMENTBETEILIGUNG	183
1.	<i>Managementvergütung</i>	183
a)	Schaffung und Ausgestaltung einer eigenen Aktiengattung	184
aa)	Grundlagen	184
bb)	Ausschluss von Liquidationsverteilung	184
cc)	Ausschluss der Handelbarkeit	185
dd)	Zwischenergebnis.....	185
b)	Vergütung des Managements durch Gattungsumwandlung.....	185
aa)	Mindestnennbetrag	186
bb)	Verbot der Unterpariemiission	186
cc)	Zulässigkeit der Überpariemiission.....	186
dd)	Umwandlung der Gründeraktien	187
ee)	Zwischenergebnis.....	188
c)	Ergebnis.....	188
2.	<i>Emission und Unterlegung isolierter Optionsscheine</i>	190
a)	Zulässigkeit der Emission isolierter Optionsscheine	192
b)	Unterlegung der Optionsscheine	194
c)	Ergebnis.....	197
II.	DIE ANLEGERBETEILIGUNG.....	198
1.	<i>Emission der Units (Huckepackemission)</i>	198
2.	<i>Einschränkung der Leitungsmacht des Vorstands</i>	199
a)	Treuhandkonto	199
b)	Abstimmung der Hauptversammlung über die Transaktionsvornahme.....	202

aa)	Grundsatz: Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstands	203
bb)	Transaktionsunabhängige Begründung einer Hauptversammlungskompetenz	204
(1)	Hauptversammlungskompetenz aus § 119 Abs. 1 AktG.....	204
(2)	Hauptversammlungskompetenz aus § 119 Abs. 2 AktG.....	204
(3)	Mittelbare Hauptversammlungskompetenz über § 111 Abs. 4 AktG	206
(4)	Satzungsmäßige Hauptversammlungskompetenz	207
(5)	Hauptversammlungskompetenz wegen Änderung des Unternehmensgegenstands	208
(6)	Zwischenergebnis	209
cc)	Transaktionsabhängige Begründung einer Hauptversammlungskompetenz	210
(1)	Hauptversammlungskompetenz beim Barkauf	210
(a)	Gesetzliche Hauptversammlungskompetenz.....	210
(b)	Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz	213
(2)	Hauptversammlungskompetenz bei Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage.....	216
(3)	Umwandlungsrechtliche Hauptversammlungskompetenz	217
(4)	Zwischenergebnis	218
dd)	Ergebnis.....	218
3.	<i>Opt-Out-Recht</i>	219
a)	Grundlagen	220
b)	Ausnahmen beim Rückerwerb eigener Aktien.....	221
aa)	Ermächtigungsbeschluss (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG)	222
bb)	Kapitalherabsetzung gem. § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG (§§ 237 ff. AktG)	224
c)	Ausnahmen bei Zwangseinziehung (§ 237 Abs. 1 S. 1 Alt. 1 AktG)	225
aa)	Ordentliches Einziehungsverfahren	226
bb)	Vereinfachtes Einziehungsverfahren.....	227
(1)	Bilanzgewinn oder frei verfügbare Rücklage.....	227
(a)	Bilanzgewinn.....	227
(b)	Einlagen (Nennbetrag)	227
(c)	Aufgeld (Agio).....	228
(2)	Einziehung von Stückaktien ohne Kapitalherabsetzung	230
d)	Ergebnis.....	231
4.	<i>Liquidation nach Zeitablauf</i>	232
a)	Auflösung der SPAC	233
aa)	Auflösung wegen Fristablaufs § 262 Abs. 1 Nr. 1 AktG	233
bb)	Auflösung wegen Hauptversammlungsbeschluss § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG	236
b)	Sperrjahr § 272 Abs. 1 AktG.....	239
c)	Ergebnis.....	240
III.	TELEOLOGISCHE REDUKTIONEN.....	242
IV.	ERGEBNIS	244
E.	RECHTSÖKONOMISCHE ANALYSE.....	247
I.	ENTWICKLUNG IN DER BRD.....	248
1.	<i>Politische Historie von SPACs</i>	248
a)	Evaluation der 19. Legislaturperiode	248
b)	Gesetzgeberische Aktivität der 20. Legislaturperiode	250
2.	<i>Die Börsenmantelaktiengesellschaft</i>	252

a)	Anwendungsbereich der BMAG-Vorschriften	253
b)	Modifizierung der Aktiengesellschaft	255
aa)	Managementbeteiligung	255
bb)	Anlegerbeteiligung	256
(1)	Emission von Units	256
(2)	Treuhandkonto	257
(3)	Abstimmungserfordernis	257
(4)	Opt-Out-Recht	258
(5)	Transaktionsfrist	259
cc)	Zwischenergebnis	260
c)	Weitere Anforderungen an BMAG	261
aa)	Rechtsformzusatz	261
bb)	Zieltransaktion	262
d)	Würdigung	263
aa)	Systematische Stellung	263
bb)	Inhaltliche Evaluation	266
cc)	Prognose	269
II.	ENTWICKLUNG IN DEN USA	271
1.	<i>Neue Informations- und Aufklärungspflichten</i>	271
a)	Definitionen (Item 1601)	272
b)	Sponsoren (Item 1603)	273
c)	Verwässerung (Item 1602 und 1604)	274
d)	Prospektfrontblatt und -zusammenfassung (Item 1602 und 1604)	274
e)	Aufklärungs- und Verfahrenspflichten bei De-SPAC (Item 1605 ff.)	275
aa)	Hintergrundinformationen zur Transaktion (Item 1605)	276
bb)	Fairness der Transaktion (Item 1606)	277
cc)	Drittbewertungen (Item 1607)	278
dd)	Überarbeitung von Schedule TO (Item 1608)	279
2.	<i>Vereinheitlichung von De-SPAC und IPO</i>	279
a)	Gleichschaltung von nicht-finanziellen Aufklärungspflichten	280
b)	Prüfungszeitraum (<i>Minimum Dissemination Period</i>)	281
c)	Haftung des Targets als Emittent	281
d)	Neubewertung des SRC-Status nach De-SPAC	282
e)	Zukunftsgerichtete Aussagen	283
f)	Haftungserweiterung für Emissionsbanken	286
3.	<i>Überarbeitung der Regelungen zu Mantelgesellschaften</i>	289
4.	<i>Status als Investment Company</i>	291
a)	SPAC-Vermögen und Einkommen	292
b)	Management-Aktivitäten	293
c)	Dauer	293
d)	Außendarstellung	294
e)	De-SPAC	294
5.	<i>Würdigung</i>	294
a)	Analogie zu Going Private-Transaktionen	295
b)	Informations- und Aufklärungspflichten	295
c)	Angleichung von De-SPAC und IPO	299
d)	Investment Company Status	301
III.	ZUKUNFT DER SPAC	302
1.	<i>Gesetzgebungskompetenzen</i>	303
a)	Marktzugang	303

b)	Kapitalmarktrechtliche Sekundärpflichten.....	305
c)	Aktienrecht	306
d)	Kapitalanlagerecht.....	306
e)	Zwischenergebnis.....	307
2.	<i>Informationspflichten im SPAC-Prospekt</i>	308
a)	Definitionen.....	308
aa)	SPAC	308
bb)	SPAC-Sponsor	310
cc)	De-SPAC	310
dd)	Target	311
b)	Aufklärungspflichten.....	311
aa)	Sponsoren	312
bb)	Verwässerung	313
cc)	Prospektfrontblatt und -zusammenfassung	313
c)	Zwischenergebnis.....	314
3.	<i>Informationspflichten bei De-SPAC</i>	314
a)	Mindestprüffrist.....	316
b)	Unternehmensinformationen.....	317
aa)	De-SPAC-Ad-hoc-Lösung	317
bb)	De-SPAC-Prospekt-Lösung	318
cc)	Stellungnahme	319
c)	Weitere SPAC-spezifische Aufklärungspflichten.....	320
aa)	Hintergrundinformationen.....	320
bb)	Verwässerung	322
cc)	Fairnessbewertung.....	322
dd)	Drittbewertungen.....	323
d)	Zwischenergebnis.....	324
4.	<i>Haftung für De-SPAC-Ad-hoc-Mitteilung</i>	325
a)	Geltendes Haftungsregime	326
aa)	Gesetzliche Passivlegitimation.....	326
bb)	Weitere Haftungsadressaten.....	326
(1)	Analogie	327
(2)	Haftung als Mittäter	327
(3)	Haftung wegen Schutzgesetzverletzung.....	328
(4)	Haftung wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung.....	329
(5)	Ergebnis.....	330
cc)	Aktivlegitimation	330
(1)	Anknüpfung an Art. 17 MAR	330
(2)	Aktivlegitimierter Erwerber (§§ 97 Abs. 1 Nr. 1, 98 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	331
(3)	Aktivlegitimierter Veräußerer (§§ 97 Abs. 1 Nr. 2, 98 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)	331
dd)	Verschulden.....	332
ee)	Anspruchsumfang.....	332
b)	Vorgeschlagenes Haftungsregime.....	332
aa)	Ausweitung der Verantwortlichen	333
bb)	Ausgestaltung der Aktivlegitimation	334
(1)	Haftung für unterlassene/verspätete Veröffentlichung	334
(2)	Haftung für unrichtige Veröffentlichung	334
cc)	Anspruchsumfang.....	335

c) Zwischenergebnis.....	335
aa) Unionsrechtliche Rahmenvorschrift.....	336
bb) Umsetzung im deutschen Recht	336
5. <i>Bereichsausnahme im Kapitalanlagegesetzbuch</i>	339
a) Kapitalsammlung vor De-SPAC	340
b) Singulärer De-SPAC	340
c) Transaktionsfrist.....	340
d) Zwischenergebnis.....	341
IV. LIBERALISIERUNG DER BMAG	342
V. ERGEBNIS	343
F. ABSCHLIEßENDE GESAMTWÜRDIGUNG	345
I. POTENZIAL DER SPAC	345
II. ROLLE DER SPAC	346
III. EINE FAIRE SPAC	347
G. ZUSAMMENFASSUNG DER WESENTLICHEN ERGEBNISSE IN THESEN.....	351