

# Schriften zum Gesellschafts-, Bilanz- und Unternehmenssteuerrecht

Herausgegeben von Joachim Hennrichs

Tobias Strohmeier

## Special Purpose Acquisition Companies

SPACs im Spannungsfeld von deutschem  
Aktien- und Kapitalmarktrecht

SGBU 11



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

## C. Börsengang eines SPAC an der Frankfurter Wertpapierbörsen

Bisher wurden mit der Helikos SE und der European CleanTech I SE als luxemburgische Gesellschaften zwei SPAC-Gesellschaften an der Frankfurter Wertpapierbörsen gelistet.<sup>253</sup> Nachfolgend wird der Frage nachgegangen, ob ein SPAC in der Rechtsform einer deutschen Aktiengesellschaft an der Frankfurter Wertpapierbörsen zugelassen werden kann und welche konkreten kapitalmarktrechtlichen Anforderungen hierbei erfüllt werden müssen.

### I. Struktur und Ablauf

Hierbei gilt es zu differenzieren, welche Wertpapiere zugelassen werden sollen. Bei SPACs kommt sowohl die Zulassung der Units insgesamt als auch die selbstständige Zulassung der Aktien und der Optionsscheine in Betracht. Da die kapitalmarktrechtlichen Anforderungen, insbesondere hinsichtlich des erforderlichen Prospektinhaltes, bei Aktien am strengsten sind, soll zunächst geprüft werden, unter welchen Voraussetzungen die Aktien eines SPAC an der Frankfurter Wertpapierbörsen zugelassen werden können.<sup>254</sup> Im Anschluss erfolgt die Prüfung der Zulassung der Optionsscheine als Bestandteile der Units. Die Prüfung gliedert sich jeweils in die gesetzlichen Anforderungen an den Prospekt und die Anforderungen der Frankfurter Wertpapierbörsen für eine Notierung.

Zudem muss nach dem Herkunftsstaat des SPAC differenziert werden, da dieser maßgeblich für die zuständige Regulierungsbehörde ist.<sup>255</sup> Die Untersuchung beschränkt sich allerdings auf den Fall eines nach deutschem Recht und als Aktiengesellschaft gegründeten SPAC mit Sitz in Deutschland.

<sup>253</sup> Die Prospekte der Helikos SE und der ECT SE wurden nicht von der BaFin gebilligt, sondern von der luxemburgischen Regulierungsbehörde, was im Rahmen des europäischen Passes möglich ist. Zu der Luxemburger Regulierungsbehörde *Commission de Surveillance du Secteur Financier* („CSSF“) und dem Luxemburger Genehmigungsverfahren, vgl. Kremer in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 36 Rn. 77 ff. Zum europäischen Pass später unter C.IX.

<sup>254</sup> Vgl. Schlitt/Ponick in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 5 Rn. 21.

<sup>255</sup> Seit der Einführung des europäischen Passes können Gesellschaften mit ihrem Sitz in einem anderen EWR-Staat außerhalb Deutschlands den Prospekt von der Regulierungsbehörde ihres Sitzstaates billigen lassen. Sodann genügt für eine Gültigkeit des Prospektes in Deutschland nach § 17 Abs. 3 WpPG eine ordnungsgemäße Unterrichtung der BaFin durch die ausländische Regulierungsbehörde, sowie die Einhaltung der Sprachenregelung des WpPG. Vgl. zum europäischen Pass, Meyer in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30 Rn. 64 ff.; Ponick in Grunewald/Schlitt, S. 218 ff. Diesen Weg wählte auch die Helikos SE. Siehe auch später unter C.IX.

## II. Prospektpflicht für Aktien

Zunächst ist die Anwendbarkeit des Wertpapierprospektgesetzes zu prüfen. Grundsätzlich besteht nach § 3 Abs. 1 S. 1 WpPG für alle Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten werden, eine Prospektpflicht.<sup>256</sup> Der Prospekt muss alle erforderlichen Angaben enthalten, um einem Anleger oder Garantiegeber die Beurteilung der finanziellen Situation des Emittenten und der mit dem Wertpapier verbundenen Rechte zu ermöglichen (§ 5 Abs. 1 S. 1 WpPG).<sup>257</sup>

### 1. Rechtsrahmen

Da es sich bei den betreffenden Aktien um Wertpapiere i.S.v. § 2 Nr. 1 WpPG handelt,<sup>258</sup> ist das Wertpapierprospektgesetz nach § 1 Abs. 1 WpPG bei der Zulassung von Aktien anwendbar.<sup>259</sup> Will eine deutsche AG an der Frankfurter Wertpapierbörsse Aktien emittieren, ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpPG i. V. m. § 2 Nr. 13 WpPG für die Prüfung und Billigung des Prospektes zuständig.<sup>260</sup>

### 2. Prospektinhalt nach der ProspektVO

Der Inhalt des Prospektes ist nach Maßgabe des § 5 WpPG so zu gestalten, dass der Anleger in verständlicher Form über alle für die Investitionsentscheidung bedeutsamen Umstände informiert wird.<sup>261</sup> Konkretisiert werden die inhaltlichen Anforderungen durch die Mindestangaben nach § 7 WpPG i. V. m. der Prospektverordnung (ProspektVO).<sup>262</sup> Die ProspektVO ist nach dem Bau-

256 Zu den Änderungen hinsichtlich der Prospektrichtlinie (auf der das WpPG basiert) durch das Europäische Parlament vom 17.06.2010, vgl. *Schlitt/Ries*, PLATOW Recht vom 01.10.2010, Nr. 113, S. 7. Diese Änderungen berühren jedoch keine Punkte der nachstehenden Untersuchung.

257 *Schlitt/Schäfer* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 5 WpPG Rn. 8; *Schlitt/Ponick* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 5 Rn. 14.

258 *Von Kopp-Colomb/Knobloch* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 2 WpPG Rn. 12.

259 *Ponick* in Grunewald/Schlitt, S. 203; *von Kopp-Colomb/Witte* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 1 WpPG Rn. 13 ff.; *Groß*, § 1 WpPG, Rn. 2.

260 Die Zuständigkeit hängt vom Herkunftsstaat ab und somit bei der Aktienemission nach § 2 Nr. 13 lit. a vom Sitzstaat, vgl. *Schlitt/Schäfer* in FS Hopt, 2469, 2482; *von Kopp-Colomb* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 13 WpPG Rn. 7; *Groß*, § 13 WpPG, Rn. 5; *von Rosen* in Assmann/Schütze, § 2 Rn. 153.

261 *Schlitt/Schäfer* in FS Hopt, 2469, 2482; *dieselben* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 5 WpPG Rn. 11 ff.; *Schlitt/Ponick* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 5 Rn. 15; *Just* in Just/Voß/Ritz/Zeising, § 5 Rn. 5.

262 *Schlitt/Schäfer* in FS Hopt, 2469, 2482; *dieselben* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 5 WpPG Rn. 13; *Just* in Just/Voß/Ritz/Zeising, § 7 WpPG, Rn. 5; *Ries* in Grunewald/Schlitt, S. 32; *Groß*, § 7 WpPG, Rn. 2.

kastenprinzip (*building block approach*) aufgebaut, so dass die jeweils anwendbaren Module die jeweiligen Anforderungen an den Prospekt vorgeben.<sup>263</sup> Die Mindestangaben des Registrationsformulars für Aktien ergeben sich aus Art. 4 ProspektVO i. V. m. Anhang I ProspektVO und die für die Wertpapierbeschreibung aus Art. 6 und Anhang III ProspektVO.<sup>264</sup> Bei der Auslegung der ProspektVO orientiert sich die BaFin weitgehend an den Vorgaben des *Committee of the European Securities Regulators* (CESR) bzw. der *European Securities Markets Authority* (ESMA).<sup>265</sup> Am 01.01.2011 wurde CESR durch die ESMA ersetzt,<sup>266</sup> welche allerdings die CESR-Empfehlungen übernahm, sofern keine ausdrückliche Änderung erfolgte oder erfolgt.<sup>267</sup> Im Folgenden soll auf die Fragen, die in Hinsicht auf die typische Struktur von SPACs in Zusammenhang mit dem Wertpapierprospekt bestehen, eingegangen werden.

#### a. Historische Finanzinformationen

Der Emittenten muss die historischen Finanzinformationen der vergangenen drei Jahre oder eines kürzeren Zeitraumes, falls die Gesellschaft weniger als drei Jahre in ihrer Branche tätig ist, nach § 7 WpPG i. V. m. Art. 4 Abs. 2 Nr. 1 ProspektVO i. V. m. Anhang I Ziff. 20.1 ProspektVO im Prospekt offenlegen.<sup>268</sup> Da SPACs typischerweise erst unmittelbar vor dem Börsengang gegründet werden und noch kein operatives Geschäft betreiben, existieren für den Zeitraum von drei Jahren vor dem Börsengang in der Regel überhaupt keine Finanzinformationen.

Die ProspektVO trifft in Anhang I Ziff. 20.1 jedoch auch Vorgaben für Emittenten, die seit weniger als einem Jahr in ihrer Wirtschaftsbranche tätig sind. Zum einen können dies Unternehmen sein, die ihre Geschäftstätigkeit geändert haben und daher für ihre aktuelle Geschäftstätigkeit noch keine entsprechenden Zahlen über die geforderte Zeitspanne veröffentlichen können. Zum anderen kann es sich um Unternehmen handeln, die ihre Geschäftstätigkeit

263 Zum Baukastenprinzip der ProspektVO, vgl. *Schlitt/Schäfer* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 7 WpPG Rn. 19; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 507; zu den anwendbaren Modulen der ProspektVO bei einem Börsengang siehe Fußnote 11 bei *Schlitt/Singhof/Schäfer*, BKR 2005, 251.

264 *Schlitt/Ponick* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 5 Rn. 19.

265 Committee of the European Securities Regulators recommendations for the consistent implementation of the European's Commission's Regulation on Prospectus no. 809/2004. Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden für eine europaweite konsistente Umsetzung der Prospektverordnung. Vgl. hierzu *Seitz*, BKR 2002, 340, 341f. Zu dem „Lamfalussy-Bericht“, auf den die Schaffung von CESR zurückgeht von *Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 25 ff.

266 Vgl. Erwägungsgrund Nr. 69 und Art. 8 lit. l, Art. 76 Abs. 4 der VO EU 1095/2010.

267 Vgl. ESMA update of the CESR-recommendations, The consistent implementation of Commission Regulation (EC) No. 809/2004 implementing the Prospectus Directive, ESMA/2011/81 vom 23.03.2011, S. 4.

268 Meyer in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30 Rn. 21; *Schlitt/Singhof/Schäfer*, BKR 2005, 251, 253 f.

erst kurz vor oder nach dem Börsengang aufnehmen beziehungsweise erst kurz vor dem angestrebten Börsengang gegründet werden.<sup>269</sup> SPACs sind letzterer Kategorie zuzuordnen, da sie üblicherweise vor ihrer Börsennotierung keiner anderen Geschäftstätigkeit nachgehen und erst unmittelbar vor dem Börsengang gegründet werden.

Nach dem Wortlaut des Anhang I Ziff. 20. 1 Abs. 3 der ProspektVO sollen in solchen Fällen die geprüften historischen Finanzinformationen für „diesen Zeitraum“ genügen. Demnach wären die geprüften Finanzinformationen für den Zeitraum von der Gründung bis zur Prospekterstellung relevant.<sup>270</sup>

Allerdings bestehen nach den Empfehlungen von CESR bzw. der ESMA grundsätzlich zwei Möglichkeiten, den relevanten Zeitraum zu definieren.<sup>271</sup> Die erste Möglichkeit ist, auf den Zeitraum ab der Gründung des Unternehmens bis zum Ablauf des ersten nach nationalen Rechnungslegungsstandards relevanten Geschäftsjahres abzustellen.<sup>272</sup> Dies setzt jedoch voraus, dass dieses Geschäftsjahr bereits abgelaufen ist. Sollten seit dem Stichtag des Jahresabschlusses bereits mehrere Monate vergangen sein, kann ein zusätzlicher Zwischenbericht für diesen Zeitraum erforderlich werden.<sup>273</sup> Alternativ soll der Zeitraum ab der Gründung des Unternehmens bis zu einem Stichtag möglichst kurz vor der Prospekterstellung erfasst werden, falls noch kein Jahresabschluss erstellt wurde.<sup>274</sup>

Die Verwaltungspraxis der BaFin hat sich dahin entwickelt, dass es bei Emittenten, die vor weniger als einem Jahr gegründet worden sind und noch keinen Jahresabschluss erstellt haben, ausreicht, Finanzinformationen für den Zeitraum ab dem Eröffnungsbilanzstichtag bis zu einem Stichtag möglichst nah am Prospekterstellungsdatum aufzunehmen.<sup>275</sup> Bei Gesellschaften, die erst sehr kurz tätig sind oder ganz kurz vor dem Börsengang gegründet werden,

269 Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 198; Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I ProspektVO, Rn. 330; d'Arcy/Kahler in Berl. Komm. WpPG, Anh. I EU-ProspektV Rn. 125.

270 Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 202; Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I ProspektVO, Rn. 332 f.; Harrer/Janssen, FB 2009, 46, 47.

271 Vgl. Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I ProspektVO, Rn. 332.

272 Vgl. ESMA/2011/85, Frage 16, Qa A) 1.

273 Nach einer Mindermeinung in der Literatur wird sogar eine Anpassung des Rumpfgeschäftsjahres verlangt, sofern für das aktuelle Rumpfgeschäftsjahr bereits ein Abschluss vorlag, so d'Arcy/Kahler in Berl. Komm. WpPG, Anh. I EU-ProspektV Rn. 130. A.A.: Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 204; Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I ProspektVO, Rn. 332.

274 Vgl. ESMA/2011/85, Frage 16, Qa A) 2; Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 202.

275 Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 202; Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I ProspektVO, Rn. 333.

reicht nach Ansicht der BaFin auch die Aufnahme der geprüften Eröffnungsbilanz aus.<sup>276</sup>

Der Umfang und die Art der erforderlichen Angaben hängen somit im Ergebnis vom Einzelfall ab. Bei SPACs, die bereits nach nationalem Recht einen Jahresabschluss erstellt haben, ist dieser auch in geprüfter Form beizufügen. Sollten seit dem Stichtag des Jahresabschlusses bereits mehrere Monate vergangen sein, kann, wie bereits erörtert, ein zusätzlicher Zwischenbericht für diesen Zeitraum erforderlich werden. In der Regel werden SPACs jedoch aufgrund der kurzfristigen Gründung noch keinen Jahresabschluss erstellt haben. Es sind lediglich die Finanzinformationen für den Zeitraum von der Gründung bis zu einem Stichtag, möglichst kurz vor der Prospekterstellung, relevant. Diese können durch eine geprüfte Eröffnungs- und Zwischenbilanz beigebracht werden. Der Informationswert dieser Angaben ist typischerweise gering, da sich die Angaben auf den finanziellen Aufwand für die Gründung und die Vorbereitungen des Börsengangs beschränken. Vor dem öffentlichen Angebot besteht das Eigenkapital der SPAC-Gesellschaft lediglich aus dem Erlös der Privatplatzierungen durch die Sponsoren.

### b. Pro-forma-Finanzinformationen

In bestimmten Fällen müssen zusätzlich zu den historischen Finanzinformationen auch noch sogenannte Pro-Forma-Finanzinformationen nach Anhang I Ziff. 20.2 ProspektVO in den Prospekt aufgenommen werden, beispielsweise, wenn es in dem relevanten Berichtszeitraum zu einer bedeutenden Unternehmenstransaktion gekommen ist, die zu einer erheblichen Brutto-Veränderung bei dem Emittenten geführt hat.<sup>277</sup> Eine bedeutende Brutto-Veränderung liegt nach dem neunten Erwägungsgrund der ProspektVO vor, wenn sich durch die Transaktion ein oder mehrere für die Bestimmung der Geschäftstätigkeit relevanten Abschlussposten um mehr als 25 Prozent verändern.<sup>278</sup> Der relevante Berichtszeitraum ist nach den Anforderungen der BaFin der letzte Zwi-

---

276 Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 202. A.A.: Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I ProspektVO, Rn. 333.

277 Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 216; Meyer in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30, Rn. 33; Schlitt/Singhof/Schäfer, BKR 2005, 251, 254. Von einer komplexen finanztechnischen Vorgeschichte (*complex financial history*) im Sinne von Art. 4a Abs. 1 Unterabs. 1 S. 2 ProspektVO ist hingegen nicht auszugehen, da hier beispielsweise Fälle erfasst werden, in denen eine Holding zum Zweck der Übernahme einer bereits bestimmten, operativ tätigen, nicht börsennotierten Gesellschaft gegründet und an die Börse gebracht wird. Hier müssen unter Umständen auch Angaben zu der operativ tätigen Gesellschaft gemacht werden. Vgl. hierzu Meyer in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30 Rn. 36 ff. Bei SPACs steht jedoch zum Zeitpunkt der Prospekterstellung die operativ tätige Zielgesellschaft noch gar nicht fest, insofern liegt hier auch kein Fall einer komplexen finanztechnischen Vorgeschichte vor.

278 Zu den Kriterien für bedeutende Brutto-Veränderungen vgl. ESMA/2011/81, Rn. 90 ff.; Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 219 ff.

schenberichtszeitraum, für den Zwischenfinanzinformationen im Prospekt abgedruckt sind.<sup>279</sup>

Eine bedeutende Unternehmenstransaktion zu einem Zeitpunkt vor dem Börsengang ist bei einem SPAC äußerst unwahrscheinlich und nahezu ausgeschlossen. Zwar zielt der SPAC auf eine Unternehmenstransaktion in der entsprechenden Größe ab, aber diese wird erst nach dem Börsengang in Form der Unternehmenszusammenführung mit einer noch zu identifizierenden Zielgesellschaft durchgeführt. Vor dem Börsengang ist noch nicht absehbar, ob und in welcher Größenordnung eine Unternehmenstransaktion tatsächlich durchgeführt wird. Die Pro-Forma-Finanzinformationen werden regelmäßig für den Prospektinhalt bei SPACs keine Rolle spielen.

### c. Operative Historie

Nicht nur zur finanziellen Historie, sondern auch zur operativen Historie müssen nach § 7 WpPG i. V. m. Art. 4 Abs. 2 Nr. 1 ProspektVO i. V. m. Anhang I Ziff. 6.1 ProspektVO im Prospekt Angaben gemacht werden. Hierbei soll für die von den historischen Finanzinformationen abgedeckten Geschäftsjahre die Geschäftstätigkeit dargelegt werden. Eine bloß abstrakte Darstellung soll insoweit nicht genügen. Vielmehr wird eine konkrete Nennung der wichtigsten Haupttätigkeitsbereiche verlangt (Anh. I Ziff. 6.1.1. ProspektVO).<sup>280</sup> Abzustellen ist auf jede sich deutlich abhebende, differenzierbare Organisationseinheit, die auf den Absatz bestimmter Produkte oder Dienstleistungen ausgerichtet ist.<sup>281</sup> Auch die Einführung und Entwicklung neuer Produkte und Dienstleistungen soll hier erfasst werden (Anh. I Ziff. 6.1.2 ProspektVO).<sup>282</sup>

Da die SPAC-Gesellschaft erst unmittelbar vor dem Börsengang gegründet wird und vorher keinem operativen Geschäft nachgeht, können auch keine Angaben zur operativen Historie der letzten drei Jahre vor dem Börsengang gemacht werden. In diesem Zusammenhang ist für die operative Historie in Anh. I Ziff. 6 ProspektVO keine Ausnahmeregelung entsprechend der für his-

---

279 Kunold in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang I Rn. 221; Meyer in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 30 Rn. 34; Schlitt/Ponick in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinf., § 5 Rn. 71. Zusätzlich können auch freiwillig ältere Pro-Forma-Finanzinformationen aufgenommen werden, sofern für den entsprechenden Zeitraum auch historische Finanzinformationen freiwillig aufgenommen werden, um eine bessere Vergleichbarkeit zu ermöglichen, vgl. Schlitt/Singhoff/Schäfer, BKR 2005, 251, 254.

280 Schlitt/Schäfer in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang 1 Rn. 63; Alfes/Wieneke in Berl. Komm. WpPG, Anh. I EU-ProspektVO, Rn. 34; Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I, Rn. 117 f.

281 Schlitt/Schäfer in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang 1 Rn. 64.

282 Schlitt/Schäfer in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, EU-ProspektVO Anhang 1 Rn. 63; Alfes/Wieneke in Berl. Komm. WpPG, Anh. I EU-ProspektVO, Rn. 38; Fingerhut/Voß in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang I, Rn. 121 ff.

torische Finanzinformationen in Anh. I Ziff. 20.1 Abs. 3 ProspektVO enthalten. Vielmehr müssten von der ProspektVO verlangte Angaben im Prospekt aufgenommen werden, auch wenn sie mangels Inhalt leer liefern. In den Prospekt eines SPAC müssten zur operativen Historie Informationen aufgenommen werden, die eine Haupttätigkeit verneinen und auch die Entwicklung oder den Vertrieb von neuen Produkten ausschließen. Damit der Prospekt in solchen Fällen kein unbegründet negatives Bild vom Emittenten zeichnet, kann auf die sogenannte Blankoklausel (*Blanket Clause*) nach Art. 23 Abs. 4 ProspektVO zurückgegriffen werden.<sup>283</sup> Die Blankoklausel erlaubt es dem Emittenten, die in den Schemata und Modulen gemäß der in Art. 4 bis 20 geforderten Angaben nicht in den Prospekt aufzunehmen, sofern diese Angaben für ihn nicht angemessen sind. Diese Regelung soll die Aufnahme eines Negativtestats für nicht einschlägige Mindestangaben im Prospekt entbehrlich machen.<sup>284</sup> Allerdings muss die fehlende Relevanz offensichtlich sein, damit das Regel-Ausnahme-Verhältnis nicht umgekehrt wird.<sup>285</sup> Die Anwendbarkeit der Blankoklausel hängt nicht vom Vorliegen einer Start-up-Gesellschaft ab.<sup>286</sup>

Da SPACs vor der Übernahme einer Zielgesellschaft keinem operativen Geschäft nachgehen, kann auf die Angaben zur operativen Historie nach § 7 WpPG i. V. m. Art. 4 Abs. 2 Nr. 1 ProspektVO i. V. m. Anhang I Ziff. 6.1 ProspektVO im Prospekt verzichtet werden, da diese offensichtlich nicht relevant sind und die Blankoklausel nach Art. 23 Abs. 4 ProspektVO Anwendung findet.<sup>287</sup>

#### d. Sonderregelung für Start-up-Unternehmen

Die BaFin kann nach Art. 23 Abs. 1 ProspektVO i. V. m. Anhang XIX ProspektVO von speziellen Emittenten die Aufnahme zusätzlicher Informationen in den Prospekt verlangen. Zu diesen besonderen Emittenten gehören auch Start-up-Gesellschaften. Wie sich ein solcher Start-up definiert, ob ein SPAC unter dieser Definition zu subsumieren ist, und welche Folgen dies für die Prospektangaben haben könnte, soll im Folgenden untersucht werden.

##### i. Definition von Start-up-Unternehmen

Nach der ProspektVO sind Start-ups seit weniger als drei Jahren bestehende Gesellschaften (Anh. XIX der ProspektVO, 5. Spiegelstrich). Laut den CESR bzw. ESMA-Empfehlungen liegt ein Start-up auch dann vor, wenn die betref-

---

283 Hierzu auch Erwähnungsgrund 24 der EU- ProspektVO und CESR/03-300, Rn. 123 ff.; *Fingerhut/Voß* in Just/Voß/Ritz/Zeising, Vor Anhang I, Rn. 20; *Höninger* in Berl. Komm. WpPG, Art. 23 EU-ProspektVO, Rn. 34.

284 *Fingerhut/Voß* in Just/Voß/Ritz/Zeising, Vor Anhang I, Rn. 20; CESR/03-300, Rn. 125.

285 *Höninger* in Berl. Komm. WpPG, Art. 23 EU-ProspektVO, Rn. 34.

286 *Höninger* in Berl. Komm. WpPG, Art. 23 EU-ProspektVO, Rn. 34; zur Definition und den Anforderungen an Start-ups im Folgenden unter C.II.d.

287 Ebenso *Just*, ZIP 2009, 1698, 1699.

fende Gesellschaft zwar länger als drei Jahre besteht, aber ihre Geschäftstätigkeit vollständig verändert hat.<sup>288</sup> Entscheidend ist, ob die betreffende Gesellschaft seit weniger als drei Jahren in ihrer Branche tätig ist beziehungsweise die gleiche Geschäftstätigkeit ausübt.<sup>289</sup> Wird etwa eine länger als drei Jahre bestehende Gesellschaft auf eine neu errichtete Gesellschaft verschmolzen, ohne ihre Branche zu wechseln, ist sie nicht als Start-up anzusehen. Faktisch besteht die Gesellschaft länger als drei Jahre.<sup>290</sup> Auch neu gegründete Holding-Gesellschaften für bereits existierende Gesellschaften, oder Zweckgesellschaften (*Special Purpose Vehicle – SPV*) im Sinne von Art. 2 Nr. 4 ProspektVO fallen nicht unter die Definition von Start-ups.<sup>291</sup> Unter einer Zweckgesellschaft versteht man Gesellschaften, deren Tätigkeit und Zweck in erster Linie darin besteht, Wertpapiere zu emittieren. Zweckgesellschaften werden häufig aus haftrungs- oder steuerrechtlichen Gründen errichtet.<sup>292</sup>

## ii. SPACs als Start-ups

Fraglich ist, ob SPACs als Start-ups im Sinne von Art. 23 Abs. 1 ProspektVO i. V. m. Anhang XIX ProspektVO zu qualifizieren sind.<sup>293</sup> Dies setzt zunächst voraus, dass es sich bei einem SPAC weder um eine Holding-Gesellschaft, noch um eine SPV handeln. Da ein SPAC nicht mit dem Ziel gegründet wird, für eine bereits vor dem Börsengang feststehende Gesellschaft als Holding-Gesellschaft zu fungieren, scheidet die Qualifikation als eine solche aus. Zumindest terminologisch ähneln SPACs (*Special Purpose Acquisition Companies*) den Zweckgesellschaften (*Special Purpose Vehicles*), die nicht als Start-ups zu qualifizieren sind.<sup>294</sup> Doch der Zweck beider Modelle geht auseinander: Verfolgen die Gründer von SPVs in erster Linie die Umgehung unerwünschter Rechtsfolgen oder die Optimierung einer Transaktionsstruktur,<sup>295</sup> zielen die Gründer von SPACs darauf ab, denselben durch eine spätere Akquisition

288 ESMA/2011/85, Rn. 136; *Fingerhut/Voß* in Just/Voß/Ritz/Zeising, Anhang XIX, Rn. 24.

289 Vgl. *Schlitt/Ponick* in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktf., § 5 Rn. 113.

290 Vgl. *Schnorbus*, WM 2009, 249, 256.

291 ESMA/2011/85, Rn. 136.

292 Vgl. *Foelsch* in Berl. Komm. WpPG, Art. 2 EU-ProspektVO, Rn. 4. Häufig werden ausländische Zweckgesellschaften als 100-prozentige Finanztochtergesellschaften des Emittenten zur Begebung von Wandelschuldverschreibungen gegründet, vgl. *Schlitt/Hemeling* in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 10 Rn. 7. Aus steuerlicher Perspektive kann die Zweckgesellschaft als spezielle Refinanzierungsgesellschaft am Kapitalmarkt dienen, vgl. *Rühlmann* in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 14 Rn. 12. Zum Einsatz von Zweckgesellschaften bei Verbriefungs-Transaktionen vgl. *Geiger* in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 18 Rn. 2 ff.

293 So *Harrer/Janssen*, FB 2009, 46, 47; *Just*, ZIP 2009, 1698, 1699.

294 Im Einzelfall und je nach Gestaltung des SPAC für eine Subsumtion als SPV: *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, § 7 WpPG Rn. 48.

295 Neben der Übernahme bestimmter Aufgaben bei Transaktionen können sie auch Aktiv- oder Passivposten aus den Bilanzen anderer Unternehmen übernehmen, vgl. „Das Schlagwort“, DStR-KR 2002, 4.