

SPACs en De-SPACs

Een update naar aanleiding van de SPAC-hausse

mr. E.J. Glazener, mr. N.A.M. Offergelt en mr. drs. T. de Jong¹

In oktober 2020 schreven onze kantoorgenoten R. van Kessel en D.J.R. Lemstra een artikel in Ondernemingsrecht over de SPAC, waarin zij aangaven dat in Nederland de SPAC op dat moment een relatief zeldzaam fenomeen was.² Sinds publicatie van dat artikel zijn 18 SPACs genoteerd aan Euronext Amsterdam. Vier daarvan zijn inmiddels een business combination met een doelvennootschap aangegaan (ook wel bekend als een 'De-SPAC'). Reden genoeg voor een update over SPACs en De-SPACs.

In dit artikel bespreken wij een aantal juridische - en minder juridische - aspecten van SPACs en De-SPACs naar aanleiding van onze recente ervaringen met zowel de notering van SPACs als diverse De-SPACs. Wij zullen afsluiten met een korte bespreking van de verschillen tussen een De-SPAC en een traditionele initial public offering ('IPO').

1. SPACs

1.1. Wat is een SPAC?

Een SPAC (*special purpose acquisition company*) is een vennootschap zonder bedrijfsactiviteiten die een beursnotering verkrijgt en daarbij kapitaal ophaalt met als doel vervolgens een belang te verwerven in een bestaande onderneming. SPACs waren in de Verenigde Staten al populair maar zijn in Europa, en vooral in Nederland, sterk in populariteit toegenomen. In 2020 verkregen vier SPACs een notering aan een geregementeerde markt in Europa, in 2021 waren dat er 38. Bijna 40% van die SPACs werd genoteerd aan Euronext Amsterdam. Dit zorgde voor een recordjaar aan noteringen aan Euronext Amsterdam; van de 25 nieuwe noteringen in 2021 betroffen 16 een SPAC.³

Op moment van schrijven hebben vier van de SPACs die genoteerd zijn 2021 al een business combination gevormd met een doelvennootschap. De overige

SPACs zijn nog op zoek naar een doelvennootschap.⁴ SPACs bieden ondernemingen de mogelijkheid om naar de beurs te gaan zonder daar het traditionele IPO-proces voor te hoeven doorlopen en bieden investeerders de mogelijkheid om tegen vaak gunstige voorwaarden te investeren in een nog nader te bepalen doelvennootschap.

1.2. Rechtsvorm van de SPAC

1.2.1. Jurisdictie

Bij oprichting van de SPAC moet een keuze gemaakt worden voor het recht waarnaar de vennootschap wordt opgericht. De meeste SPACs die genoteerd zijn aan Euronext Amsterdam hebben de vorm van een B.V. of N.V., maar er zijn ook SPACs die opgericht zijn naar het recht van andere landen, zoals Luxemburg of de Kaaimaneilanden. De nationaliteit van de SPAC kan gevolgen hebben voor de structuur van de uiteindelijke business combination. In de rest van dit artikel gaan wij uit van een SPAC met een Nederlandse rechtsvorm.

1.2.2. B.V. vs. N.V.

Voor een Nederlandse SPAC bestaat een keuze tussen een B.V. en een N.V. nu beide vennootschappen genoteerd kunnen worden. Alle recente SPACs kozen voor de B.V.⁵ Hiervoor bestaat een aantal redenen:

- de B.V. biedt meer flexibiliteit ten aanzien van de inkoop en het houden van eigen aandelen. De flexibiliteit ten aanzien van de inkoop kan een voordeel zijn vanwege het verkooprecht dat de SPAC-aandeelhouders hebben (en de inkoopplicht

1. Eline Glazener, Thijn de Jong en Nora Offergelt zijn advocaat te Amsterdam. Het schrijven van dit artikel is afgerond op 1 juli 2022.

2. Van Kessel & Lemstra, *Ondernemingsrecht* 2020/143.

3. AFM Market Watch, *The Dutch SPAC market: an overview, januari 2022*, afl. 5, www.afm.nl/~profmedia/files/onderwerpen/afm-market-watch/afm-market-watch-5-spacs.pdf?a=nl-NL

4. Althans, hebben de business combination nog niet aangekondigd, ofwel omdat de transactie nog niet voldoende concreet is, ofwel omdat gebruik gemaakt wordt van de mogelijkheid om de publicatie van deze voorwetenschap, wat het vrijwel altijd zal zijn, uit te stellen op basis van artikel 17 (4) MAR.

5. Van de 16 SPACs die in 2021 genoteerd zijn, zijn er negen een B.V., één een N.V., één Luxemburgse S.A. en vijf vennootschappen die zijn opgericht naar het recht van de Kaaimaneilanden of Guernsey.

die de SPAC heeft). Een N.V. mag maximaal 50% van de aandelen in haar eigen kapitaal houden, voor een B.V. geldt dit niet.⁶ Het kan bij de structurering van de De-SPAC praktisch zijn veel aandelen in het eigen kapitaal te houden. Dan is vaak geen nader emissiebesluit nodig en ook kan mogelijk van een vrijstelling van de prospectusplicht gebruik gemaakt kan worden. Zie over dit laatste nader "De-SPAC Prospectus" hieronder.

- de regels ten aanzien het uitbrengen van een verplicht bod op basis van artikel 5:70 Wft gelden niet voor een B.V.⁷ Het kan gebeuren dat de bestaande aandeelhouders van de doelvennootschap overwegende zeggenschap in de genoteerde entiteit verkrijgen als gevolg van de transactie. Als die entiteit een N.V. is, moet vervolgens een verplicht bod op de vennootschap worden uitgebracht tenzij de algemene vergadering met ten minste 90% van de uitgebrachte stemmen instemt met het vervallen van deze verplichting.⁸ De B.V. kent als gezegd die regel niet.

Eumedion is van mening dat aandeelhouders in beurs-B.V.'s een gelijke mate van bescherming zouden moeten krijgen als geldt voor aandeelhouders in beurs-N.V.'s.⁹ Wij onderschrijven dit standpunt. Niettemin denken wij net als Buijn dat in het geval van een SPAC minder noodzaak bestaat om aandeelhouders te beschermen met verplicht bod-regels. Het staat aandeelhouders immers vrij om gebruik te maken van hun verkooprecht als ze het niet eens zijn met de transactie en willen uitstappen.¹⁰

Een bijkomend aspect van een B.V. is dat de regels omtrent het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen uit hoofdstuk 5.3 van de Wft vooralsnog niet gelden voor een B.V. Dit betekent onder meer, dat aandeelhouders die een substantieel belang houden in een SPAC-B.V. dit niet bij de AFM hoeven te melden. In navolging van Eumedion, verzocht de AFM in haar wetgevingsbrief voor 2022 aan de minister van Financiën om de meldingsregels voor de genoteerde N.V.'s ook van toepassing te verklaren op de genoteerde B.V.'s.¹¹ Minis-

ter Kaag heeft in haar reactie aan de AFM bevestigd dat zij positief tegenover het voorstel tot aanpassing staat.¹² Het is dus goed mogelijk dat deze regels in de toekomst wel van toepassing zullen worden op de B.V.

1.3. Kapitaalstructuur

1.3.1. Units

De SPAC biedt in haar IPO normaliter zogenoemde *units* aan investeerders aan. Een unit bestaat doorgaans uit één gewoon aandeel en een derde of een halve *warrant*. De prijs van een unit wordt vastgesteld door de oprichters van de SPAC (de sponsors) en is meestal €10,00.¹³ Een investeerder zal dus meerdere units moeten kopen om één warrant te kunnen verkrijgen. De gewone aandelen en de warrants worden beide genoteerd en zijn los van elkaar verhandelbaar.¹⁴

1.3.2. Warrants

De warrants die worden aangeboden zijn rechten tot het verkrijgen van gewone aandelen. De warrants kunnen gedurende een vaste periode (meestal 5 jaar) na het moment van business combination worden uitgeoefend tegen een vaste prijs, die meestal rond de €11,50 ligt. Hierdoor bieden deze warrants investeerders een voordeel ten opzichte van personen die in de markt SPAC-aandelen kopen en vormen daarom een prikkel om in te stappen op het moment van de IPO van de SPAC. Vaak zit er evenwel een maximum aan de waarde van de warrants.¹⁵

6. Vgl. Artikel 2:98 BW en artikel 2:207 BW.

7. Dit is een omissie van de wetgever, aangezien Richtlijn 2004/25/EG, die de basis vormt voor de verplicht bod regelgeving, geen onderscheid maakt in rechtsvorm.

8. Art. 2 lid 1 onder a Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft. Dit was bijvoorbeeld het geval bij de business combination tussen Dutch Star Companies One N.V. en cm.com.

9. Eumedion Position Statement, 'Bescherming van aandeelhouders van beurs-BV's', 2 december 2021 www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Statement-beurs-bv.pdf?v=211202081717.

10. Buijn, *Ondernemingsrecht* 2020/34. Zie in het algemeen over het van toepassing zijn van de verplicht bod regels op besloten vennootschappen Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2020/134.

11. Wetgevingsbrief AFM 2022 www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2022/04/14/wetgevingsbrief-afm-2022, en Eumedion Position Statement, 'Bescherming van aandeelhouders van beurs-BV's', 2 december 2021 www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Statement-beurs-bv.pdf?v=211202081717.

12. Kamerbrief reactie op wetgevingsbrieven DNB en AFM 2022 <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2022/04/14/kamerbrief-reactie-op-wetgevingsbrieven-dnb-en-afm-2022>. In de Kamerbrief van 27 juni 2022 over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht wordt ook gezegd dat dit punt meegenomen zal worden in het kader van de modernisering van het NV-recht (www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2022/06/27/tk-voortgang-van-de-modernisering-van-het-ondernemingsrecht).

13. \$10.00 per unit is gebruikelijk in de Verenigde Staten en dit bedrag in Euro's is overgenomen in de Europese SPAC markt.

14. In sommige gevallen worden de units ook apart genoteerd en kunnen ze op verzoek van de houder worden ingewisseld tegen warrants en gewone aandelen. In weer andere gevallen worden de units gedurende de eerste dertig dagen als zodanig verhandeld waarna ze automatisch worden gesplitst in aandelen en warrants op een moment na business combination.

15. In de praktijk vaak op €18 bij een unitprijs van €10 en een uitoefenprijs van €11,50. Dit wordt vormgegeven door middel van een inkooprecht van de vennootschap tegen een beperkte nominale waarde op het moment dat de koers van de aandelen gedurende een bepaalde periode boven een bepaald punt is geweest. De warrants houders hebben dan nog 30 dagen de tijd om de warrants uit te oefenen, voordat ze nagenoeg waardeloos worden. Hiermee wordt de winst die met de warrants behaald kan worden beperkt.

1.3.3. Sponsor Shares en Warrants

Naast de gewone aandelen, creëert de SPAC ook een aparte klasse aandelen en warrants. Hiermee wordt de financiële beloning van de sponsors vormgegeven. Deze beloning wordt ook wel de *promote* genoemd.¹⁶

De sponsors betalen slechts de nominale waarde van de *sponsor shares*. De *sponsor shares* converteren in gewone aandelen op bepaalde, vooraf vastgestelde momenten. Een deel van de *sponsor shares* converteert veelal in normale aandelen op het moment van voltooiing van de business combination. Het overige deel converteert in die gevallen op een moment dat de koers van de aandelen voor een bepaalde periode boven een bepaald niveau ligt. Een punt van kritiek op SPACs is dat sponsors als gevolg van deze constructie een commerciële prikkel hebben om een business combination aan te gaan, ook als dit geen optimale transactie vormt.¹⁷ Deze zorg wordt gemitigeerd doordat een deel van de opbrengsten van de sponsors pas gerealiseerd wordt op het moment dat een bepaalde koers gehaald wordt. Dit creëert een prikkel voor de sponsors om een zo goed mogelijke doelvennootschap uit te zoeken. Dit neemt niet weg dat het altijd voordeliger zal zijn voor sponsors om een deal te sluiten dan geen deal.¹⁸

De *sponsor warrants* hebben doorgaans dezelfde voorwaarden als de gewone of public warrants, zij het dat de sponsors de *sponsor warrants* vaak zonder bijbetaling mogen uitoefenen en het inkooprecht van de vennootschap ten aanzien van de warrants meestal is uitgesloten.¹⁹

1.4. Rechten SPAC-aandeelhouders

De voorgestelde business combination moet door de SPAC-aandeelhouders worden goedgekeurd. Investeerders in de SPAC hebben daarnaast ten tijde van de algemene vergadering betreffende de business combination het recht om hun aandelen terug te leveren aan de SPAC tegen een vooraf bepaalde vergoeding (*redemption rights* of verkooprecht) die vaak gelijk is aan de prijs die bij de IPO betaald is voor de

unit. Soms kan dit recht enkel worden uitgeoefend als wordt tegengestemd op de algemene vergadering, maar bij recente SPACs worden deze rechten vaker losgekoppeld, om ervoor te zorgen dat de transactie wel kan worden goedgekeurd als er veel aandeelhouders zijn die van hun verkooprecht gebruik willen maken. Dit verkooprecht ziet niet op de warrants, dus ook als een aandeelhouder van zijn verkooprecht gebruikmaakt, kan hij de warrants nog uitoefenen. Vanwege het verkooprecht zal een aandeelhouder niet snel geneigd zijn om tegen een business combination te stemmen, zeker als de deadline voor het plaatsvinden van een business combination nadert. Als de business combination doorgaat en de aandeelhouder zijn verkooprecht heeft uitgeoefend, krijgt hij zijn inbreng terug en behouden de warrants hun waarde. Als de SPAC geliquideerd wordt nadat de gestelde termijn voor het vinden van een doelvennootschap voorbij is (doorgaans 24 maanden), verliezen de warrants hun waarde. Bij de recente De-SPACs is dit terug te zien in de stemuitslagen. Elk van de voorgestelde business combinations is goedgekeurd met een meerderheid van tussen de 90% en 100%.

1.5. Kosten en opbrengsten

De opbrengsten van de SPAC-IPO worden op een escrow rekening gestort. Dit biedt aandeelhouders aanvullende zekerheid dat zij hun investering terugkrijgen als geen business combination kan worden gevormd of als zij gebruik maken van hun verkooprecht.

Als de aandeelhouders van hun verkooprecht gebruik maken of de business combination niet doorgaat krijgen ze hun inbreng terug, eventueel vermindert met de kosten van de negatieve rente die thans betaald moet worden over de escrow rekening.²⁰ De kosten van de SPAC-IPO worden gedragen door de sponsors. In bepaalde SPACs wordt door de sponsors daarnaast ook een *negative interest cover* afgegeven. Hiermee geven zij aan de kosten van de negatieve rente te dekken (soms tot een bepaald maximum), zodat de terugbetaling van de volledige inbreng in beginsel gegarandeerd is.

1.6. Prospectus van de SPAC

De SPAC zal voor haar IPO een prospectus moeten opstellen. Aangezien de SPAC zelf geen onderneming voert en doorgaans pas kort voor notering wordt opgericht, is de informatie die hierin over de SPAC zelf kan worden opgenomen beperkt. In hun publicaties van respectievelijk juli 2021 en januari 2022 hebben de European Securities and Markets

16. Deze aandelen en warrants worden afwisselend founder shares/founder warrants, sponsor shares/sponsor warrants of special shares/special warrants genoemd. Wij zullen in dit artikel de termen sponsor shares en sponsor warrants hanteren.

17. Zie onder meer de AFM in AFM Market Watch, The Dutch SPAC market: an overview, januari 2022, afl. 5 <https://www.afm.nl/-/profmedia/files/onderwerpen/afm-market-watch/afm-market-watch-5-spacs.pdf?la=nl-NL>.

18. Hier wordt doorgaans in het SPAC-IPO prospectus een risk factors voor opgenomen, bijvoorbeeld "The Sponsors will hold Sponsor Shares and Founder Warrants, which may give rise to a conflict of interest as they may be incentivized to focus on completing a business combination rather than on an objective selection of a feasible doelvennootschap business for the business combination".

19. Zie voetnoot 13.

20. Of vermeerderd met de rentebaten, als die er zouden zijn. Er zijn ook SPACs die er voor gekozen hebben om een escrow rekening in de Verenigde Staten te openen omdat daar geen negatieve rente betaald hoeft te worden.

Authority ('ESMA') en de AFM een aantal risico's en aandachtspunten die spelen bij SPAC transacties aangekaart.²¹ Hierin stippen de toezichhouders een aantal onderwerpen aan waar met name aandacht aan moet worden besteed bij het beoordelen van prospectus van SPACs.

ESMA stelt dat het prospectus van de SPAC gedetailleerde informatie dient te bevatten over haar investeringsstrategie en de criteria die gelden voor het selecteren van de doelvennootschap.²² In het prospectus van de SPAC wordt in het algemeen opgenomen in welke industrie de SPAC een doelvennootschap zoekt, al wordt daar vervolgens vaak ook aan toegevoegd dat het de SPAC vrij staat om in een ander soort bedrijf of industrie te investeren. Het prospectus van de SPAC bevat vaak ook risicofactoren die onder meer zien op de industrie waarin de gewenste doelvennootschap opereert.

In het prospectus zal daarnaast een *target market* van eindcliënten moeten worden geïdentificeerd.²³ ESMA en de AFM staan beide sceptisch tegenover het opnemen van retailbeleggers in de *target market* van SPAC-effecten. ESMA noemt als reden daarvoor onder andere de complexiteit van de SPAC-effecten, het risico van verwatering en het vormgeven van de sponsor promote.²⁴ Een bijkomend nadeel is dat, als de SPAC effecten aan retailbeleggers beschikbaar worden gesteld, een key information document (KID) moet worden opgesteld op basis van de PRIIPS Verordening.²⁵ Warrants kwalificeren namelijk als *packaged retail and insurance-based investment products*. In de praktijk zien wij dat retail investeerders bij eerdere SPAC-noteringen wel werden opgenomen in de doelvennootschap market, en er dus een KID werd opgesteld, terwijl in latere prospectussen van SPACs uitsluitend professionele investeerders worden opgenomen in de doelvennootschap market van SPAC-effecten.

Een ander aandachtspunt voor het SPAC-prospectus is de beschrijving van de mogelijke verwatering van bestaande aandeelhouders. In de levensduur van de SPAC vindt er op verschillende momenten een aanzienlijke verwatering van de bestaande aandeelhouders plaats. Allereerst converteren de sponsor shares op enig moment in gewone aandelen. Daarnaast

kan het uitoefenen van een warrant met verwatering gepaard gaan. Ook zal in veel gevallen een SPAC aanvullend kapitaal ophalen voorafgaand aan de business combination, door middel van een Private Investment in Public Equity ('PIPE') transactie (zie hierna onder 2.2.). ESMA stelt dat in de risicofactoren uitvoerig aandacht besteed moet worden aan de mogelijkheden waarop verwatering van bestaande aandeelhouders kan plaatsvinden. Daarnaast stelt ESMA dat in SPAC-prospectussen een overzicht moet worden opgenomen van de omvang van de verwatering die kan plaatsvinden.

Tot slot stelt de AFM dat een SPAC als alternative investment fund ('AIF') onder de AIFMD Richtlijn zou kunnen kwalificeren en daarmee verplicht zou zijn een vergunning aan te vragen op grond van 2:65 Wft.²⁶ Dit zal een SPAC altijd willen voorkomen. In de goedkeuringsprocedure van het prospectus van de SPAC is daarom de praktijk ontstaan dat een AIFMD-analyse wordt uitgevoerd die aan de AFM wordt voorgelegd. Belangrijk aspect daarbij is de wijze waarop de gelden die bij de IPO worden opgehaald op de escrow rekening worden beheerd.

2. De-SPACs

2.1. Transactiestructuur

Als de SPAC eenmaal een doelvennootschap heeft gevonden, zijn er verschillende manieren om een combinatie met deze doelvennootschap te bewerkstelligen.

Een mogelijkheid is een overname door de SPAC van de doelvennootschap tegen uitgifte van aandelen in de SPAC. Hierdoor worden de aandeelhouders van de doelvennootschap aandeelhouder in de SPAC en de doelvennootschap een dochtervennootschap wordt van de SPAC. Omdat de waarde van de doelvennootschap doorgaans de waarde van de SPAC overstijgt, leidt de ruilverhouding ertoe dat de SPAC veel aandelen moet uitgeven aan de verkopende aandeelhouders. In deze transactiestructuur kan er ook voor worden gekozen om een deel van de koopprijs in cash te betalen, zodat de verkopende aandeelhouders ook geld ontvangen voor hun aandelen. Als de doelvennootschap van de SPAC een groeibedrijf betreft, zal doorgaans de wens bestaan om het merendeel van de opbrengst die de SPAC heeft opgehaald, eventueel aangevuld met de opbrengsten uit de PIPE-financiering, aan te wenden voor de verdere groei van de doelvennootschap.

Een andere mogelijke transactiestructuur is een juridische fusie tussen de SPAC en de doelvennootschap

21. Zie over het public statement van ESMA: Horsten, *FR* 2021, afl. 10, p. 356-359.

22. AFM Market Watch, *The Dutch SPAC market: an overview, januari 2022*, afl. 5, p.3, www.afm.nl/~profmedia/files/onderwerpen/afm-market-watch/afm-market-watch-5-spacs.pdf?la=nl-NL.

23. Op grond van Richtlijn 2014/65/EU (MIFID II).

24. European Securities and Markets Authority Public Statement, SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, 15 juli 2021, p. 2. AFM Market Watch, *The Dutch SPAC market: an overview, januari 2022*, afl. 5 <https://www.afm.nl/~profmedia/files/onderwerpen/afm-market-watch/afm-market-watch-5-spacs.pdf?la=nl-NL>, p. 4.

25. Verordening (EU) 1286/2014.

26. AFM Market Watch, *The Dutch SPAC market: an overview, januari 2022*, afl. 5 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/afm-market-watch>, p. 6. Richtlijn 2011/61/EU (AIFMD).

waarbij de doelvennootschap de verdwijnende vennootschap is en de SPAC de verkrijgende vennootschap. Een praktisch nadeel van de fusie ten opzichte van een overname door aandelenruil is dat niet een deel in cash kan worden betaald aan de verkopende aandeelhouders.²⁷

Ondanks dat in de combinatietransactie de SPAC meestal de juridische verkrijger is van de doelvennootschap, is doorgaans niet de SPAC maar de doelvennootschap de boekhoudkundige verkrijger op basis van de toepasselijke accountingregels (IFRS3). Het gevolg van deze 'omgekeerde overname' is dat een geconsolideerde jaarrekening wordt opgesteld op naam van de moedermaatschappij (de oude SPAC), maar dit feitelijk een voortzetting is van de jaarrekening van de juridische dochteronderneming (de oude doelvennootschap) met enkele aanpassingen aan de balans als gevolg van de combinatie.

2.2. PIPE

Op het moment dat de doelvennootschap bekend is, kan de SPAC als onderdeel van de De-SPAC extra financiering ophalen door middel van een PIPE. De SPAC en de doelvennootschap nemen dan een investeringsbank in de arm die op zoek gaat naar additionele investeerders die willen investeren in de business combination. In de praktijk wordt deze aanbieding beperkt tot gekwalificeerde investeerders en eventueel een beperkt aantal particulieren die bij de doelvennootschap of de SPAC betrokken zijn.²⁸

Het voordeel van een PIPE voor investeerders is dat al bekend is welke doelvennootschap de SPAC op het oog heeft en in één keer een belang in de gecombineerde entiteit kan worden verworven tegen een vaste prijs.²⁹ Een PIPE biedt een extra kapitaalinjectie voor de business combination. De PIPE kan hierdoor tegenwicht bieden aan de verkooprechten van bestaande SPAC-aandeelhouders. In de business combination overeenkomst wordt veelal een *minimum cash condition* afgesproken ten gunste van de doelvennootschap, zodat na de business combination een minimaal bedrag overblijft. Als deze minimum hoeveelheid cash niet wordt gehaald, hebben de verkopende aandeelhouders en de doelvennootschap het recht van de deal af te zien.³⁰ Een PIPE

biedt een extra kapitaalbuffer ten aanzien van het aantal verkooprechten en biedt op die manier meer transactiezekerheid. Een succesvolle PIPE kan bovendien SPAC-aandeelhouders overtuigen om mee te doen aan de business combination, zeker als de PIPE-investeerders tot gevestigde namen in de beleggerswereld behoren. Daarnaast zorgt de PIPE voor een validering van de afspraken tussen de sponsors en de doelvennootschap over de waardering van de SPAC.

2.3. Informatievoorziening aan aandeelhouders

2.3.1. De-SPAC Prospectus

Of in het kader van De-SPAC-transactie een prospectus moet worden opgesteld, hangt af van de transactiestructuur. De prospectusplicht ontstaat als een aanbieding van effecten aan het publiek of toelating van effecten tot een gereguleerde markt plaatsvindt en geen van de uitzonderingen op de prospectusplicht van toepassing is.³¹

Een prospectus hoeft niet te worden opgesteld als het aantal nieuwe aandelen dat wordt uitgegeven minder dan 20% van het geplaatste kapitaal vormt.³² Of het mogelijk is om van deze uitzondering gebruik te maken is afhankelijk van de opbrengst die is opgehaald door de SPAC en de waarde van de doelvennootschap. Als de waarde van de doelvennootschap de totale waarde van de SPAC in grote mate overstijgt en de SPAC te weinig cash heeft om de koopprijs te voldoen, zal de SPAC veel aandelen moeten uitgeven om de koopprijs te betalen. Een SPAC kan bij haar oprichting en notering rekening houden met dit scenario door aandelen in het eigen kapitaal te houden.³³

Daarnaast kan er bij de business combination een aanbiedingsprospectus vereist zijn als een aanbieding van aandelen aan het publiek wordt gedaan, bijvoorbeeld in het kader van een eventuele PIPE gelijktijdig met de business combination. Doorgaans zal de PIPE alleen worden aangeboden aan institutionele investeerders om gebruik te kunnen maken van de uitzondering op de prospectusplicht uit art. 1 lid 4 sub (a) Prospectusverordening.

Verder kan bij een fusie de fusievrijstelling gebruikt worden.³⁴ In dat geval hoeft bij een fusie geen prospectus te worden opgesteld, mits een informatiedocument wordt gepubliceerd die de transactie en de effecten op de uitgevende instelling beschrijft. De inhoudsvereisten voor dit 'vrijstellingsdocument' zijn

27. Hiervoor zullen andersoortige transacties moeten worden gedaan. Zie Van Kessel & Lemstra, *Ondernemingsrecht* 202/143, p. 802.

28. Dit om te voorkomen dat er voor deze aanbieding een prospectus gepubliceerd zou moeten worden (zie art. 1 lid 4 sub a en b Prospectusverordening).

29. Brackel schrijft in zijn bijdrage dat gekwalificeerde beleggers doorgaans tegen lagere prijzen aandelen verkrijgen in de PIPE. In Nederland zijn er voor zover ons bekend nog geen gevallen geweest waar een korting aan investeerders in de PIPE is gegeven. Zie Brackel, p. 38.

30. In de praktijk zien wij dat ook wel afstand wordt gedaan van de minimum cash condition om de deal ondanks een hoog aantal uitgeefde verkooprechten toch doorgang te laten vinden.

31. Art. 1 lid 4 en 5 Prospectusverordening.

32. Art. 1 lid 5 sub (a) Prospectusverordening.

33. De stortingsplicht op deze treasury aandelen wordt veelal voldaan door de sponsors, waarna deze ze terug leveren aan de vennootschap.

34. Art. 1 lid 5 sub f Prospectusverordening.

iets beperkter dan die onder de Prospectusverordening³⁵ Daarnaast hoeft dit document niet door de AFM te worden goedgekeurd.³⁶

Het is dus mogelijk dat in het kader van een De-SPAC geen prospectus zal hoeven te worden gepubliceerd. ESMA heeft in haar *public statement* zorgen geuit over de beschikbaarheid van informatie voor beleggers rondom de business combination als geen prospectus wordt gepubliceerd. In het kader van de goedkeuring van de De-SPAC wordt echter wel een aandeelhouderscirculaire gepubliceerd. In Nederland vereist de AFM dat ten tijde van de IPO van een SPAC het IPO-prospectus een lijst bevat van zaken die later in een circulaire zullen moeten worden opgenomen. Zie ook hierna. Deze circulaire komt in onze ervaring op grote lijnen overeen met de inhoud van een prospectus.

2.3.2. Circulaire

De aandeelhouders van de SPAC moeten instemmen met de business combination met de voorgestelde doelvennootschap. Om de aandeelhouders zo goed en volledig mogelijk te informeren wordt een aandeelhouderscirculaire (*shareholder circular*) opgesteld. De circulaire bevat informatie over (i) de algemene vergadering waarin over de business combination wordt gestemd, (ii) de business combination en (iii) de doelvennootschap en haar onderneming.

SPACs zijn verplicht in hun IPO-prospectus een uitgebreide lijst met onderwerpen te vermelden die zij te zijner tijd zullen opnemen in de aandeelhouderscirculaire. ESMA benadrukt in haar public statement dat toezichthouders in de goedkeuringsprocedure van het prospectus van de SPAC aandacht moeten besteden aan welke informatie in de circulaire zal worden opgenomen.³⁷ ESMA stelt de SPAC beleggers op een gelijksoortige manier moet informeren bij een DeSPAC als dat bij een traditionele IPO het geval zou zijn.³⁸

De AFM heeft geen goedkeuringsbevoegdheid over de circulaire. Als er in de De-SPAC geen prospectus hoeft te worden opgesteld is er daarmee geen financieel toezichthouder die de informatievoorziening aan de beleggers vooraf beoordeelt. Ingrijpen achteraf is mogelijk als blijkt dat bewust verkeerde

of misleidende informatie is gepubliceerd.³⁹ Daarvan zal niet snel sprake zijn als informatie ontbreekt, of minder gedetailleerde informatie is opgenomen in vergelijking met een goedgekeurd prospectus. Om het aansprakelijkheidsrisico te beperken en aandeelhouders gedegen te informeren, is het toch gebruikelijk om voor de circulaire aan te sluiten bij de inhoudsvereisten en de lay-out van een prospectus.

2.4. Afspraken tussen de doelvennootschap en de sponsors

In de beginfase van de De-SPAC-transactie maken de SPAC en de doelvennootschap afspraken die vaak worden opgenomen in een intentieovereenkomst en later worden geformaliseerd in een business combination overeenkomst. Onderdeel hiervan zijn bijvoorbeeld afspraken over de waardering, de opbrengsten en de besteding daarvan.⁴⁰ Afhankelijk van de gekozen structuur en de kapitaalbehoefte van de doelvennootschap zullen de opbrengsten ofwel naar de doelvennootschap gaan ofwel naar de huidige aandeelhouders van de doelvennootschap. In veel gevallen worden in de business combination overeenkomst ook nadere afspraken gemaakt met de sponsors over de promote. Ten tijde van de SPAC-IPO zijn de sponsors in principe vrij om te bepalen hoeveel sponsor shares en warrants zij zullen ontvangen na de business combination, zolang die voorwaarden acceptabel zijn voor investeerders. In het kader van de business combination overeenkomst wordt soms afgesproken dat de sponsors een deel van hun sponsor shares of warrants opgeven, of deze pas in gewone aandelen converteren als een bepaalde koers wordt bereikt.

Daarnaast bevat de intentieovereenkomst of business combination overeenkomst ook vaak afspraken over de betrokkenheid van de sponsors na de business combination. Zo kunnen zij bijvoorbeeld als adviseur, bestuurders of commissaris van de doelvennootschap aanblijven. Voor sponsors is dit aantrekkelijk als zij (vanwege hun sponsor shares en warrants) een belang hebben bij een bepaalde koers. Ten slotte zullen vaak lock-up periodes worden afgesproken gedurende welke de sponsors en de aandeelhouders van de doelvennootschap zich zullen committeren om geen aandelen in de doelvennootschap te verkopen.

35. Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/528.

36. De AFM zal wel achteraf kunnen controleren of het informatiedocument aan de inhoudsvereisten van de gedelegeerde verordening voldoet.

37. European Securities and Markets Authority Public Statement, SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, 15 juli 2021, p. 1.

38. European Securities and Markets Authority Public Statement, SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, 15 juli 2021, p. 5.

39. Marktmanipulatie. Zie art. 12 Verordening Marktmissbruik.

40. Het komt ook weleens voor dat de huidige aandeelhouders van de doelvennootschap op het moment van de business combination nog extra geld inbrengen, zoals bijvoorbeeld bij de De-SPAC van Pegasus European Acquisition Company B.V. en FL Entertainment N.V.

2.5. Algemene vergadering en verkooprechten

Na het tekenen van de business combination overeenkomst, wordt een algemene vergadering opgeroepen waarbij de aandeelhouders van de SPAC kunnen beslissen of zij voor of tegen de business combination stemmen. Meestal volstaat een normale meerderheid voor dit besluit. Een grotere meerderheid kan nodig zijn als: (i) de statuten van de SPAC bepalen dat een versterkte meerderheid nodig is (in de praktijk vaak 70%); (ii) indien de SPAC een N.V. is en er een verplichting ontstaat om een openbaar bod uit te brengen door de business combination, in welk geval 90% van de aandeelhouders ermee moeten instemmen dat geen verplicht bod hoeft te worden uitgebracht;⁴¹ of (iii) de transactie gestructureerd wordt als een fusie. In dat geval zal voor het goedkeuringsbesluit een twee derde meerderheid vereist zijn indien minder de helft van het kapitaal vertegenwoordigd is bij de vergadering.⁴²

Zoals hierboven uiteengezet hebben de aandeelhouders van de SPAC een verkooprecht. Op het moment dat veel aandeelhouders hiervan gebruik maken kan dat van invloed zijn op de economische afspraken die gemaakt zijn. In de Verenigde Staten is er een duidelijke trend waarneembaar ten aanzien van de hoogte van het aantal verkooprechten dat wordt uitgeoefend. Volgens de Financial Times was het gemiddelde percentage van uitgeoefende verkooprechten bij De-SPACs in februari 2022 90%.⁴³ Bij een dergelijk hoog percentage resteren weinig opbrengsten op de escrow rekening. Om te voorkomen dat te veel verkooprechten worden uitgeoefend, wordt gedurende het proces aan de SPAC-aandeelhouders gevraagd of ze bereid zijn zich te committeren om voor de business combination te stemmen en/of hun verkooprecht niet uit te oefenen. Hierdoor kan er in een eerdere fase van het proces al meer duidelijk worden over de hoogte van de opbrengsten en de succesansen van de transactie.⁴⁴

2.6. Omgaan met voorwetenschap

Een SPAC moet als beursgenoteerde vennootschap doorlopend rekening houden met de verplichtingen omtrent de openbaarmaking van voorwetenschap op basis van de Verordening Marktmissbruik. Voorwetenschap moet in beginsel onverwijld openbaar worden gemaakt, behoudens uitzonderingen op grond waarvan openbaarmaking mag worden uitgesteld.

In dit kader zijn vier verschillende fasen te onderscheiden in de levensduur van de SPAC.

In de eerste fase na de SPAC-IPO tot het vinden van een doelvennootschap is het niet waarschijnlijk dat de SPAC te maken heeft met een voorwetenschapssituatie, omdat de SPAC zelf geen onderneming voert.⁴⁵ Een SPAC is wel verplicht om financiële resultaten te publiceren, maar het is niet waarschijnlijk dat deze koersgevoelig zijn.

De tweede fase breekt aan als een mogelijke doelvennootschap in beeld is. Het vinden van een doelvennootschap kwalificeert als voorwetenschap voor een SPAC. Het is de vraag wanneer in het onderhandelingsproces met de doelvennootschap informatie zodanig concreet wordt dat voorwetenschap ontstaat. In de rechtspraak wordt aangenomen dat voorwetenschap ontstaat zodra wilsovereenstemming is bereikt over de kernvoorwaarden van de transactie.⁴⁶ Betoogd kan worden dat in ieder geval bij het tekenen van de intentieovereenkomst voorwetenschap ontstaat, omdat dan de kernvoorwaarden van de transactie vaststaan, zoals de transactiestructuur, waardering van de doelvennootschap en het kooprijksmechaniek. Het is echter niet uitgesloten dat in sommige gevallen al eerder of pas later in het proces voorwetenschap over de voorgenoemde De-SPAC-transactie ontstaat. In het verdere onderhandelingsproces hebben de SPAC en de doelvennootschap er belang bij dat, ondanks dat voorwetenschap is ontstaan, deze informatie pas wordt gepubliceerd vanaf het moment dat de business combination overeenkomst is getekend. Tot het moment dat de transactie publiekelijk is aangekondigd, maakt de SPAC gebruik van de uitstelkans van de openbaarmaking van voorwetenschap. Voorwaarde hiervoor is onder andere dat de vertrouwelijkheid van deze informatie wordt gewaarborgd. Hiervoor moeten zowel de SPAC als de doelvennootschap zogenoemde insiderlijsten bijhouden.

De derde fase start als de business combination overeenkomst is getekend en de transactie publiekelijk is aangekondigd. Vanaf dat moment is bekend met welke doelvennootschap de SPAC voornemens is een combinatie aan te gaan. In deze fase kunnen, ondanks dat het voornemen van de transactie al is aangekondigd, nog steeds wel bepaalde aspecten van de deal als voorwetenschap kwalificeren. Zo kan bijvoorbeeld het wel of niet halen van de minimum cash condition of de stemuitslag op de aandeelhoudersvergadering nog steeds voorwetenschap opleveren. Daarnaast kan in de aanloop naar de closing van de transactie bepaalde informatie betreffende de doelvennootschap van invloed zijn op de

41. Zie ook paragraaf 1.2.2. (B.V. vs. N.V.) hierboven.

42. 2:330 lid 2 BW.

43. Asgari, '2022 Bankers for SPAC deals cut fees as redemptions rise', Financial Times, 28 March 2022.

44. Daarnaast komt het voor dat partijen zorgen dat er een *back-stop* financiering is, die voor extra cash zorgt op het moment dat het aantal aandeelhouders dat van hun verkooprecht gebruik maakt te hoog blijkt te zijn.

45. Het is wel mogelijk dat er iets wijzigt in de governance van de SPAC, wat koersgevoelig zou kunnen zijn.

46. Rb. Amsterdam 30 maart 2006, ECLI:NL:RBAMS:2006:AV7799, JOR 2006/152, m.nt. Doorenbos (*Veer Palthe Voûte*), r.o. 5.1.5 en 5.2.1: voorwetenschap was ontstaan toen de "contouren van de transactie zichtbaar" werden. Zie ook hoofdstuk 7.5 van Doorenbosch e.a., *Handboek Marktmissbruik (O&R nr. 104)* 2018.

koers van de SPAC. Belangrijke gebeurtenissen voor de doelvennootschap zullen dus ook behandeld moeten worden als voorwetenschap ten aanzien van de SPAC. Wanneer de doelvennootschap in deze fase bijvoorbeeld financiële informatie publiceert of een belangrijke overname doet, zal de SPAC deze publicatie waarschijnlijk moeten behandelen als voorwetenschap en derhalve ook moeten publiceren op de voorgeschreven wijze.

De vierde en laatste fase in het proces van de De-SPAC vangt aan als de business combination heeft plaatsgevonden. Hierna is de genoteerde entiteit een regulier beursgenoteerd bedrijf met een onderneming. Alle informatie met betrekking tot deze entiteit die als voorwetenschap kwalificeert zal in beginsel onverwijld met de markt moeten worden gedeeld.

3. De-SPAC versus IPOs

Er wordt wel gesteld dat een De-SPAC een snellere, goedkopere, simpelere, minder risicovolle transactie is dan een 'normale' IPO.⁴⁷ In onze ervaring zijn De-SPACs, net als IPOs, een arbeidsintensief traject dat zeker enkele maanden in beslag neemt. Er moet veel transactiedocumentatie opgesteld worden, zoals in ieder geval een circulaire en veelal een prospectus, naast gebruikelijke transactiedocumentatie zoals een business combination overeenkomst. Het grote voordeel van een De-SPAC boven een IPO is gelegen in het feit dat een De-SPAC minder afhankelijk is van het marktsentiment ten tijde van het plaatsvinden van de transactie. Het uiteindelijke succes van een IPO kan in vergaande mate afhankelijk zijn van het marktsentiment ten tijde van de week waarin, of soms zelfs de dag waarop de IPO plaatsvindt.⁴⁸ Bij een De-SPAC vinden gesprekken over de waardering plaats in vertrouwelijkheid. Ondanks een negatief marktsentiment vinden er momenteel alsnog een aanzienlijk aantal De-SPACs doorgang.⁴⁹ Zo hebben er in 2022 nog geen normale beursgangen plaatsgevonden, maar wel vier De-SPACs. Dit maakt dat de De-SPAC wat ons betreft een goed alternatief kan zijn voor de traditionele IPO.

47. Feldman, 'Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies Before Uplisting to National Security Exchanges', *Harvard Business Law Review Online* 2012, afl. 2, p. 140-149.

48. Feldman, 'Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies Before Uplisting to National Security Exchanges', *Harvard Business Law Review Online* 2012, afl. 2, p. 140-149.

49. Zandbergen, 'Bearmarkt mondt uit in slechtste klimaat voor beursgangen in twaalf jaar tijd', *Financieel Dagblad*, 16 juni 2022.