

De SPAC (*special purpose acquisition company*)

Ondernemingsrecht 2020/143

De *special purpose acquisition company*, kortweg SPAC, heeft in de VS de laatste jaren sterk aan populariteit gewonnen. Een SPAC is een lege huls die een beursnotering verkrijgt, en vervolgens probeert binnen twee jaar een substantieel belang in een target te verwerven, waardoor die target beursgenoteerd wordt. In Nederland is de SPAC (vooral nog) een zeldzaam fenomeen. Recent is er in Nederland voor het eerst in tien jaar weer een SPAC geweest: Dutch Star Companies One N.V. (DSCO). Na haar IPO in februari 2018, vond DSCO in CM.com een target. In februari 2020 werd de *business combination* via een fusie afgerond, waarmee CM.com een notering aan Euronext Amsterdam verkreeg.

Er bestaat geen specifieke EU- of Nederlandse wet- of regelgeving voor de SPAC. Een analyse vanuit het algemene ondernemingsrecht resulteert in tal van aandachtspunten voor een SPAC en de daarbij betrokkenen.

In de opstartfase van een SPAC zal een keuze voor een jurisdictie van oprichting en notering richtinggevend zijn voor de groep van potentiële targets. Na oprichting krijgt de SPAC te maken met velerlei verplichtingen, als uitgevende instelling en mogelijk onder de AIFM-richtlijn. Is overeenstemming bereikt met een target over een *business combination*, dan moet deze worden goedgekeurd door een (versterkte) meerderheid in de algemene vergadering. Aandeelhouders die tegenstemmen kunnen hun aandelen (terug)leveren aan de SPAC. Ten slotte kan de daadwerkelijke *business combination* op verschillende wijzen worden gestructureerd. Aan alle mogelijke structuren kleven voor- en nadelen, inclusief al dan niet toepasselijke publicatieverplichtingen.

1. Introductie

In de zomer van 2020 vond aan de NYSE de tot dan toe grootste beursgang, of *IPO*, ooit plaats van een *special purpose acquisition company*, kortweg SPAC. De bekende Amerikaanse investeerder Bill Ackman haalde met een SPAC genaamd Pershing Square Tontine Holdings \$ 4 miljard op.²

Het record stond niet op zichzelf: de laatste jaren is de SPAC in de VS aan een sterke opmars bezig. In het record-

jaar 2019 was de totale opbrengst van SPAC-IPO's in de VS \$ 13,4 miljard.³ En in het eerste halfjaar van 2020 was dit bedrag alweer bijna geëvenaard.⁴

Het doel van een SPAC is via een beursgang kapitaal op te halen en daarmee een of meerdere acquisities te doen. Dit kan een volledige acquisitie van een target zijn, maar zal vaak een (substantieel) minderheidsbelang in een target betreffen. Dat komt tot uitdrukking in de term '*business combination*' die in de praktijk wordt gehanteerd voor een acquisitie door een SPAC.

In Nederland is de SPAC een relatief zeldzaam fenomeen, in ieder geval vergeleken met de VS. Toch hebben we in Nederland recent voor het eerst in tien jaar weer een SPAC kunnen zien: Dutch Star Companies One N.V. (DSCO).⁵ Na haar IPO in februari 2018, vond DSCO eind 2019 in CM.com B.V. een doelvennootschap. Op 21 februari 2020 was de *business combination* een feit. CM.com verkreeg daarmee haar begeerde notering aan Euronext Amsterdam.⁶

De SPAC is geen juridisch vastomlijnd begrip. Er bestaat geen specifieke EU- of Nederlandse wet- of regelgeving voor de SPAC. Mede daarom beoogt deze bijdrage vanuit het algemene (ondernemings)recht een beknopt overzicht te bieden van aandachtspunten voor de bij een SPAC betrokken partijen. Die aandachtspunten komen nader aan bod in paragraaf 3, waarbij wij als leidraad de verschillende fasen in het bestaan van een SPAC zullen volgen. Voor een goed begrip van de in paragraaf 3 aan bod komende kwesties bespreken wij in paragraaf 2 eerst in vogelvlucht de belangrijkste gebeurtenissen in het bestaan van een SPAC.

2. De SPAC in vogelvlucht

In de IPO van een SPAC steken investeerders hun geld in een vennootschap zonder feitelijke onderneming, een

¹ Rik van Kessel en Derk Lemstra zijn beiden advocaat in Amsterdam. Deze bijdrage is afgerond op 17 september 2020.

² 'Bill Ackman raises \$4 billion for blank check company', *NY Post*, 22 juli 2020; 'Ackman raises \$4bn in blank-cheque IPO', *Financial Times*, 22 juli 2020.

³ 'Boom in 'lucky dip' deals as investors back shell companies', *Financial Times*, 28 januari 2020. Dat was op een totaal van \$ 15,2 miljard wereldwijd, zie Dealogic, *ECM highlights: Full Year 2019* (te benaderen via www.dealogic.com), 2 januari 2020.

⁴ 'Blank-cheque' blitz: Michael Klein leads Wall St charge into Spacs', *Financial Times*, 21 juli 2020.

⁵ Voor zover wij hebben kunnen nagaan zijn er in totaal vier SPAC's genoteerd geweest aan een gereglementeerde markt in Nederland (zo ook: N.A.M. Offergelt & P.R. Schütte, 'Analyse van het wisselvallige IPO-seizoen 2017/2018', *Ondernemingsrecht* 2019/96, p. 548 en 'Beursgang met een blanco cheque rendeert zelden', *Het Financieele Dagblad*, 4 september 2017. Naast het hier uitgebreid aan bod komende Dutch Star Companies One N.V. (IPO in 2018) waren dat Pan-European Hotel Acquisition Company N.V. (2007), Liberty International Acquisition Company (2008) en Germany1 Acquisition Limited (2008).

⁶ Als enige Nederlandse SPAC in de afgelopen (ruim) tien jaar komt DSCO in deze bijdrage veelvuldig ter sprake. Voor de zuiverheid vermelden wij dat wij bij deze transactie niet betrokken waren.

'lege huls', om een belang te nemen in een op dat moment nog onbekende target. Daarom wordt een SPAC ook wel een *'blank cheque company'* genoemd. Dat de SPAC als beursgenoteerde entiteit (anders dan *private-equity*-fondsen) toegankelijk is voor kleine beleggers, heeft de SPAC tevens de (minder vleiende) bijnaam *'poor man's private equity fund'* opgeleverd.

De oprichters van de SPAC worden doorgaans aangeduid als *'promoters'* of *'sponsors'* (wij zullen eerstgenoemde term hanteren). Reputatie, verdiensten en visie van die promoters zullen beleggers ervan moeten overtuigen hun geld aan de SPAC toe te vertrouwen, in de verwachting dat de promoters tegen gunstige voorwaarden een business combination kunnen vormen. Dat dient wel binnen een bepaalde termijn te gebeuren, doorgaans binnen 24 maanden.⁷

Een voorgenomen business combination is onderworpen aan goedkeuring van de algemene vergadering van de SPAC. Om voldoende draagvlak voor de business combination te waarborgen, kan de SPAC zichzelf een versterkt meerderheidsvereiste opleggen. Tegenstemmers kunnen hun aandelen (terug)leveren aan de SPAC tegen een vooraf vastgestelde vergoeding.

Na goedkeuring van de business combination zal deze worden geëffectueerd via (bijvoorbeeld) een aandelenoverdracht of een fusie, met als uiteindelijke doel dat (de facto) de target een beursnotering verkrijgt.

Die beursnotering zal voor de target en haar aandeelhouders een belangrijke drijfveer zijn voor de business combination. Minder dan een traditionele IPO is een beursgang via een SPAC onderhevig aan onzekere factoren als marktomstandigheden en een *IPO window*. Een SPAC-transactie zal daarnaast mogelijk ook minder voorbereidingstijd en geld kosten dan een traditionele beursgang, al zal de target zich evengoed moeten voorbereiden op het bestaan als uitgevende instelling en alles wat daarbij hoort.

Een laatste voordeel voor (de aandeelhouders van) de target dat wij hier noemen is de waardering van de target:

die vindt aan de onderhandelingstafel plaats. De waardering in een traditionele IPO wordt bepaald op basis van belangstelling van potentiële investeerders tijdens de *roadshow*, advies van analisten, beurswaarde van vergelijkbare fondsen etc. Ook daarbij spelen externe factoren, zoals marktomstandigheden van het moment een belangrijke rol. Door het proces van waardering van een SPAC is die waardering veel minder afhankelijk van dergelijke externe factoren.

Investeerders zullen de SPAC zien als een kans op een mooi rendement, waarbij het risico op verschillende manieren is beperkt. Als beperking van het risico zien wij bijvoorbeeld:

- de promoters dragen de kosten van de SPAC;
- de opbrengst van de IPO wordt (vrijwel) volledig op een afgescheiden (*escrow*-)rekening gestort;
- aandeelhouders die de door de promoters voorgestelde business combination niet zien zitten hebben het recht hun geld (grotendeels) terug te krijgen; en
- wanneer binnen de gestelde termijn geen business combination kan worden gevormd krijgen *alle* aandeelhouders hun geld (grotendeels) terug.

Wat het rendement betreft: in de IPO worden samen met aandelen ook rechten op het verkrijgen van aandelen (*warrants*) aangeboden, gebundeld in zogenaamde *'units'*. Stijgt de koers van het aandeel na vorming van de business combination, dan kunnen beleggers hun warrants converteren in aandelen, waarmee zij extra winst kunnen realiseren.

Voor de promoters liggen nog grotere potentiële winsten in het verschiet. Zij krijgen weliswaar geen salaris of managementvergoeding, maar wel, tegen geringe betaling (van de nominale waarde), een aanzienlijke deelneming in de SPAC. Daar staat wel een hoger risico tegenover, doordat de promoters de kosten van de SPAC betalen en die kwijt zijn als zij er niet (tijdig) in slagen een business combination tot stand te brengen.

3. Ondernemingsrechtelijke aandachtspunten rond de SPAC

3.1 De oprichting van de SPAC

De promoters van de SPAC zijn in veel gevallen prominenten die hun sporen hebben verdiend in het bedrijfsleven of de financiële wereld. Vaak zal ook een zakenbank of financieel adviesbureau nauw betrokken zijn, zoals Oaklins in het geval van DSCO.⁸

⁷ Vóór inwerkingtreding van (de implementatie van) de AIFM-richtlijn (waarover par. 3.3.2) bepaalde deze termijn mede of de SPAC zou kwalificeren als beleggingsinstelling onder de Wft. Een termijn van langer dan 24 maanden vergrootte de kans daarop, aldus M. van Straaten & J.S. Polderman, 'SPACs: een alternatief in zware beurstijden?', *V&O* 2009/1, p. 3. In internationale context is een termijn van 18-24 maanden gebruikelijk, vgl. 'Can Spacs shake off their bad reputation?', *Financial Times*, 13 augustus 2020; J. Kolb & T. Tykrová, 'Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes', *Journal of Corporate Finance* 2016 (40), p. 84; T. Jenkinson & M. Sousa, 'Why SPAC Investors Should Listen to the Market', *Journal of Applied Finance* 2011, Iss. 2, p. 3; en B. Schumacher, 'A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia', *Northwestern Journal of International Law & Business* 2020, Vol. 40, p. 400.

⁸ Bij DSCO waren de promoters Niek Hoek, Stephan Nanninga en Gerbrand ter Bruggen (namens Oaklins Nederland). Attilio Arietti en Giovanni Cavallini (beiden namens Oaklins Italië) fungeerden als *'co-promoters'*, zie IPO-prospectus DSCO, 9 februari 2018 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/ipo-launch/>), p. 61-63.

De kosten van de oprichting, de IPO en de zoektocht naar een business combination komen voor rekening van de promoters. Bij DSCO legden de promoters hiervoor eenmalig een vast bedrag in.⁹ Bij wijze van buffer werd daarnaast een percentage (1%) van de opbrengst van de IPO achtergehouden, voor het geval de kosten de bijdrage van de promoters zouden overschrijden.¹⁰ Lukt het de SPAC niet om binnen de gestelde termijn een business combination te vormen, dan zijn de promoters hun inleg kwijt.¹¹ Dit zal reden zijn de kosten van de SPAC waar mogelijk te beperken.¹²

Het verdienmodel van de promoters bestaat eruit dat zij een belang krijgen in de SPAC (de 'promote'),¹³ dat zij na vorming van een succesvolle business combination (en veelal na afloop van een *lock-up*-periode) te gelde kunnen maken. Bij DSCO kregen de promoters (tegen betaling van de nominale waarde) aandelen in een afzonderlijke klasse ('*Special Shares*'), die na een succesvolle business combination konden worden geconverteerd naar gewone aandelen. Een andere vergoeding, zoals salaris of een managementvergoeding, kregen zij niet.¹⁴

Tussen de promoters zal in de regel een (aandeelhouders)overeenkomst worden gesloten, waarin zaken kunnen worden geregeld zoals een verplichting om aandelen bij overdracht eerst aan te bieden aan de andere promoters en afspraken omtrent het te gelde maken van het aan-

delenbelang, zoals een tijdelijke *lock-up* na totstandkoming van de business combination.¹⁵

Hoewel het initiatief tot de SPAC een langere aanloop zal kennen, zal daadwerkelijke oprichting van de te noteren vennootschap pas relatief kort voor de IPO plaatsvinden.¹⁶ Voordeel hiervan is dat de benodigde financiële verslaggeving in het IPO-prospectus zoveel mogelijk beperkt kan blijven.¹⁷

Naar welk recht de SPAC wordt opgericht, beperkt al in enige mate de selectie van potentiële targets. In de regel zal een business combination binnen één jurisdictie immers eenvoudiger te implementeren zijn dan een grensoverschrijdende business combination. Wij gaan in het vervolg uit van een SPAC in de vorm van een Nederlandse nv die een business combination aangaat met een Nederlandse target.

3.2 De IPO van de SPAC

3.2.1 Keuze voor een gereguleerde markt

Een belangrijke keuze voor de promoters is verder aan welke gereguleerde markt de SPAC zal worden genoteerd. De toelatingsvereisten en -vergoedingen kunnen per gereguleerde markt verschillen.¹⁸ Een belangrijkere drijfveer lijkt echter dat de keuze mede de *pool* van potentiële targets inkadert: wordt de SPAC genoteerd aan Euronext Amsterdam, dan zal de groep van potentiële targets bestaan uit ondernemingen die interesse hebben in een notering aan Euronext Amsterdam.

Een nuancering: binnen de EER is het relatief eenvoudig om, vanaf achttien maanden na eerste notering aan een gereguleerde markt, een notering te verkrijgen aan een andere gereguleerde markt (al dan niet in een andere lidstaat). De Prospectusverordening 2017 vereist in dit geval 'slechts' de publicatie van een zelfstandig samenvattingsdocument, waarvoor grotendeels dezelfde vereis-

9 € 1,75 miljoen, zie IPO-prospectus DSCO 2018, onder andere p. 53.

10 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 53. Deze buffer, in het prospectus de 'Escape Hatch' genoemd, werd door DSCO ook niet op de escrow-rekening gestort. Investeers in de SPAC moesten er dan ook rekening mee houden dat deze buffer (gedeeltelijk of geheel) kon worden aangewend. Zou geen business combination kunnen worden gevormd, dan werd investeerders in het vooruitzicht gesteld dat zij per aandeel in beginsel tussen € 9,90 en € 10 konden terugverwachten. Datzelfde gold voor aandeelhouders die bij een business combination gebruik zouden maken van hun verkooprecht. Dit bedrag was exclusief rente-effecten en eventuele calamiteiten (zoals vorderingen van derden) waardoor het bedrag op de escrow-rekening nog (verder) zou kunnen verminderen.

11 Lukt het echter wel om een business combination te vormen, dan kunnen de aandeelhouders van de SPAC besluiten dat de SPAC de door de promoters betaalde kosten overneemt, vgl. IPO-prospectus DSCO 2018, p. 53.

12 Zo kan betrokken adviseurs worden gevraagd hun honorarium te beperken. In ruil daarvoor kan hun de 'worst' worden voorgehouden van betrokkenheid bij latere fasen in het proces, in het bijzonder rondom de business combination.

13 Bij DSCO correspondeerde de in de IPO verkregen promote met een belang van 19,73% (uitgaand van een volledige conversie van de Special Shares), zie persbericht DSCO, *Dutch Star Companies ONE lists in 55.4 million euro IPO*, 22 februari 2018 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/ipo-launch/>). Dat strookt met het in internationale context gebruikelijke percentage van 20%, zie bijv. 'Can Spacs shake off their bad reputation?', *Financial Times*, 13 augustus 2020; D. Cumming e.a., 'The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs', *Journal of Banking & Finance* 2014, 47, p. 200; en B. Schumacher, *Northwestern Journal of International Law & Business* 2020, Vol. 40, p. 400-401. Die promote resulteerde in een belang van 5,2% in de uiteindelijk gevormde business combination met CM.com, zie persbericht DSCO, *Dutch Star Companies ONE extraordinary general meetings results; business combination effective 21 February 2020*, 20 februari 2020 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/press/>), p. 2.

14 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 53 en 58.

15 Vgl. IPO-prospectus DSCO 2018, p. 96-97. Bij de business combination tussen DSCO en CM.com werd daarnaast ook een *lock-up* voor de twee oprichters en aandeelhouders van CM.com overeengekomen, zie Shareholders Circular DSCO, 9 januari 2020 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/important-information/>), p. 49.

16 Dit staat wel op gespannen voet met de beursregels van Euronext, die voor toelating tot de notering een *track record* van drie jaar vereisen, zie Euronext, *Euronext Rule Book – Book I: Geharmoniseerde regels*, 22 november 2019, Rule 6302/1(ii).

17 DSCO werd opgericht op 3 januari 2018, op 9 februari 2018 begon de IPO, zie IPO-prospectus DSCO 2018, p. i-ii. Vgl. ook IPO-prospectus DSCO 2018, p. 44: "As the Company was recently formed for the purpose of completing the Offering and Business combination and has not conducted any operations prior to the date of this Prospectus, no historical financial information is available."

18 Voor de IPO van een SPAC geldt onder de op Euronext Amsterdam toepasselijke beursregels geen ander regime dan voor 'reguliere' vennootschappen. Zo geldt, naast het in voetnoot 16 al genoemde *track record* van drie jaar, een minimaal vereiste *free float* van 25%, zie Euronext Rule Book I, 22 november 2019, Rule 6302/1(i).

ten gelden als voor de samenvatting van een prospectus.¹⁹ Afhankelijk van de tijd die nodig is om een business combination te vormen, zou een tweede notering dus nog vóór totstandkoming van (en mogelijk in voorbereiding op) de business combination kunnen worden gerealiseerd, en anders wel binnen niet al te lange tijd daarna. Indien gewenst kan de eerste notering vervolgens worden opgeheven.²⁰

3.2.2 Prospectus

De Prospectusverordening bevat geen bijzondere vereisten voor een SPAC. Veel aandacht zal in het prospectus uitgaan naar de beschrijving van de promoters. Zij zijn het immers die de SPAC een competitief voordeel zouden moeten verschaffen.²¹ Gezien de beperkte historie van de SPAC is (analyse van) de financiële informatie summier.²² Het hoofdstuk over de operationele activiteiten zal grotendeels beperkt zijn tot een beschrijving van de procedure om tot een business combination te komen.

Van belang is verder of de SPAC op het moment van de IPO al een specifieke target op het oog heeft.²³ Is dat het geval, dan zal (gedetailleerde) informatie over de target moeten worden opgenomen in het prospectus, vanuit de algemene verplichting dat het prospectus “de noodzakelijke informatie die voor beleggers van materieel belang is om een geïnformeerde beoordeling te maken” moet bevatten (art. 6 lid 1 Prospectusverordening 2017).

Het IPO-prospectus van DSCO bevatte in dit kader een heldere boodschap:²⁴

“The Company does not currently have any specific Business Combination under consideration and has not and will not engage in substantive negotiations to that effect prior to the completion of the Offering.”

¹⁹ Zie art. 1 lid 5 sub j Prospectusverordening 2017 (Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017). Een vereiste dat wel afwijkt (zie onder v)) vormt het maximumaantal pagina's van het samenvattingsdocument: negen pagina's in plaats van zeven pagina's zoals geldt voor de samenvatting van een 'standaard' prospectus.

²⁰ Zij het dat ook daarvoor bepaalde vereisten gelden. Zo vereist Euronext Amsterdam N.V. voor beëindiging van een (tweede) notering dat “de aan Euronext Amsterdam genoteerde (certificaten van) aandelen van een bepaalde soort gedurende tenminste 12 maanden tevens een notering hebben aan een andere gereguleerde en voldoende liquide markt die naar het oordeel van Euronext Amsterdam voldoende waarborgen biedt voor de bescherming van de beleggers en/of de goede werking van de markt” (Euronext Amsterdam N.V., *Euronext Mededeling 2004-041: Mededeling van Euronext Amsterdam N.V. (Euronext Amsterdam) inzake het beleid inzake de beëindiging van de notering van (certificaten van) aandelen van een bepaalde soort*).

²¹ Zo noemt DSCO “*Expertise and complementary experience of the Promoters and the other members of the Board*” als eerste in de paragraaf “*Strength and Investment Highlights*” in het IPO-prospectus DSCO 2018, p. 61.

²² Zie par. 3.1.

²³ In de EU is dat, anders dan in de VS, op zichzelf toegestaan, zie Schumacher, *Northwestern Journal of International Law & Business* 2020, Vol. 40, p. 405.

²⁴ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 64.

Anderzijds zullen de promoters de markt wel tot op zekere hoogte moeten informeren over het soort target waarop zij zich richten. Zo noemde DSCO in haar IPO-prospectus acht selectiecriteria voor potentiële targets, waaronder mogelijke sectoren.²⁵ DSCO hield zich daarbij wel uitdrukkelijk de flexibiliteit voor om een target te selecteren die niet aan al deze criteria voldeed. Die flexibiliteit bleek achteraf op enkele vlakken ook nodig, toen gekozen werd voor een business combination met CM.com.²⁶ Naarmate een SPAC dichterbij de deadline voor een business combination komt, zal de neiging sterker zijn om de criteria voor selectie van de target op te rekken of daarvan af te wijken.

3.2.3 Units

Zoals wij in paragraaf 2 reeds opmerkten, worden bij de IPO van een SPAC in het algemeen zogenaamde ‘units’ aangeboden, bestaande uit een of meer aandelen en daarnaast een of meer warrants. Warrants zijn rechten tot het verkrijgen van aandelen, in een bepaalde ruilverhouding.²⁷ Bij een SPAC kunnen dergelijke warrants worden geconverteerd gedurende een bepaalde periode na voltooiing van de business combination (bij DSCO is dat vijf jaar).²⁸ Zij bieden aan de houders van warrants daarmee een mogelijkheid om (extra) te profiteren van een koersstijging van het aandeel na vorming van de business combination.

De units werden als zodanig alleen aangeboden bij de IPO van DSCO, maar werden vervolgens niet opgenomen in de notering. De aandelen en de warrants werden niet afzonderlijk aangeboden maar wel afzonderlijk opgenomen in de notering.

3.2.4 Prijsbepaling en omvang van de aanbieding

Bij een ‘traditionele’ IPO wordt aan het begin van de aanbiedingsperiode een *price range* gegeven, die ook in het prospectus is opgenomen. Tijdens de aanbiedingsperiode vindt vervolgens de *book building* plaats: beleggers schrijven per prijs (binnen de bandbreedte) in op het aantal aandelen dat zij tegen die prijs willen afnemen. Aan het einde van de aanbiedingsperiode wordt, mede op basis van die inschrijvingen, de prijs vastgesteld.

Bij de IPO van een SPAC gaat dit anders. De prijs van een unit wordt al voorafgaand aan de aanbieding vastgesteld, en in het prospectus opgenomen. Dat is verklaarbaar op basis van het speciale karakter van een SPAC. In een reguliere IPO wordt de prijs gevormd op basis van inschrijvingen van

²⁵ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 59.

²⁶ Vgl. Shareholders Circular DSCO 2020, p. 5-7.

²⁷ Bij DSCO werd de ruilverhouding berekend op basis van een vooraf vastgestelde formule met als belangrijkste factoren de gemiddelde prijs in de maand voorafgaand aan conversie en een *strike price*. Die *strike price* was gesteld op € 9,30, waardoor warrants bij een koers vanaf dat bedrag konden worden uitgeoefend. Ter illustratie: de formule resulteerde in conversie van zeven warrants naar één aandeel bij een conversiekoers van € 11 (IPO-prospectus DSCO 2018, p. 116-118).

²⁸ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 117.

investeerdere op een bepaalde prijs per aandeel, die zal zijn ingegeven (naast mogelijk door opportunistische motieven) door hun waardering van de onderneming. Voor een investeerder in een SPAC is het veeleer de vraag welk bedrag deze in de SPAC wil investeren dan wat de prijs zal zijn per unit.²⁹ De prijs per unit is daarmee in hoge mate arbitrair. Veelal zal worden gekozen voor een rond bedrag dat niet te hoog is, om liquiditeit van de aandelen en de warrants na de IPO te bevorderen.³⁰

Kijken we naar de omvang van de aanbieding, dan zien we een soortgelijk verschil. Waar in een reguliere IPO het aantal aangeboden aandelen min of meer vaststaat aan het begin van de aanbiedingsperiode (dit aantal kan bij een doorslaand succes wel worden verhoogd maar dat is toch de uitzondering op de regel)³¹ is de omvang van een SPAC-IPO flexibeler. Zo beoogde DSCO met haar IPO € 50 miljoen op te halen, maar werd in het prospectus ook uitdrukkelijk rekening gehouden met scenario's waarin € 75 miljoen, respectievelijk € 100 miljoen zou worden opgehaald.³²

3.2.5 Opbrengst in escrow

De opbrengst van de IPO zal (grotendeels) op een speciale 'escrow'-rekening worden gestort. Bij DSCO was dit 99% van de opbrengst.³³ Zo hebben aandeelhouders extra zekerheid dat zij hun investering (grotendeels) terugkrijgen als geen business combination kan worden gevormd. Rentebaten en -lasten en bankkosten zullen wel voor rekening van de aandeelhouders komen.³⁴

De voorwaarden van een dergelijke escrow-rekening bepalen dat slechts in specifiek aangeduide situaties, waaronder voltooiing van de business combination en liquidatie van de vennootschap, het saldo mag worden vrijgegeven aan de SPAC.³⁵ Dit biedt met name bescherming tegen ge-

bruik van het saldo door de SPAC voor andere doeleinden. Verdere bescherming is beperkt: het saldo op de escrow-rekening vormt onderdeel van het vermogen van de SPAC en is dus vatbaar voor verhaal door crediteuren. Bij insolventie van de SPAC zullen de aandeelhouders crediteuren voor zich moeten dulden. Daarnaast is er een kredietrisico op de bewaarder van de escrow-rekening.³⁶

3.3 De SPAC als uitgevende instelling

Na een succesvolle IPO zullen de spanningen van de promoters gericht zijn op het zoeken en selecteren van een geschikte target – al zal de gedachtevorming hierover al (ruimschoots) voor de IPO zijn begonnen.

3.3.1 Doorlopende verplichtingen voor de SPAC

Na aanvang van de beursnotering zal de SPAC, zoals iedere beursgenoteerde vennootschap, moeten voldoen aan diverse doorlopende verplichtingen. Wij noemen er enkele: publicatie van jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving (conform IFRS opgesteld) en deponering van de jaarrekening bij de AFM (art. 5:25c, 5:25d en 5:25o Wft), periodieke en incidentele meldingen met betrekking tot het geplaatste kapitaal (art. 5:34 Wft) en stemrechten (art. 5:35 Wft), en openbaarmaking van voorwetenschap (art. 17 Verordening marktmisbruik).³⁷

Dat laatste doet zich onder meer voor wanneer gesprekken met een potentiële target concreter worden. De identiteit van de beoogde target is voor een SPAC bij uitstek informatie die een significante invloed kan hebben op de koers en daarmee, mits voldoende concreet, kwalificeert als voorwetenschap.³⁸ Men zal zeker moeten stellen dat de vertrouwelijkheid van die gesprekken is gewaarborgd, om openbaarmaking ervan te kunnen uitstellen tot het moment dat er een akkoord is bereikt. Direct na openbaarmaking van de informatie zal het uitstel (proactief) moeten worden verantwoord aan de AFM (art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik).

3.3.2 AIFM-richtlijn

Valt de SPAC onder het regime van de Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFM-richtlijn),³⁹ dan zullen de SPAC en de promoters moeten voldoen aan uitvoerige regulatoire verplichtingen, bovenop de hierboven (in paragraaf 3.3.1) al genoemde. Voorbeelden daarvan zijn een registratie- of vergunningplicht voor de beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling (abi) (art. 2:65 Wft), doorlopend toezicht door de AFM en overige doorlopende verplichtingen voor financiële ondernemingen (art. 4:8 e.v. Wft).

²⁹ Vgl. IPO-prospectus DSCO 2018, p. 34.

³⁰ Bij DSCO werden de units, elk bestaand uit twee aandelen en twee warrants, aangeboden voor € 20 per stuk. Dat is in lijn met de praktijk in de VS, waar een prijs van \$ 10 voor een unit bestaand uit één aandeel en één warrant standaard is, zie 'Can Spacs shake off their bad reputation?', *Financial Times*, 13 augustus 2020. Overigens wordt ook bij 'traditionele' IPO's in Nederland het aandelenkapitaal doorgaans zo gestructureerd (door het aantal aandelen in het geplaatste kapitaal af te stemmen op de verwachte marktkapitalisatie na de IPO) dat de emissiekoers uitkomt op een bedrag tussen € 15 en € 25. Een duidelijke uitzondering daarop vormde de IPO van Adyen N.V. in 2018, met een price range van € 220-240.

³¹ Wij doelen hier op een uitbreiding tijdens de aanbiedingsperiode, niet op het vergroten van de aanbieding door uitoefening van de *over-allotment*- of *greenshoe*-optie. Verlaging van het aantal aandelen ligt minder voor de hand; wordt niet op alle aangeboden aandelen ingeschreven, dan zal de IPO in de praktijk worden afgeblazen.

³² Uiteindelijk werd € 55.365.000 opgehaald, zie persbericht DSCO, *Dutch Star Companies ONE lists in 55.4 million euro IPO*, 22 februari 2018 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/press/>).

³³ 1% van de opbrengst werd niet op de escrow-rekening gestort. Dit bedrag diende als buffer voor het geval de kosten van de SPAC de inleg van de promoters zouden overstijgen. Zie paragraaf 3.1, i.h.b. voetnoot 10 en IPO-prospectus DSCO 2018, p. 56.

³⁴ Vgl. IPO-prospectus DSCO 2018, p. 29-30.

³⁵ Vgl. IPO-prospectus DSCO 2018, p. 56-57.

³⁶ Vgl. IPO-prospectus DSCO 2018, p. 31.

³⁷ Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik.

³⁸ Vgl. de definitie van voorwetenschap in art. 7 lid 1 sub a Verordening marktmisbruik.

³⁹ Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

In de meeste gevallen zal het de wens zijn toepasselijkheid van de AIFM-richtlijn te vermijden. Dat kan worden bereikt door te bewerkstelligen dat de SPAC niet kwalificeert als 'abi' (art. 4 lid 1 sub a AIFM-richtlijn),⁴⁰ onder meer doordat zij een algemeen zakelijk of bedrijfsdoel heeft. Verder is dan van belang dat de SPAC geen vastgelegd beleggingsbeleid (*defined investment policy*) heeft.⁴¹ Indien de SPAC na vorming van de business combination aandeelhouder wordt van de target, kan zij daarnaast mogelijk gebruikmaken van de vrijstelling voor 'holdings'.⁴² Een holding is een onderneming met een aandeel in een of meer andere ondernemingen die als zakelijk doel heeft via die deelnemingen een strategie te voeren gericht op langetermijnwaarde (art. 4 lid 1 sub o AIFM-richtlijn).

Gaat de target bij vorming van de business combination op in de SPAC, door bijvoorbeeld een juridische fusie,⁴³ dan zal de SPAC vanaf dat moment in ieder geval buiten de werkingssfeer van de AIFM-richtlijn vallen, uitzonderlijke gevallen daargelaten.⁴⁴

De toepassingscriteria uit de AIFM-richtlijn laten veel ruimte voor interpretatie. Meer specifieke richtsnoeren voor de SPAC zijn echter niet beschikbaar.⁴⁵ De SPAC zal dan ook voorafgaand aan de IPO een grondige analyse moeten maken omtrent toepasselijkheid van de AIFM-richtlijn en passende vervolgstappen moeten nemen.

3.3.3 Meldingsverplichtingen voor bij de SPAC betrokken personen

Voor aandeel- en warranthouders van de SPAC gelden de meldingsplichten inzake wijzigingen in zeggenschap en kapitaalbelang, bij drempelwaarden vanaf 3% (art. 5:38 en 5:39 Wft).⁴⁶ Zowel reële als potentiële belangen moeten worden gemeld. Interessant hierbij is welk potentieel belang de warrants vertegenwoordigen, en wat bij een warranthouder dus het percentage aan kapitaalbelang en stemrecht is. Conversie van warrants in aandelen leidt immers tot een verhoging van het geplaatste kapitaal, zodat het uitdrukken van de warrants als percentage van het *bestaande* kapitaal een onjuiste voorstelling van zaken oplevert. Bij DSCO was er nog een aanvullende complicerende

factor: de conversie-ratio van de warrants (het aantal aandelen per geconverteerde warrant) was variabel tussen 0 en 1 (op basis van een vooraf vastgestelde formule).⁴⁷ Bij de relevante meldingen die kort na de IPO door verschillende aandeel- en warranthouders van DSCO zijn gedaan, zijn de aantallen warrants wel steeds vermeld, maar werd aan die warrants in het kader van de melding geen (potentieel) stemrecht toegekend en werden de warrants niet meegerekend voor de percentages kapitaalbelang en stemrechten.⁴⁸ Dat lijkt ons een praktische oplossing, gezien de hierboven beschreven complicaties.⁴⁹

De promoters van de SPAC zullen daarnaast moeten letten op de meldingsverplichtingen voor bestuurders en commissarissen betreffende zeggenschap en kapitaalbelang (art. 5:48 Wft), (voor zover de promoters zelf bestuurder of commissaris zijn) en de meldingsverplichtingen voor transacties door leidinggevendenden (art. 19 Verordening marktmissbruik).⁵⁰

3.3.4 Governance

Voorafgaand aan de IPO zal de governance van de SPAC voor de periode na de IPO zijn uitgedacht. Wij bespreken hier enkele elementen.

Corporate Governance Code

Als Nederlandse beursgenoteerde vennootschap, zal de SPAC de Corporate Governance Code moeten toepassen. In het IPO-prospectus moeten afwijkingen van de Code worden verantwoord. Gelet op het speciale karakter van de SPAC is het goed denkbaar dat zij afwijkt van best practice bepalingen uit de Code waarvan andere beursvennootschappen zelden of nooit afwijken. Zo had DSCO, in afwijking van de Code, geen Selection & Nomination Committee en geen Remuneration Committee.⁵¹ In het kader van het vormen van de business combination zal de governance opnieuw tegen het licht worden gehouden en zal dan ook een herbezinning moeten plaatsvinden over toepassing van de Code.

Delegatie bevoegdheid tot uitgifte van aandelen en beperking van het voorkeursrecht

Bij DSCO was de delegatie aan het bestuur van de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen en beperking van het

40 Art. 1:1 Wft verwijst voor de betekenis van 'beleggingsinstelling' naar genoemde bepaling uit de AIFM-richtlijn.

41 ESMA, *Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD*, ESMA/2013/611.

42 Een holding is vrijgesteld van het in de Wft over beleggingsinstellingen bepaalde, zie art. 1:13a lid 1 sub b Wft. Zie nader over de holding-vrijstelling i.v.m. de SPAC: S.N. Hooghiemstra, 'Wat is een beleggingsinstelling onder de AIFM-richtlijn?', *Ondernemingsrecht* 2014/24, par. 3.3.1.

43 Zie over structurering van de business combination nader par. 3.5.1.

44 Een uitzondering hierop vormt bijvoorbeeld het geval waarin de target zelf reeds als abi kwalificeert.

45 Tijdens het totstandkomingsproces van de ESMA-richtsnoeren (zie voetnoot 41) werd wel gevraagd om een bevestiging van ESMA dat de SPAC buiten de reikwijdte van de AIFM-richtlijn valt, maar een dergelijke bevestiging is nooit gegeven, vgl.: ESMA, *Consultation Paper – Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 19 december 2012, nr. 845, p. 33.

46 Een warrant geldt in dit verband ook als een aandeel, zie art. 5:33 lid 1 sub b onder 3° Wft.

47 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 116.

48 *AFM Register substantiële deelnemingen en bruto shortposities*, te raadplegen via www.afm.nl (geraadpleegd op 18 augustus 2020).

49 Deze benadering doet overigens ook weer interessante vragen rijzen, zoals hoe in het verband van deze meldingen dan omgegaan dient te worden met een latere verkrijging of vervreemding van warrants. Zie i.v.m. conversie van de warrants art. 5:41 lid 1 Wft in combinatie met AFM, *Leidraad voor aandeelhouders*, juli 2017, p. 14.

50 Deze verplichting strekt zich ook uit tot met de leidinggevende 'nauw verbonden personen' (lid 1). Voor gevallen waarin de meldingsverplichtingen van art. 5:48 Wft en art. 19 Verordening marktmissbruik samenlopen heeft de AFM, bij wijze van tijdelijke maatregel, bepaald dat kan worden volstaan met één melding (zie AFM, *Leidraad voor Uitgevende instellingen, bestuurders en commissarissen*, juni 2016, p. 18-19).

51 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 88-89.

voorkeursrecht veel ruimer dan gebruikelijk:⁵² 35% van het geplaatste kapitaal direct na de IPO voor niet nader omschreven doeleinden, plus nog eens 20% daarvan “*in case the Business combination merits additional investment*”.⁵³ Het praktische nut van dit onderscheid ontgaat ons: voor welk ander doel zou een SPAC aandelen willen uitgeven?

Als een dergelijke ruime machtiging wordt verleend, dan zouden wij dat bovendien verwachten voor (ten minste) de termijn die de SPAC heeft om een business combination te vormen. Bij DSCO werd echter, ondanks dat de statuten de ruimte boden voor een delegatie tot vijf jaar, gekozen voor de (in het algemeen bij Nederlandse beursvennootschappen gebruikelijke) termijn van 18 maanden. Daardoor moest de delegatie opnieuw worden voorgelegd aan de algemene vergadering in 2019. De daar gevraagde machtiging bedroeg echter ‘slechts’ 10% van het geplaatste kapitaal. In reactie op een vraag vanuit de vergadering zei DSCO hierover dat een machtiging aan het bestuur “in de praktijk pas bij een eventuele Business Combinatie op een buitengewone aandeelhoudersvergadering gevraagd zal worden”.⁵⁴ Wij kunnen ons evenwel voorstellen dat een ruimere bevoegdheid voor het bestuur ook al vóór die bava van meerwaarde kan zijn. Met name om eventuele extra investeerders in de SPAC al in een eerder stadium zekerheid te bieden omtrent de uitgiftebevoegdheid zonder daarbij nog afhankelijk te zijn van de algemene vergadering.

Delegatie bevoegdheid tot inkoop in verband met verkooprecht van aandeelhouders

Ook de, vóór de IPO, aan het bestuur van DSCO gegeven machtiging tot inkoop van eigen aandelen was ruim, namelijk 15% van het geplaatste kapitaal, plus 35% voor terugkoop van aandelen van ‘*dissenting shareholders*’.⁵⁵ Deze machtiging werd verleend voor een periode van 36 maanden. Dat kon, omdat DSCO op dat moment nog niet beursgenoteerd was.⁵⁶ Hiermee zal zijn beoogd het verkooprecht van aandeelhouders (waarover uitgebreider paragraaf 3.4.2) ook in vennootschapsrechtelijke zin zoveel mogelijk zeker te stellen voor de volledige duur van de SPAC, zodat

dit recht later niet meer kon worden gefrustreerd door een afwijzend besluit van de algemene vergadering.

3.3.5 *Aandeelhoudersactivisme*

Zoals alle beursgenoteerde ondernemingen loopt ook een SPAC het risico te worden geconfronteerd met opportunistische of activistische aandeelhouders. Zo kan een business combination worden gefrustreerd door aandeelhouders die onder de uitgifteprijs zijn ingestapt en met het uitoefenen van hun verkooprecht op korte termijn een gegarandeerde winst kunnen realiseren. Om dit verkooprecht te kunnen uitoefenen is veelal vereist dat men tegen het vormen van de business combination stemt.⁵⁷ Voor de SPAC is dit een onwenselijke praktijk, onder meer omdat het de kans op goedkeuring van de business combination door de aandeelhouders verkleint. Om dit risico te mitigeren zou de SPAC de mogelijkheid kunnen inbouwen dat aandeelhouders ook zonder tegen de business combination te stemmen, hun verkooprecht kunnen uitoefenen. Dit is echter slechts een gedeeltelijke oplossing, want ook uitoefening van het verkooprecht door (te veel) aandeelhouders brengt de business combination in gevaar.

Dat laatste wetende, zouden aandeelhouders uit opportunistische motieven een (extra) financiële bijdrage van de promoters kunnen verlangen als voorwaarde om geen gebruik te maken van hun verkooprecht. Dit risico kan worden gemitigeerd door het aantrekken van aanvullende (back-up) financiering in de vorm van eigen vermogen (ook wel ‘*private investment in public equity*’, of ‘*PIPE*’, genoemd) of vreemd vermogen. Een alternatieve remedie is een zogenaamde ‘*bulldog provision*’: daarmee mag één aandeelhouder (of mogen in een groep samenwerkende aandeelhouders) het verkooprecht slechts uitoefenen tot een bepaald percentage (bijvoorbeeld 10%) van het totale aantal aandelen.⁵⁸

3.3.6 *Onderhandelingen met de beoogde target*

Heeft de SPAC eenmaal nog één of enkele targets op het oog, dan zal de SPAC in onderhandeling treden met (de eigenaars van) die target(s). Daarbij zal de SPAC mogelijk moeten concurreren met andere gegadigden. DSCO noemde in het prospectus, naast andere SPAC’s, “*strategic buyers*”, “*sovereign wealth funds*” en “*public and private investment funds*” als mogelijke concurrentie.⁵⁹

Hoe de SPAC als mogelijke koper eruit springt ten opzichte van dergelijke concurrenten is situatiegebonden, maar een *unique selling point* lijkt in ieder geval te zijn de beursnotering die de SPAC aan de doelvennootschap kan bieden. Een mogelijk minpunt voor de SPAC lijkt dan weer de vereiste goedkeuring voor het vormen van de business combination door de algemene vergadering van de SPAC

52 Vgl. Eumedion, *New Eumedion voting guideline with respect to share issuance authorisations and limitation or exclusion of pre-emptive rights*, 17 december 2019 (te benaderen via

<https://www.eumedion.nl/actueel/nieuws/eumedion-verruimt-aanbeveling-over-aandelenemissiemachtiging-met-behoud-van-voorkeursrecht.html>), *passim*; Glass Lewis, *2020 Proxy Paper Guidelines. An overview of the Glass Lewis Approach to Proxy Advice. Netherlands* (te benaderen via https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/01/Guidelines_Netherlands.pdf), p. 13; en ISS, *Continental Europe. Proxy Voting Guidelines. Benchmark Policy Recommendations*, 19 november 2019 (te benaderen via <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf>), p. 16.

53 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 103-104.

54 Notulen van aandeelhoudersvergadering DSCO op 30 april 2019 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/important-information/>), p. 4.

55 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 104.

56 Voor beursgenoteerde nv’s is de maximale toegestane duur van de machtiging 18 maanden, voor niet-beursgenoteerde nv’s vijf jaar (art. 2:98 lid 4 BW).

57 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 70; Shareholders Circular DSCO 2020, p. 33.

58 Van Straaten & Polderman, *V&O* 2009/1, p. 2.

59 IPO-prospectus DSCO 2018, p. 24.

(en dus: dealonzekerheid).⁶⁰ Afhankelijk van de omvang van de SPAC en de target kan ook de beperkte financiële slagkracht van de SPAC in haar nadeel werken, al kan die mogelijk worden vergroot door extra investeerders aan boord te halen. Als de SPAC alleen een minderheidsbelang kan nemen is zij bovendien een minder aantrekkelijke kandidaat voor verkopers die een snelle en volledige exit nastreven, zij het dat deze hun belang door de beursnotering wel (verder) te gelde kunnen maken.⁶¹

In het algemeen zal bij de promoters een sterke drijfveer bestaan om de business combination te laten slagen, vanwege de grote potentiële *upside* van een succesvolle business combination, terwijl zij bij mislukken van de business combination hun investering (in tijd en geld) kwijt zullen zijn.⁶² Daarnaast heeft het al dan niet slagen van de SPAC reputationele gevolgen voor de promoters, ook met het oog op eventuele volgende SPAC-projecten.⁶³

Er bestaat een risico dat deze drijfveer nadelig uitpakt voor de aandeelhouders van de SPAC, die mogelijk een business combination tegen minder gunstige voorwaarden krijgen voorgelegd.⁶⁴ Daarbij is het wel goed om te beseffen dat de promoters zelf ook een substantiële deelneming houden in de SPAC en vanuit dat oogpunt hun belangen parallel lopen met die van de overige aandeelhouders.

Daarnaast zullen de verkopers op de hoogte zijn van de naderende deadline voor de SPAC, met een lastige onderhandelingspositie voor de SPAC als mogelijk gevolg. Dit wordt in de praktijk (deels) ondervangen door de mogelijkheid te creëren van een verschuiving van de deadline voor de business combination. Ook bij DSCO was dit het geval. Verlenging van de termijn vereiste daar goedkeuring van de algemene vergadering en bovendien moest het bestuur de verwachting hebben binnen de verlengde termijn een business combination te kunnen voltooien.⁶⁵

3.4 Het besluit over de business combination

3.4.1 Goedkeuring door de algemene vergadering van de SPAC

De *business combination agreement* tussen de SPAC en de eigenaar(s) van de target zal zijn aangegaan onder de op-

schortende voorwaarde van goedkeuring door de algemene vergadering van de SPAC. Voorafgaand aan die vergadering zal het bestuur van de SPAC de aandeelhouders uitgebreid moeten informeren, bijvoorbeeld in een aandeelhouderscirculaire. DSCO kondigde publicatie van een aandeelhouderscirculaire en de inhoud daarvan al aan in het prospectus.⁶⁶

Dat goedkeuringsrecht zal doorgaans al volgen uit art. 2:107a BW. De SPAC kan zichzelf ook een hogere goedkeuringsdrempel opleggen, zoals in het geval van DSCO 70% van de stemmen, waarbij minimaal de helft van het kapitaal in de vergadering aanwezig of vertegenwoordigd moest zijn. Als reden voor deze verhoogde drempel gaf DSCO:⁶⁷

“The Promoters have voluntarily introduced the Required Majority threshold because they would only want to complete a Business Combination on the basis of sufficient shareholder support.”

Vanuit die gedachte zagen de promoters zelf ook af van stemming over de business combination, zo gaven zij al op voorhand aan.⁶⁸

Blijkt al vooraf – en voor de registratiedatum van de algemene vergadering – dat de drempel voor goedkeuring niet wordt gehaald, dan kan de eigenaar van de target overwegen een belang te nemen in de SPAC om zo de voorstanders van de business combination aan de vereiste meerderheid te helpen. In de VS was hier recent een voorbeeld van te zien: Far Point Acquisition Corporation, een aan de NYSE genoteerde SPAC, had in januari 2020 een business combination aangekondigd met de Zwitserse betaaldienstverlener Global Blue Group AG, eigendom van *private-equity*-ondernemingen Silver Lake en Partners Group. Door de plotseling sterk versomberde vooruitzichten als gevolg van de Covid-19-pandemie adviseerde Far Point zelf aan haar aandeelhouders om tegen de business combination te stemmen. Silver Lake was het hier echter niet mee eens en om de business combination er alsnog doorheen te krijgen nam het een belang van liefst 12% in de SPAC. Eind augustus 2020 werd de business combination alsnog voltooid.⁶⁹

3.4.2 Verkooprecht van aandeelhouders

Indien aandeelhouders van de SPAC rond de totstandkoming van de business combination hun verkooprecht uit-

⁶⁰ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 24.

⁶¹ Voor zover dat niet (tijdelijk) wordt belemmerd door een lock-up van de aandeelhouders van de target. Zo zijn de aandeelhouders van CM.com gebonden aan een lock-up van een jaar (net als de promoters van DSCO, zie Shareholders Circular DSCO 2020, p. 49). Zie ook par. 3.1, voetnoot 15.

⁶² IPO-prospectus DSCO 2018, p. 91-92.

⁶³ Het “One” in de naam van DSCO doet vermoeden dat DSCO mogelijk niet de laatste ‘Dutch Star Company’ is die werd voorzien (althans ten tijde van de oprichting).

⁶⁴ Zie bijv. L. Dimitrova, ‘Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds”’, *Journal of Accounting and Economics* 2017, Vol. 63, No. 1, p. 2. Ook DSCO zelf duidt dit aan als een risico, zie IPO-prospectus DSCO 2018, p. 24, 28-29 en 37.

⁶⁵ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 64-65.

⁶⁶ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 68-69.

⁶⁷ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 67.

⁶⁸ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 67.

⁶⁹ Zie “Blank cheque’ group Far Point agrees Global Blue acquisition’, *Financial Times*, 16 januari 2020; ‘Daniel Loeb looks to back out of \$2.6bn Global Blue deal’, *Financial Times*, 7 mei 2020; ‘Silver Lake ups pressure on Global Blue deal’, *Financial Times*, 27 mei 2020; en persbericht Global Blue, *Global Blue Completes Business Combination with Far Point Acquisition Corporation*, 28 augustus 2020 (te benaderen via <https://www.globalblue.com/corporate/investor-relations/>).

oefenen, zal de SPAC de desbetreffende aandelen moeten terugkopen. Terugbetaling van die aandeelhouders komt in mindering op het saldo op de escrow-rekening, en dus op de maximale kapitaalinjectie door de SPAC in de business combination. Hiervoor zal een onzekerheid zijn ingebouwd in de business combination agreement. Maar mogelijk verdient de hierboven (in paragraaf 3.3.5) al genoemde oplossing van aanvullende financiering in de vorm van eigen vermogen (PIPE) of vreemd vermogen de voorkeur.

De regeling voor uitoefening en verdere afwikkeling van het verkooprecht zal afdoende moeten worden toegelicht in het IPO-prospectus en de *disclosure* rondom de business combination, om (de schijn van) marktmanipulatie te vermijden (art. 15 Verordening marktmisbruik). Tevens zullen de SPAC en betrokken aandeelhouders vrij moeten zijn van voorwetenschap wanneer zij de transactie aangaan, of zich daartoe verplichten (art. 14 en art. 9 lid 3 Verordening marktmisbruik).

Op de achtergrond spelen daarnaast enkele vennootschapsrechtelijke beperkingen, te weten de grens voor inkoop van eigen aandelen van 50% van het geplaatste kapitaal (art. 2:98 lid 2 BW), en de beperking van uitkeringen tot de vrije reserves (art. 2:105 lid 2 BW). In de praktijk zal dit naar verwachting niet tot problemen leiden, omdat bij een SPAC de drempel van 50% niet zal worden benaderd (in dat geval zal de business combination worden afgeblazen) en wij bij een SPAC geen aanleiding zien voor (uitgebreide) statutaire reserves, zodat afdoende vrije reserves beschikbaar zullen zijn voor afwikkeling van het verkooprecht.

3.5 De business combination

Is de vorming van de business combination eenmaal goedgekeurd, dan kan deze worden geïmplementeerd.

3.5.1 Structureren van de business combination

Er zijn verschillende mogelijkheden om de business combination juridisch gestalte te geven. Gedacht kan worden aan overdracht van de aandelen in de doelvennootschap of aan een (juridische) fusie. Het prospectus van DSCO noemt verder als mogelijkheden een "*share exchange, contribution in kind or asset acquisition*".⁷⁰

Een combinatie van twee of meer vormen is eveneens mogelijk. Dat deed zich voor bij DSCO en CM.com B.V. DSCO (of een of meer van haar aandeelhouders) kocht(en) voor een bedrag tot € 7 miljoen aandelen van de oprichters van CM.com,⁷¹ waarna de vennootschappen fuseerden.

⁷⁰ IPO-prospectus DSCO 2018, p. 72-73.

⁷¹ Persbericht DSCO en CM.com, *CM.com to list on Euronext Amsterdam following business combination with Dutch Star Companies ONE*, 9 januari 2020 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/press/>). Vermeld werd enkel "*an up to EUR 7 million purchase of shares from CM.com's founders*", de precieze koper werd niet vermeld.

Juridische fusie

Gebruikmaking van een juridische fusie heeft als voordeel dat na het van kracht worden van de fusie geen verdere integratie nodig is. De aandeelhouders in de SPAC en de target als fuserende vennootschappen worden als gevolg van de fusie van rechtswege aandeelhouder in de verkrijgende vennootschap. De SPAC zal in dit scenario de verkrijgende vennootschap zijn, zodat de beursnotering behouden blijft.⁷² Vanwege het verdwijnen van de target zal na het van kracht worden van de fusie de naam van de (gefuseerde) SPAC worden gewijzigd naar die van de target. Bij de fusie tussen DSCO en CM.com B.V. was DSCO de verkrijgende en CM.com B.V. de verdwijnende vennootschap. Bij statutenwijziging werd de naam gewijzigd naar CM.com N.V.

Een mogelijk nadeel van de juridische fusie is dat een cash component bij deze variant niet mogelijk is.⁷³ Als de bedoeling is dat de aandeelhouders in de target mede in contanten worden beloond, dan zal de juridische fusie moeten worden gecombineerd met een andersoortige transactie, zoals de direct hierboven al genoemde aandelenoverdracht bij DSCO/CM.com. Ook kan hierbij worden gedacht aan inkoop van aandelen van (voormalige) aandeelhouders in de target (art. 2:98 BW),⁷⁴ of intrekking van door hen gehouden aandelen met (selectieve) terugbetaling (art. 2:99 BW).

Een mogelijke belemmering voor tijdige implementatie van de juridische fusie (in het zicht van de deadline voor de business combination) zou op het eerste gezicht de verzetstermijn voor crediteuren van een maand na deponeering van het fusievoorstel kunnen zijn.⁷⁵ Dat lijkt echter een theoretisch probleem. Wordt pas (te) kort voor de deadline voor het vormen van een business combination een akkoord bereikt met de target en haar aandeelhouders, dan zal eerder de oproepingstermijn van 42 dagen voor de algemene vergadering van de SPAC de belemmerende factor zijn dan de verzetstermijn van een maand. Het is dan te hopen voor de promoters dat zij tijdig een algemene vergadering hebben opgeroepen om verlenging te krijgen van de termijn voor het vormen van de business combination.⁷⁶

⁷² Wanneer de SPAC verdwijnt als gevolg van de fusie, zal de business combination een nieuwe aanvraag tot toelating tot de notering moeten doen. Zie *Euronext Rule Book I*, 22 november 2019, Rule 6905/1 (iii)(b).

⁷³ Behoudens de uitzondering van art. 2:325 lid 2 BW voor afrondingscrediteringen, beperkt tot 10% van het nominale bedrag van de toegekende aandelen.

⁷⁴ Waarbij rekening zal moeten worden gehouden met verschillende regulatorische en vennootschapsrechtelijke beperkingen, zie daarover in de context van het verkooprecht van SPAC-aandeelhouders bij vorming van de business combination par. 3.4.2.

⁷⁵ Art. 2:317 lid 2 BW.

⁷⁶ Zie over die verlenging ook par. 3.3.6 (slot).

Aandelenoverdracht/inbreng in natura

Wordt de business combination geïmplementeerd via een aandelenoverdracht, dan zal de SPAC blijven bestaan als beursgenoteerde holding van het verkregen belang in de target. Wij constateerden eerder al dat de SPAC veelal geen 100%-belang zal verkrijgen. Dan is die holdingstructuur onwenselijk vanuit het perspectief van de overblijvende aandeelhouders in de target, nu zij (nog steeds) geen aandeelhouder worden in een beursgenoteerde vennootschap. Daartegenover staat het mogelijk voordeel dat zij bij de business combination (gedeeltelijk) in cash kunnen worden betaald.

De holdingstructuur kan worden opgeheven door bijvoorbeeld de (voormalige) target te laten fuseren met de (voormalige) SPAC, of door de aandelen van de target die in handen blijven van de verkopers in te brengen (in natura) tegen uitgifte van aandelen in de (voormalige) SPAC.

Deze variant heeft als kenmerk dat de feitelijke business combination door middel van een akte van overdracht eenvoudig kan worden geëffectueerd. De integratie van de doelvennootschap in de SPAC kan zo nodig in tijd worden opgeschoven, wat een voordeel kan zijn bij een naderende deadline voor de SPAC in combinatie met (tijdrovende) publicatieverplichtingen – maar daarover hieronder meer.

3.5.2 Verplichtingen in het kader van de business combination

Voordat wij hieronder, ter afsluiting van deze bijdrage, uitgebreider ingaan op publicatieverplichtingen rondom de business combination, noemen wij hier eerst enkele andere verplichtingen die in beeld kunnen komen. Welke verplichtingen van toepassing kunnen zijn, zal per situatie verschillen, en afhankelijk zijn van onder meer: de structurering van de business combination, de business van de target, het aandelenbezit in de target, en de omvang van de door de SPAC verkregen deelneming.

- Bedraagt het door de aandeelhouders van de target bij de business combination verkregen belang in de (voormalige) SPAC 30% of meer, dan zal moeten worden bekeken of zij een **verplicht bod** op alle aandelen moeten doen (art. 5:70 Wft). Dat zal het geval zijn indien een belang van 30% of meer in handen komt van één enkele aandeelhouder of een groep aandeelhouders die in onderling overleg handelen. Deze situatie speelde bij DSCO, omdat daar de twee aandeelhouders van CM.com gezamenlijk 58% van de aandelen in handen kregen,⁷⁷ terwijl buiten twijfel stond dat zij in

onderling overleg zouden handelen.⁷⁸ Bij doelvennootschappen met een meer verspreid aandeelhouderschap zal het risico van een verplicht bod in het algemeen lager zijn.

De verplichting tot het doen van een openbaar bod kan worden ontlopen bij besluit van de algemene vergadering van de vennootschap waarin overwegende zeggenschap wordt verkregen (hier: DSCO) met minimaal 90% van de stemmen (art. 2 lid 1 sub a Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft). Omdat bij DSCO onderdeel van de deal met de oprichters van CM.com was dat zij geen openbaar bod zouden doen, werd daarmee de goedkeuringsdrempel voor de business combination effectief verhoogd van 70% naar 90%.

- Indien (een groepsmaatschappij van) de doelvennootschap en/of de SPAC⁷⁹ gereguleerd is, kan een **verklaring van geen bezwaar** van een toezichthoudende instantie nodig zijn. Zo had DSCO een verklaring van geen bezwaar van DNB nodig omdat in de CM.com-groep een betaaldienstverlener zat. Deze vvgb was dan ook een opschortende voorwaarde voor closing van de business combination.⁸⁰
- Dat een **mededingingsrechtelijke goedkeuring** nodig zou zijn, ligt niet voor de hand, vanwege het speciale karakter van de SPAC als vehikel zonder feitelijke onderneming, anders dan het zoeken en vormen van een business combination.
- Wellicht nog vooral een aandachtspunt voor de toekomst, maar gezien de ontwikkelingen op het gebied van ‘foreign direct investment screening’ zou **toetsing van de investering** door een SPAC in een doelvennootschap ook in beeld kunnen komen. In Nederland is dat nu al iets om rekening mee te houden in de telecomsector,⁸¹ en zal dit naar verwachting snel worden uitgebreid naar andere ‘vitale’ sectoren.⁸²

3.5.3 Publicatieverplichtingen

Ook de toepasselijke publicatieverplichtingen zullen van geval tot geval verschillen. De enige universele verplichting zal de verplichting voor de SPAC zijn om voorwetenschap omtrent de business combination zo snel mogelijk openbaar te maken.⁸³ Als een juridische fusie onderdeel is

⁷⁷ Persbericht DSCO, *Dutch Star Companies ONE extraordinary general meetings results; business combination effective 21 February 2020*, 20 februari 2020 (te benaderen via <https://dutchstarcompanies.com/press/>), p. 2.

⁷⁸ De governance van de business combination voorzag zelfs in een ‘*Founder Committee*’, een orgaan van de vennootschap bestaand uit de twee oprichters/aandeelhouders van CM.com, met verregaande bevoegdheden. Zie daarover: J.E. Devilee, ‘En de macht blijft bij ...’, *WPNR 2020/7282*, p. 351-353.

⁷⁹ In het bijzonder wanneer de SPAC valt onder het bereik van de AIFM-richtlijn, waarover par. 3.3.2.

⁸⁰ Shareholders Circular DSCO 2020, p. 35.

⁸¹ Zie de op 18 mei 2020 door de Eerste Kamer aangenomen Wet ongewenste zeggenschap telecommunicatie (Wet van 20 mei 2020 tot wijziging van de Telecommunicatiewet met betrekking tot ongewenste zeggenschap in telecommunicatiepartijen, *Stb.* 2020, 165).

⁸² Zie bijv. het consultatiewetsvoorstel voor de Wet toetsing economie en nationale veiligheid van 8 september 2020 (te raadplegen via www.internetconsultatie.nl).

⁸³ Zie ook par. 3.3.1.

van de closing zullen het daarbij horende fusievoorstel en de toelichtingen daarop dienen te worden neergelegd of openbaar gemaakt (art. 2:314 BW). Wij laten deze verplichtingen buiten verdere beschouwing en concentreren ons op toepasselijke prospectusverplichtingen en daaraan verwante verplichtingen.

Prospectusplicht en aanverwante verplichtingen

Een prospectus kan in het algemeen vereist zijn vanwege aanbieding van effecten aan het publiek (een aanbiedingsprospectus, art. 1 lid 4 Prospectusverordening 2017) of toelating van effecten tot een gereguleerde markt (een noteringsprospectus, art. 1 lid 5 Prospectusverordening 2017).

Van aanbieden van effecten zal sprake zijn indien bij de business combination nieuwe aandelen (in de SPAC) worden uitgegeven, bij inbreng van de target in de SPAC, of worden toegekend, in geval van een juridische fusie. Die nieuwe aandelen zullen ook in de notering worden opgenomen, zodat dan tevens sprake is van toelating van effecten tot een gereguleerde markt.

In de regel zal echter alleen een prospectusverplichting bestaan voor het uitgeven van aandelen in verband met een inbreng, en dan ook nog enkel voor een noteringsprospectus. Wij lichten dit toe. Een prospectusplicht in verband met het aanbieden van aandelen zal zich bij een business combination van een SPAC veelal niet voordoen, omdat een uitzondering geldt wanneer wordt aangeboden aan minder dan 150 personen (art. 1 lid 4 sub b Prospectusverordening 2017). Als de target minder dan 150 aandeelhouders had, zal hieruit dus geen prospectusverplichting volgen. Die uitgegeven aandelen moeten echter alsnog worden genoteerd aan Euronext Amsterdam.⁸⁴ Een uitzondering geldt indien het aantal uitgegeven aandelen minder dan 20% belooft van het reeds in de notering opgenomen aantal aandelen (art. 1 lid 5 sub a Prospectusverordening 2017).

Voor aandelen die worden toegekend in verband met een juridische fusie, geldt geen prospectusplicht maar wel de verplichting om een document beschikbaar te stellen met informatie over de transactie en het effect daarvan op de uitgevende instelling (art. 1 lid 4 sub g en lid 5 sub f Prospectusverordening 2017). Ten tijde van afronding van deze bijdrage is enkel nog een concept-verordening van de Commissie beschikbaar waarin de vereisten voor een der-

gelijk *'exempted document'* zijn uitgewerkt.⁸⁵ Een belangrijk verschil met een prospectus is dat het exempted document, anders dan een prospectus, niet behoeft te worden goedgekeurd door de bevoegde autoriteit (zoals de AFM).

De beursregels van Euronext Amsterdam bevatten een verplichting om, in geval van een *reverse listing*, een document te publiceren dat qua vereisten sterk doet denken aan een prospectus.⁸⁶ De Euronext Amsterdam Reverse Listings Policy definieert een *reverse listing* als *"a transaction by an Issuer that lacks any meaningful assets [...] which in substance results in a fundamental change in the business"*.⁸⁷ Een SPAC is ten tijde van de business combination echter geen lege huls, maar beschikt over *"meaningful assets"*, in de vorm van (bij de IPO opgehaalde) liquide middelen. Een business combination met een SPAC wordt door Euronext dan ook niet aangemerkt als een *reverse listing* en valt daarmee buiten het bereik van de policy.⁸⁸

De business combination tussen DSCO en CM.com

Passen wij, als sluitstuk van deze bijdrage, bovenstaande vereisten toe op de casus DSCO/CM.com, dan valt ons het volgende op.

CM.com had slechts haar twee oprichters als aandeelhouders. Een aanbiedingsprospectus was dan ook niet vereist. De business combination werd geëffectueerd door een juridische fusie. Voor de toelating tot de notering van de daardoor geplaatste aandelen was daarmee een exempted document vereist (art. 1 lid 5 sub f Prospectusverordening 2017). Ten tijde van de vorming van de business combination, in februari 2020, was de gedelegeerde verordening van de Commissie om de vereisten daarvoor in te vullen echter nog niet beschikbaar.⁸⁹

⁸⁵ De Prospectusverordening 2017 delegerde de bevoegdheid om nadere regels te stellen met betrekking tot de informatie die minimaal in het hier bedoelde exempted document moet worden opgenomen aan de Commissie (art. 1 lid 7 Prospectusverordening 2017). De concept-verordening van de Commissie (juni 2020) is te benaderen via <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12334-Delegated-act-on-the-minimum-information-of-exemption-documents-describing-a-takeover-a-merger-or-a-division>. Het concept bouwt voort op ESMA, *Final Report – Technical advice on Minimum Information Content for Prospectus Exemption*, 29 maart 2019. De Prospectusverordening 2017 is (volledig) in werking getreden per 21 juli 2019. Voor die tijd, onder het regime van de Prospectusrichtlijn, diende in een soortgelijk geval een *'equivalent document'* te worden opgesteld. De inhoudelijke vereisten aan een dergelijk gelijkwaardig document waren echter niet geharmoniseerd en verschilden (daarmee) per lidstaat, zie D.J.R. Lemstra, *'Prospectusplicht (i): primaire markt'*, par. 4.3.7 in: B. Bierens e.a., *Handboek Beursgang* (Onderneming en recht, nr. 68), Deventer: Kluwer 2011.

⁸⁶ Euronext Amsterdam, *Euronext Amsterdam Notice – Euronext Amsterdam Reverse Listings Policy*, 4 december 2017.

⁸⁷ Onderdeel 4 van de 'Details' van de policy.

⁸⁸ Anders: Josephus Jitta, die meent dat *'assets'* in het kader van de policy waarschijnlijk moet worden begrepen als *'bedrijfsmiddelen'* en niet als *'activa'*, zie M.W. Josephus Jitta, *'Reverse listings en een aantal in dat verband opkomende vragen'*, *Ondernemingsrecht* 2019/15, p. 99-100.

⁸⁹ Zie voetnoot 85. Het daar genoemde rapport van ESMA hierover was wel beschikbaar.

⁸⁴ Op basis van de beursregels van Euronext moet een uitgevende instelling die nieuwe aandelen uitgeeft binnen 90 dagen een aanvraag doen voor toelating tot de notering van die aandelen, zie *Euronext Rule Book I*, 22 november 2019, Rule 61002/1(ii).

Een bijzonderheid bij deze specifieke business combination was dat CM.com in oktober 2019 zelf een poging tot een beursgang had ondernomen, inclusief publicatie van een door de AFM goedgekeurd IPO-prospectus.⁹⁰ Die beursgang werd kort voor het einde van de aanbiedingsperiode afgeblazen wegens “*unfavorable market conditions*”.⁹¹ Een prospectus blijft geldig voor aanbiedingen of toelatingen tot 12 maanden na goedkeuring, mits aangevuld met een supplement (art. 12 lid 1 Prospectusverordening 2017). Het CM.com-prospectus kon voor deze business combination echter niet ‘direct’ worden gebruikt, omdat het een andere uitgevende instelling betrof.

DSCO kon echter toch handig gebruikmaken van het CM.com IPO-prospectus, door het door verwijzing op te nemen in een persbericht kort voor de voltooiing van de business combination, welk persbericht formeel als exempted document fungeerde.⁹² Naast het CM.com IPO-prospectus werden diverse andere documenten door verwijzing in het persbericht opgenomen, waaronder de jaarrekening 2019 van CM.com en de aandeelhouderscirculaire. Die laatste bevatte ook al elementen die typisch zijn voor een prospectus, zoals een beschrijving van risicofactoren (uitdrukkelijk in aanvulling op de risicofactoren in het CM.com IPO-prospectus),⁹³ en een *working capital statement*.⁹⁴ Deze werkwijze zal, zo vermoeden wij, vooraf zijn afgestemd met de AFM en Euronext.

Nu zal het niet elke SPAC ‘gegeven’ zijn dat een geschikte target voorhanden is die zeer recent een IPO-prospectus heeft gepubliceerd. Meestal zal rondom de business combination dus uitvoeriger *disclosure* nodig zijn dan bij DSCO/CM.com het geval was.

90 IPO-prospectus CM.com B.V., 30 september 2019 (te benaderen via <https://www.cm.com/investor-relations/archive/>).

91 Persbericht CM.com, *CM.com to postpone its IPO*, 11 oktober 2019 (te benaderen via <https://www.cm.com/investor-relations/archive/>).

92 “*Admission of the new shares issued as a result of the business combination will be requested on the basis of section 1(5)(f) of the Prospectus Regulation. This press release, including the documents incorporated by reference herein, is intended as the exempted document as mentioned in that section.*”, persbericht DSCO 18 februari 2020, *Dutch Star Companies ONE: Updates on developments regarding anticipated business combination*, p. 3, te benaderen via <https://www.cm.com/investor-relations/dutch-star-companies-one-archive/>.

93 Shareholders Circular DSCO 2020, p. 8-9.

94 Shareholders Circular DSCO 2020, p. 28. Dit is een verklaring door de uitgevende instelling dat het werkkapitaal naar haar oordeel toereikend is om aan haar huidige behoeften te voldoen of, indien dit niet het geval is, hoe zij in het benodigde extra werkkapitaal denkt te voorzien. Bij prospectussen volgt deze verplichting bijvoorbeeld uit Bijlage 11, Rubriek 3.1 van Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/980 van de Commissie.