

Mr. E.H. Viersen *

Van SPAC naar de-SPAC

In deze bijdrage worden de voornaamste kenmerken van de SPAC (*special purpose acquisition company*) in de vorm van een Nederlandse besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid of naamloze vennootschap behandeld. Voorts wordt nader ingegaan op de juridische aspecten van het vormen van een *business combination* door de SPAC. De *business combination* is de transactie die de SPAC aangaat met een bestaande, niet-beursgenoteerde onderneming. In de praktijk wordt het proces van het vormen van een *business combination* ook wel een *de-SPAC*-transactie genoemd.



1. Inleiding

2021 was het (beurs)jaar van de special purpose acquisition company (SPAC). De SPAC is een vennootschap die door middel van een notering van aandelen en warrants (gecombineerd aangeboden als units) aan een effectenbeurs kapitaal wenst op te halen. Met dat kapitaal dient vervolgens binnen een bepaalde termijn een (substantieel) belang te worden verkregen in een bestaande, niet-beursgenoteerde onderneming, de *target*. Voor een *target* kan het aangaan van een transactie met een SPAC, de *business combination*, een aantrekkelijk alternatief zijn voor een traditionele beursgang. De *target* kan op deze wijze mogelijk een beursnotering bewerkstelligen zonder dat dient te worden voldaan aan de verplichting tot publicatie van een uitgebreid prospectus.¹ Daarnaast is men, anders dan bij een traditionele beursgang, minder afhankelijk van marktomstandigheden die van invloed kunnen zijn op de waardering van de onderneming en de beursgang mogelijk vertragen.²

De *business combination* zal binnen afzienbare tijd, doorgaans 18 of 24 maanden vanaf *settlement*³, dienen te worden gefinaliseerd. Indien de SPAC er niet in slaagt binnen de in het prospectus genoemde termijn een busi-

ness combination te finaliseren, zal de SPAC worden ontbonden. Gezien het grote aantal SPACs dat in 2021 naar de (Amsterdamse) beurs is gebracht⁴, zullen veel SPACs in 2022 of 2023 een *business combination* moeten zien te finaliseren om ontbinding te voorkomen. Het proces van het vormen van een *business combination* wordt in de praktijk ook wel een *de-SPAC*-transactie genoemd.

In deze bijdrage zal nader worden ingegaan op de juridische aspecten van de *business combination*.⁵ In paragraaf 2 zullen enkele kenmerken van de SPAC⁶ worden behandeld, waarbij ook aandacht wordt besteed aan bepaalde trends en verschuivingen in *best practice*.⁷ Vervolgens komt in paragraaf 3 het proces van de *business combination* aan de orde.

2. Enkele kenmerken van de Nederlandse SPAC

2.1. Rechtsvorm

Hoewel voor de meer traditionele beursgang de naamloze vennootschap (N.V.) nog altijd als de koninklijke standaard wordt gezien, is een meerderheid van de Nederlandse SPACs gedurende 2021 aan Euronext Amsterdam genoteerd in de vorm van een besloten vennootschap met

* Mr. E.H. Viersen is kandidaat-notaris bij Loyens & Loeff N.V. in Amsterdam.

1. Of de *target* in het kader van de beursnotering een goedgekeurd prospectus dient te publiceren, zal afhankelijk zijn van de wijze waarop de *business combination* wordt gestructureerd.
2. De waardering van de *target* is bij een *de-SPAC*-transactie het resultaat van onderhandelingen. De waardering bij een traditionele beursgang wordt mede bepaald aan de hand van de beurswaarde van vergelijkbare ondernemingen en de inschrijvingen van investeerders.
3. Het moment waarop de units worden geplaatst en betaald.
4. Zestien SPACs met beursnotering aan Euronext Amsterdam.
5. Tijdens de voorbereiding van deze bijdrage werden twee artikelen gepubliceerd waarin de *de-SPAC* ook nader wordt beschreven, zie S.B. Buijn, 'OntSPACing', *Ondernemingsrecht* 2022/34 en C.R. Nagtegaal & W.R. Dam, 'De-SPAC transacties', *TOP* 2022, afl. 2 (hierna: Nagtegaal & Dam 2022).
6. Deze bijdrage beperkt zich tot de SPAC opgericht als Nederlandse naamloze vennootschap of besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid. Het merendeel van deze kenmerken is ook van toepassing op niet-Nederlandse SPACs.
7. Hiertoe zijn de prospectussen van de volgende SPACs vergeleken: prospectus Dutch Star Companies One B.V. (DSCO) d.d. 9 februari 2018 (hierna: Prospectus DSCO), prospectus Dutch Star Companies Two B.V. (DSCT) d.d. 16 november 2020 (hierna: Prospectus DSCT), prospectus European FinTech IPO Company 1 B.V. (EFIC) d.d. 22 maart 2021 (hierna: Prospectus EFIC), prospectus Pegasus Acquisition Company Europe B.V. (Pegasus) d.d. 29 april 2021 (hierna: Prospectus Pegasus), prospectus Climate Transition Capital Acquisition I B.V. (CTCA) d.d. 23 juni 2021 (hierna: Prospectus CTCA), prospectus Energy Transition Partners B.V. (ETP) d.d. 15 juli 2021 (hierna: Prospectus ETP), prospectus VAM Investments SPAC B.V. (VAM) d.d. 14 juli 2021 (hierna: Prospectus VAM), prospectus SPEAR Investments I B.V. (SPEAR) d.d. 9 november 2021 (hierna: Prospectus SPEAR), prospectus European Healthcare Acquisition & Growth Company B.V. (EHAGC) d.d. 16 november 2021 (hierna: Prospectus EHAGC), prospectus Pegasus Entrepreneurial Acquisition Company Europe B.V. (Pegasus II) d.d. 10 december 2021 (hierna: Prospectus Pegasus II).

beperkte aansprakelijkheid (B.V.).⁸ Sinds met de invoering van de Wet Flex-BV⁹ in 2012 de verplichting tot het beperken van de overdracht van aandelen in het kapitaal van de B.V. is komen te vervallen, is het mogelijk om aandelen in het kapitaal van een B.V. te noteren. De wettelijke bepalingen die van toepassing zijn op de beurs-B.V. bieden ten opzichte van de bepalingen die van toepassing zijn op de beurs-N.V. meer flexibiliteit waar het gaat om o.a. inkoop van aandelen¹⁰, delegatie aan het bestuur van de vennootschap van de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen en uitsluiting of beperking van voorkeursrechten¹¹ en de mogelijkheid om in de statuten van de vennootschap op te nemen dat de vergadering van houders van een bepaalde klasse aandelen bevoegd is een of meer bestuurders te benoemen.¹²

Naast de zojuist genoemde flexibiliteit waar het inkoop van aandelen en de emissiebevoegdheid betreft zijn nog enkele wettelijke bepalingen die betrekking hebben op de bescherming van aandeelhouders en certificaathouders niet van overeenkomstige toepassing verklaard op de beurs-B.V. Men kan hierbij denken aan de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod indien een overwegende zeggenschap in de vennootschap wordt verkregen¹³, regels inzake het melden van een substantiële deelneming¹⁴, het recht van certificaathouders om het stemrecht verbonden aan de onderliggende aandelen uit te oefenen¹⁵ en de vereiste goedkeuring van de algemene vergadering voor besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming.¹⁶ Eumedion heeft zich kritisch uitgelaten over de beurs-B.V.'s en geeft aan dat er geen verschil zou moeten zijn tussen de mate

van bescherming genoten door aandeelhouders en certificaathouders wanneer het een beursgenoteerde vennootschap in de vorm van een B.V. betreft en wanneer het een N.V. betreft.¹⁷

Dat de wetgever wel degelijk oog heeft gehad voor de beurs-B.V. blijkt uit artikel 2:187 Burgerlijk Wetboek, op grond waarvan een aantal wettelijke bepalingen uit het Burgerlijk Wetboek, die betrekking hebben op beursgenoteerde N.V.'s, van overeenkomstige toepassing is verklaard op de B.V. indien aandelen of certificaten van aandelen in het kapitaal van de vennootschap zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Verder zijn de transparantievereisten uit hoofdstuk 5.1a van de Wet op het financieel toezicht van toepassing op de beurs-B.V. De wetgever heeft het kennelijk (vooralsnog) niet nodig geacht verder te voorzien in de bescherming van aandeelhouders en certificaathouders van beurs-B.V.'s. Overigens is de Nederlandse Corporate Governance Code van toepassing op alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem. Hierbij is dus geen onderscheid tussen B.V.'s en N.V.'s gemaakt.

2.2. Sponsors

Het initiatief om een SPAC op te richten en naar de beurs te brengen wordt genomen door de sponsors. De sponsors genieten doorgaans een goede reputatie en hebben voldoende kennis van en een uitgebreid netwerk binnen de sector waarin de SPAC op zoek zal gaan naar een target. Dit is ook nodig om het vertrouwen van de investeerders te kunnen winnen.

8. Register goedgekeurde prospectussen: afm.nl/nlnl/professionals/registers/meldingenregisters/goedgekeurde-prospectussen.

9. Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht.

10. Vergelijk art. 2:98 BW en 2:207 BW. In art. 2:98 lid 2 BW is de mogelijkheid tot inkoop van aandelen in een beurs-N.V. beperkt door te stellen dat het nominale bedrag van de aandelen in haar kapitaal die de vennootschap verkrijgt, houdt of in pand houdt of die worden gehouden door een dochtermaatschappij niet meer bedraagt dan de helft van het geplaatste kapitaal. In art. 2:98 lid 4 BW is voor een inkoop van aandelen door een N.V. vereist dat het bestuur hiertoe is gemachtigd door de algemene vergadering. Indien het een beurs-N.V. betreft, kan de machtiging voor ten hoogste 18 maanden worden verleend. De zojuist genoemde beperkingen van de mogelijkheid tot inkoop en de verplichting tot machtiging van het bestuur gelden niet voor de B.V.

11. Vergelijk art. 2:96 BW en 2:206 BW voor de emissiebevoegdheid en art. 2:96a BW en 2:206a BW voor de bevoegdheid tot beperking of uitsluiting van voorkeursrechten. Een ander orgaan dan de algemene vergadering van de N.V. kan slechts bij besluit van de algemene vergadering en voor ten hoogste vijf jaar worden aangewezen als zijnde bevoegd om te besluiten tot uitgifte van aandelen en het beperken of uitsluiten van voorkeursrechten. Voor de B.V. biedt de wet de mogelijkheid om in de statuten dan wel bij besluit van de algemene vergadering zonder beperking waar het de duur waarvoor de machtiging wordt verleend betreft de emissiebevoegdheid en bevoegdheid tot het beperken of uitsluiten van voorkeursrechten bij het bestuur neer te leggen.

12. Vergelijk art. 2:132 lid 1 BW en 2:242 lid 1 BW. Zo was in de statuten van EFIC opgenomen dat een deel van het bestuur werd benoemd door de vergadering van houders van 'special aandelen' (art. 15.2 van de statuten, van kracht bij statutenwijziging d.d. 30 maart 2021).

13. Hoewel de basis voor deze regeling ligt in de overnamerichtlijn (Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, hierna: Overnamerichtlijn), waarvan het toepassingsbereik niet is beperkt tot bepaalde rechtsvormen. Zie art. 1 lid 1 Overnamerichtlijn. In de literatuur wordt daarom wel bepleit dat deze regeling ook op de beurs-B.V. van toepassing is. Zie: M.T.A. Lumeij-Dorenbos, 'De Beurs-BV: kans of utopie', *FR* 2012, afl. 11, p. 413-424 (hierna: Lumeij-Dorenbos 2012). Zie voorts: A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'De eerste beurs-BV', *Ondernemingsrecht* 2016/111 (hierna: Bootsma, Hijink & In 't Veld 2016).

14. Hfdst. 5.3 Wet op het financieel toezicht. De basis voor deze regeling ligt in de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, hierna: Transparantierichtlijn). Zie art. 1 lid 1 Transparantierichtlijn. Ook voor deze vereisten wordt bepleit dat deze van toepassing zouden moeten zijn op de beurs-B.V., nu het toepassingsbereik van de richtlijn niet is beperkt tot een bepaalde rechtsvorm. Zie: Lumeij-Dorenbos 2012 en Bootsma, Hijink & In 't Veld 2016.

15. Art. 2:118a BW.

16. Art. 2:107a BW. In de statuten zoals deze luiden t.t.v. IPO van DSCO, DSCT, Pegasus, VAM, EHAGC en Pegasus II is het vereiste van goedkeuring van de algemene vergadering voor een bestuursbesluit omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming opgenomen en wordt art. 2:107a BW derhalve analoog toegepast.

17. Eumedion Position Statement, *Bescherming van aandeelhouders van beurs-BV's*, 2 december 2021.

De sponsors investeren risicokapitaal om de kosten van de bij de beursgang betrokken bankiers, advocaten en accountants alsmede operationele kosten te dekken. In ruil voor het inleggen van risicokapitaal verwerven de sponsors een minderheidsbelang in de SPAC, doorgaans zo'n 20 tot 30% van het geplaatste kapitaal na notering. Dit wordt ook wel aangeduid met de term *sponsor promote*.

Aan de sponsors worden aandelen en warrants uitgegeven respectievelijk toegekend in het kapitaal van de SPAC. Het door de sponsors ingelegde risicokapitaal wordt gevormd door de prijs die voor de warrants wordt betaald. De aandelen en warrants welke worden genomen door de sponsors (doorgaans aangeduid als *foundershares* en *founder warrants*) zullen over het algemeen van een andere klasse zijn dan die welke aan de investeerders worden aangeboden.¹⁸ De aandelen gehouden door de sponsors worden na het finaliseren van een business combination, al dan niet automatisch, omgezet in de klasse aandelen gehouden door de investeerders (de *public shares*). Een verschil tussen de founder shares en de public shares welke (in eerste instantie vaak als onderdeel van een unit) worden aangeboden aan investeerders is onder meer gelegen in een achtergestelde positie van de founder shares bij ontbinding van de SPAC. Daarnaast geven de founder shares geen recht om van de vennootschap te verlangen deze aandelen terug te kopen in het kader van een business combination of ontbinding (het *redemption right*, zie par. 3.3). De founder shares en founder warrants worden niet toegelaten tot de handel op de desbetreffende beurs.

In een tussen de vennootschap en sponsors gesloten overeenkomst kunnen nadere afspraken worden neergelegd inzake onder andere (i) de overdraagbaarheid van de founder shares en founder warrants, waaronder lock-upbepalingen, (ii) het uitbrengen van stemmen door de sponsors in een algemene vergadering inzake een voorgestelde business combination of ontbinding en (iii) bepaalde rechten welke de sponsors genieten zoals het aanwijzen of voordragen van een of meer bestuursleden.

Indien de SPAC er niet in slaagt binnen de gestelde deadline een business combination te finaliseren, zijn de sponsors hun financiële inleg en geïnvesteerde tijd kwijt. Indien echter een geslaagde business combination wordt gefinaliseerd, kunnen de sponsors een aanzienlijk rendement tegemoetzien. Na het finaliseren van een business combination worden de founder shares omgezet in public shares en kunnen de founder warrants gedurende bepaal-

de tijd, vaak vijf jaar, worden uitgeoefend ter verkrijging van public shares. De winst van de sponsors bestaat uit het verschil tussen de koers van de public shares en hetgeen zij voor de founder shares en founder warrants hebben betaald, inclusief de exercise price van de founder warrants.

De founder shares worden ofwel in één keer omgezet in public shares, dan wel in tranches waarbij het aantal om te zetten aandelen afhankelijk is van de koers van de public shares na de business combination. Deze gefaseerde omzetting zorgt voor een extra incentive voor de sponsors om een geschikte target te vinden.¹⁹ We zien dit bij enkele SPACs die in de tweede helft van 2021 naar de beurs zijn gegaan.²⁰

2.3. Units

De SPAC haalt kapitaal op door aanbidding van units tegen een vaste prijs.²¹ Anders dan bij een traditionele beursgang wordt de prijs van de aangeboden unit niet vastgesteld aan de hand van de prijzen waar investeerders op hebben ingeschreven (*book building*).²²

Iedere unit bestaat uit een of meer aandelen en een of meer warrants of een deel van een warrant. Waar men bij Dutch Star Companies One nog redelijk gul was met units bestaande uit twee aandelen en twee warrants (waarvan weliswaar één warrant werd toegekend op de dag waarop een business combination werd gefinaliseerd)²³, bieden de meeste SPACs units aan bestaande uit één aandeel en 1/3 warrant. Voor iedere drie units wordt zo het recht tot het nemen van één aandeel verkregen.²⁴

Met betrekking tot de units en notering hiervan zijn verschillende structuren te ontwaren. Zo is er de unit die als opzichzelfstaand effect wordt genoteerd en na een periode van zo'n 35 dagen, in het kader van stabilisatie, uiteenvalt in de onderliggende aandelen en warrants welke los verhandelbaar zijn.²⁵ Daarnaast worden door enkele SPACs units aangeboden als aandeel met daarbij het recht tot verkrijging van een (deel van een) warrant.²⁶ Na de stabilisatieperiode splitst de warrant zich af van het aandeel en worden de aandelen en warrants los verhandeld. De laatste variant betreft die waarbij de units als zodanig niet worden toegelaten tot de handel maar in plaats daarvan de aandelen en warrants direct afzonderlijk worden verhandeld.²⁷ Bij deze laatste variant is het in de praktijk vrijwel onmogelijk om stabilisatie uit te oefenen.

Iedere hele warrant geeft het recht om tegen betaling van een bepaalde prijs een aandeel te verkrijgen. In het prospectus van de SPAC is opgenomen tijdens welke periode

18. Er kunnen fiscale redenen zijn om aan de sponsors dezelfde klasse aandelen uit te geven, welke onderhevig zijn gemaakt aan bijzondere (contractuele) bepalingen. Hier zal in deze bijdrage niet verder op worden ingegaan.

19. J.W. Hoevers, J.G. Klijnsma & N. Engbers, 'Analysis of the active 2019/2021 IPO season', *Ondernemingsrecht* 2021/96.

20. Deze *staggered promote* wordt toegepast door ETP, VAM, SPEAR, EHAGC en Pegasus II. Zie Prospectus ETP, Prospectus VAM, Prospectus SPEAR, Prospectus EHAGC en Prospectus Pegasus II.

21. Vaak worden de units aangeboden tegen een prijs van € 10,00. Dit hoeft echter niet altijd het geval te zijn, zie bijvoorbeeld DSCO en DSCT.

22. H.M. van Kessel & D.J.R. Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company)', *Ondernemingsrecht* 2020/143 (hierna: Van Kessel & Lemstra 2020).

23. Zie Prospectus DSCO.

24. Zie Prospectus EFIC, Prospectus Pegasus, Prospectus CTC, Prospectus ETP, Prospectus EHAGC en Prospectus Pegasus II. VAM en SPEAR boden units aan bestaande uit één aandeel en 1/2 warrant, zie Prospectus VAM en Prospectus SPEAR.

25. Zie Prospectus DSCO, Prospectus DSCT, Prospectus EFIC, Prospectus Pegasus en Prospectus VAM.

26. Zie Prospectus CTCA en Prospectus Pegasus II.

27. Zie Prospectus ETP, Prospectus SPEAR en Prospectus EHAGC.

na het finaliseren van een business combination de warranthouders dit recht kunnen uitoefenen. Indien de koers van de publieke aandelen een bepaalde waarde bereikt, kan de SPAC besluiten de warrants in te kopen. Ter illustratie, bij SPACs met een prijs per unit van € 10,00 is in het prospectus opgenomen dat bij een koers boven € 18,00 de warrants worden ingekocht tegen € 0,01 per warrant. Indien de koers tussen € 10,00 en € 18,00 ligt worden de warrants ingekocht tegen € 0,10 per warrant. Investeerders wordt gedurende dertig dagen na aankondiging van het voornemen de warrants in te kopen de mogelijkheid gegeven deze uit te oefenen. De SPAC forceert hiermee een uitoefening van de warrants om te voorkomen dat deze op willekeurige momenten kunnen worden uitgeoefend wanneer de koers van de aandelen hoog is.

2.4. Escrow-rekening

Om het risico dat de investeerders lopen te beperken zal (een groot deel van) hetgeen de SPAC aan extern kapitaal ophaalt op een aparte escrow-rekening worden gestort.²⁸ De bescherming van de investeerders is er met name in gelegen dat de SPAC dit kapitaal slechts voor bepaalde doeleinden kan aanwenden. De escrow-rekening biedt geen extra bescherming bij faillissement, aangezien crediteuren zich in dat geval kunnen verhalen op het saldo van deze rekening.²⁹

Het kapitaal op de escrow-rekening kan slechts voor bepaalde doeleinden worden aangewend, zoals verder uiteengezet in de overeenkomst welke wordt gesloten met betrekking tot de escrow-rekening tussen de SPAC en de desbetreffende *escrow agent*. De voornaamste bestemming voor het opgehaalde kapitaal zal zijn (i) het voldoen van kosten die gepaard gaan met het finaliseren van een business combination, (ii) de voor de target te betalen koopprijs bij een overname en (iii) hetgeen aan de aandeelhouders dient te worden betaald die gebruikmaken van hun recht aandelen aan de vennootschap terug te verkopen (zie par. 3.3). Andere situaties waarbij het geld op de escrow-rekening wordt vrijgegeven zijn onder meer:

- a. het niet erin slagen een business combination te vormen voor de desbetreffende business combination deadline, gevolgd door ontbinding van de SPAC; het saldo op de escrow-rekening komt dan (na aftrek van kosten) toe aan de aandeelhouders en zal worden uitgekeerd in het kader van de vereffening; en
- b. het verstrijken van een bepaalde termijn na het aangaan van de escrow-overeenkomst (bij wijze van *longstop date*).

Gelet op de tot voor kort geldende negatieve rentestand en de bedragen welke aan kapitaal door de verscheidene SPACs worden opgehaald, zal over hetgeen op de escrow-rekening is gestort in de regel negatieve rente moeten worden voldaan. Wat de drager van deze kosten betreft, is een verschuiving waar te nemen gedurende 2021. Waar bij een aantal SPACs die tijdens de eerste maanden van 2021 de beurs op gingen de negatieve rente ten laste kwam van de escrow-rekening en daarmee van de investeerders³⁰, worden deze kosten bij latere SPACs ook wel door de sponsors gedragen.³¹ Aanleiding voor deze verschuiving is een veranderd beursklimaat voor SPACs waarbij de investeerders een betere onderhandelingspositie hebben gekregen door het groeiende aantal SPACs in de markt. Daar komt nog bij dat naarmate SPACs werden gelanceerd met voor de investeerders gunstigere voorwaarden, investeerders betrokken bij latere SPACs dit aangrepen om minstens net zo gunstige voorwaarden te krijgen.

3. De-SPAC: de business combination

3.1. De business combination deadline

Het doel van de SPAC is om binnen een bepaalde termijn een target te vinden om hiermee een succesvolle business combination te vormen. In het prospectus van de SPAC zijn enkele criteria en richtlijnen uiteengezet welke in aanmerking worden genomen bij het vinden van een geschikte target, zoals een of meer specifieke sectoren waarbinnen de target opereert.³² Zodra de SPAC een target op het oog heeft, zal hiermee in onderhandeling worden getreden om te komen tot een business combination agreement waarin de voorwaarden voor en het proces van het aangaan van een business combination uiteen zijn gezet. De business combination agreement zal worden aangegaan onder voorbehoud van goedkeuring van de business combination door de algemene vergadering van de SPAC.³³

De business combination dient te zijn gevormd voor de in het prospectus daarvoor gestelde deadline. Doorgaans wordt de deadline gesteld op 18 of 24 maanden na settlement. Bij een aantal SPACs bestaat de mogelijkheid om deze termijn te verlengen met zes maanden, al dan niet in twee termijnen van drie maanden, bij besluit van de algemene vergadering.³⁴ Indien de SPAC er niet in slaagt voor de desbetreffende deadline een business combination te vormen, zal de SPAC worden ontbonden.

28. Bij EFIC, Pegasus, CTCA, ETP, VAM, SPEAR, EHAGC en Pegasus II betrof dit 100% van de IPO-opbrengst, zie Prospectus EFIC, Prospectus Pegasus, Prospectus CTCA, Prospectus ETP, Prospectus VAM, Prospectus SPEAR, Prospectus EHAGC en Prospectus Pegasus II. Waar dat bij DSCO en DSCT 99% was, zie Prospectus DSCO en Prospectus DSCT.

29. Zie ook: Van Kessel & Lemstra 2020.

30. Zie Prospectus EFIC en Prospectus Pegasus.

31. Zie Prospectus CTCA, Prospectus ETP, Prospectus VAM, Prospectus SPEAR, Prospectus EHAGC en Prospectus Pegasus II.

32. In het prospectus zal doorgaans ook zijn opgenomen dat de SPAC mag afwijken van deze criteria. Dit is mede ingegeven door de criteria waaraan voldaan dient te worden om te voorkomen dat de SPAC kan worden gekwalificeerd als alternatieve beleggingsinstelling.

33. 'Illustrative life cycle of the Company' in o.a. Prospectus EFIC.

34. Zie Prospectus Pegasus, Prospectus ETP, Prospectus VAM, Prospectus SPEAR en Prospectus Pegasus II. Bij SPEAR is de deadline gesteld op vijftien maanden met de mogelijkheid eerst met drie maanden en vervolgens nogmaals met drie maanden te verlengen.

3.2. Goedkeuring van de algemene vergadering

Voordat de business combination zal kunnen worden gefinaliseerd, dient goedkeuring te worden verkregen van de algemene vergadering van de SPAC.³⁵ De documentatie die in dit kader aan de aandeelhouders zal worden verstrekt (*shareholders circular*) bevat informatie over onder andere de target, beoogde tijdlijn en wijze waarop de business combination wordt vormgegeven. Een indicatie van de informatie die in de *shareholders circular* wordt opgenomen is te vinden in het prospectus van de SPAC. Het door de algemene vergadering te nemen besluit tot goedkeuring van de business combination vereist doorgaans een gewone meerderheid.³⁶ De sponsors zijn in beginsel niet uitgesloten van het uitbrengen van een stem op de door hen gehouden aandelen. De sponsors kunnen afspraken hebben gemaakt over het onthouden van hun stem waar het betreft de goedkeuring van een business combination of over het geven van een goedkeurende stem ten aanzien van het desbetreffende voorstel. Indien de business combination als juridische fusie wordt gestructureerd, is voor het besluit tot fusie een meerderheid van twee derde nodig indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd.³⁷ Om te voorkomen dat ter vergadering minder dan de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd, is door enkele SPACs³⁸ een winstrechtloos aandeel uitgegeven aan een van de sponsors met een hoge nominale waarde. Hoewel de sponsor zich ertoe heeft verbonden geen stem uit te brengen op het desbetreffende aandeel, heeft diens aanwezigheid of vertegenwoordiging ter vergadering wel tot gevolg dat het benodigde quorum wordt behaald.³⁹

Naast het besluit tot goedkeuring van de business combination kunnen tijdens de desbetreffende vergadering ook andere besluiten worden genomen die vereist zijn om de business combination te finaliseren. Hierbij kan gedacht worden aan een besluit tot uitgifte van aandelen, benoeming van bestuurders, fusie en/of statutenwijziging, al dan niet in combinatie met een omzetting van de SPAC in een N.V. als overblijvende beursgenoteerde vennootschap na het finaliseren van de business combination.

3.3. Redemption right

Aan de investeerders wordt in het kader van de business combination de mogelijkheid geboden de door hen gehouden public shares aan de SPAC terug te verkopen: het *redemption right*.⁴⁰ Dit recht genieten zij doorgaans ongeacht of ze voor of tegen de beoogde business combi-

nation hebben gestemd.⁴¹ De reden voor een SPAC om ook aandeelhouders die niet tegen de business combination hebben gestemd de mogelijkheid te bieden hun aandelen aan de SPAC te verkopen, is om te voorkomen dat aandeelhouders die hun aandelen wensen te verkopen de business combination frustreren door tegen goedkeuring hiervan te stemmen.⁴²

De door de SPAC voor deze aandelen te betalen prijs is een pro-rata-gedeelte van het saldo op de escrow-rekening. Indien de negatieve rente ten laste van de escrow-rekening niet door de sponsors wordt gedragen, zal dit bedrag dan ook vermoedelijk minder zijn dan hetgeen de investeerders initieel voor de aandelen (als onderdeel van units) hebben betaald. Om te voorkomen dat door de inkoop van aandelen het saldo van de escrow-rekening al te zeer wordt verminderd, kunnen SPACs het verkooprecht beperken door te stellen dat een investeerder of meerdere investeerders welke in onderling overleg handelen⁴³ hun verkooprecht kunnen uitoefenen tot ten hoogste een bepaald percentage van het aantal geplaatste public shares (*bulldog provision*).

Aandeelhouders kunnen ook gebruikmaken van het verkooprecht indien de SPAC er niet in slaagt vóór de deadline een business combination te finaliseren en overgaat tot ontbinding en vereffening.

3.4. PIPE

Het door de SPAC opgehaalde kapitaal dient ter financiering van de beoogde business combination. Toch kan het voorkomen dat dit kapitaal onvoldoende toereikend is om de beoogde business combination te finaliseren. Naast de mogelijkheid om vreemd vermogen aan te trekken kan ervoor worden gekozen om als onderdeel van (of voorafgaand aan) de de-SPAC-transactie extra aandelen uit te geven aan investeerders tegen een prijs lager dan de marktwaarde.⁴⁴ Dit wordt ook wel een PIPE (*private investment in public equity*) genoemd. Aan de PIPE-investeerders worden public shares uitgegeven welke dienen te worden toegelaten tot de handel op de desbetreffende beurs. Tenzij het aantal aandelen minder dan 20% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap vertegenwoordigt, zal bij notering aan een gereguleerde markt een verplichting tot het publiceren van een goedgekeurd prospectus (**prospectusverplichting**) gelden op basis van de prospectusverordening.^{45,46} Door een aantal SPACs⁴⁷ is reeds voorzien in toedeling van aandelen aan PIPE-investeerders met omzeiling van een mogelijke prospectusverplichting door een groot aantal public shares uit te

35. Dit volgt uit de statuten van de SPAC.

36. DSCO en DSCT vereisten een 70%-meerderheid.

37. Art. 2:330 lid 1 BW.

38. Founder aandeel F1, gezien bij ETP en VAM.

39. Zie ook: Nagtegaal & Dam 2022.

40. Het redemption right ziet enkel op de inkoop van aandelen en niet van warrants.

41. Bij DSCO was wel vereist dat de desbetreffende aandeelhouder tegen de beoogde business combination had gestemd.

42. Van Kessel & Lemstra 2020.

43. In de zin van art. 1:1 Wet op het financieel toezicht.

44. Een andere mogelijkheid om extra kapitaal op te halen betreft de *forward purchase agreement*, zie Prospectus Pegasus.

45. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (hierna: Prospectusverordening).

46. Art. 1 lid 5 onder a Prospectusverordening.

47. Zie Prospectus EFIC, Prospectus Pegasus, Prospectus VAM, Prospectus SPEAR, Prospectus EHAGC en Prospectus Pegasus II.

geven aan de sponsors en vervolgens de volgestorte aandelen in te kopen. De aandelen welke de SPAC vervolgens in eigen kapitaal houdt worden aangeduid als *treasury shares*. De SPAC kan deze, reeds tot de handel toegelaten, treasury shares aan de PIPE-investeerdere aanbieden om extra kapitaal op te halen.

De treasury shares kunnen ook worden aangewend om te voldoen aan de leveringsverplichting uit hoofde van het door de sponsors uitoefenen van hun founder warrants. Bij het bepalen van het aantal aandelen dat aan de PIPE-investeerdere kan worden aangeboden dient hiermee rekening te worden gehouden.

3.5. Juridische structurering van de business combination

In het prospectus van de SPAC wordt reeds een aantal manieren uiteengezet waarop de business combination juridisch kan worden gestructureerd.

3.5.1. Koop van aandelen of activa

Een business combination kan worden vormgegeven als koop van de aandelen in het kapitaal van de target of verkoop van activa door de target aan de SPAC. De SPAC zal hiervoor voldoende financiële middelen tot haar beschikking moeten hebben.

Omdat de SPAC bij deze variant geen nieuwe aandelen in haar kapitaal zal uitgeven, bestaat geen prospectusverplichting.

3.5.2. Aandelenruil

Bij een aandelenruil dragen de aandeelhouders van de target hun aandelen over aan de SPAC, in ruil voor aandelen in het kapitaal van de SPAC.

Indien de SPAC voldoende treasury shares in eigen kapitaal houdt om te leveren aan de aandeelhouders van de target, zal er geen prospectusverplichting zijn. Bij een uitgifte van minder dan 20% van het aantal reeds geoteerde aandelen in het geplaatste kapitaal van de SPAC, bestaat een uitzondering op de prospectusverplichting (zie ook par. 3.4).

3.5.3. Fusie

Bij een juridische fusie gaat het vermogen van de verdwijnende vennootschap onder algemene titel over op de verkrijgende vennootschap. Levering van afzonderlijke door de target gehouden assets conform de daarop van toepassing zijnde leveringsvereisten is derhalve niet nodig. De aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap ontvangen per het moment van het effectief worden van de fusie aandelen in het kapitaal van de verkrijgende vennootschap. De SPAC zal, gezien haar beursnotering, vaak als verkrijgende vennootschap optreden en de target als verdwijnende vennootschap. Een target of SPAC met statutaire zetel in Nederland kan slechts juridisch fuseren

met een kapitaalvennootschap naar het recht van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte.⁴⁸ Onderdeel van de fusie betreft het opstellen van een voorstel tot fusie door de besturen van de fuserende vennootschappen. Het voorstel tot fusie bevat informatie over onder andere de ruilverhouding die zal worden toegepast bij het toekennen van aandelen in het kapitaal van de SPAC aan de aandeelhouders van de target.

Mogelijk geldt bij de juridische fusie een uitzondering op de prospectusverplichting indien de SPAC als verkrijgende vennootschap optreedt. Indien van deze uitzondering gebruik kan worden gemaakt, dient de SPAC een informatiedocument beschikbaar te stellen waarin de transactie en het effect daarvan op de SPAC worden beschreven.⁴⁹

3.5.4. Driehoeksfusie van een Amerikaanse of Cayman SPAC

Zoals ik hiervoor heb opgemerkt, is het voor een vennootschap met statutaire zetel in Nederland enkel mogelijk om juridisch te fuseren met een kapitaalvennootschap naar het recht van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte. In de juridische praktijk zien we de laatste tijd regelmatig een de-SPAC-transactie in de vorm van een ‘driehoeksfusie’⁵⁰ van een SPAC naar het recht van Delaware (Verenigde Staten van Amerika) of de Kaaimaneilanden met beursnotering in New York waarbij aandelen in het kapitaal van een Nederlandse vennootschap worden uitgegeven. Gezien de relevantie voor de praktijk is het zinvol deze transactie ook te bespreken.

Bij deze driehoeksfusie is een Nederlandse vennootschap betrokken. De Nederlandse vennootschap kan ofwel de target zijn, of, indien de target niet is onderworpen aan Nederlands recht, een Nederlandse holding welke boven de target is geplaatst.⁵¹

De Nederlandse vennootschap richt een entiteit op naar het recht van Delaware of de Kaaimaneilanden (afhankelijk van het recht waardoor de SPAC wordt beheerd) die met de SPAC zal fuseren. De SPAC treedt hierbij als verdwijnende vennootschap op, waardoor het in de SPAC aanwezige vermogen wordt verkregen door een dochtermaatschappij van de Nederlandse vennootschap. In het kader van de fusie ontvangen de aandeelhouders van de SPAC geen aandelen in het kapitaal van de verkrijgende vennootschap, maar in het kapitaal van de Nederlandse vennootschap.

Om dit te bewerkstelligen worden door de verkrijgende vennootschap aandelen uitgegeven aan een intermediair, de *exchange agent*, die de aandelen namens de aandeelhouders van de SPAC zal houden. De exchange agent brengt deze aandelen als storting in natura in op aandelen in de Nederlandse vennootschap. De aandelen in de Ne-

48. Art. 2:333b BW.

49. Art. 1 lid 4, aanhef en onder g, en art. 1 lid 5, aanhef en onder f, jo. lid 6b Prospectusverordening. De eisen die aan het informatiedocument worden gesteld zijn neergelegd in de Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/528 van de Commissie van 16 december 2020 tot aanvulling van Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de informatie die ten minste moet worden vermeld in het document dat moet worden gepubliceerd voor een prospectusvrijstelling in verband met een overname middels een openbaar aanbod tot ruil, een fusie of een splitsing. Geen gebruik kan worden gemaakt van de uitzondering indien de de-SPAC-transactie kwalificeert als een omgekeerde overname (*reverse acquisition transaction*) in de zin van par. B19 van IFRS3, zie art. 1 lid 6b Prospectusverordening.

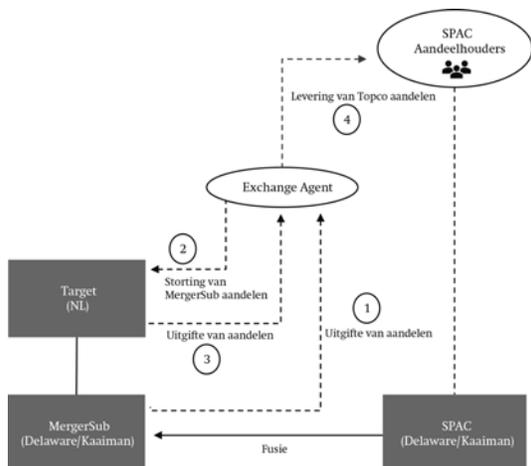
50. Wellicht ten overvloede; dit betreft niet een juridische fusie naar Nederlands recht.

51. Een Nederlandse rechtsvorm wordt als aantrekkelijk gezien waar het betreft een beursnotering in Amerika.

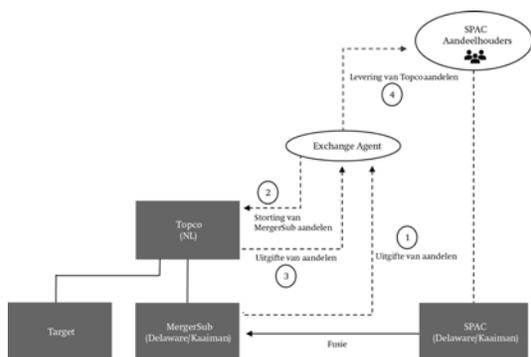
derlandse entiteit worden vervolgens genoteerd en door de exchange agent aan de (voormalige) SPAC-aandeelhouders geleverd.

Deze structuur is hieronder schematisch weergegeven:

Structuur 1: Target is een Nederlandse vennootschap.



Structuur 2: Target is geen Nederlandse vennootschap.



Aangezien het hier gaat om een kapitaalmarkttransactie in Amerika waarbij de betrokken SPAC een Amerikaanse beursnotering heeft, wordt het financieel toezichtrechtelijke kader beheerst door Amerikaans recht en volgt een verplichting tot het opstellen van een prospectus uit de Amerikaanse *Securities Act of 1933*.

4. Afsluiting

In deze bijdrage is naast een overzicht van enkele kenmerken van de (Nederlandse) SPAC nader ingegaan op de business combination. Hoewel de hausse aan SPAC-noteringen zoals we die in 2021 zagen enigszins lijkt te zijn afgezwakt, kan de markt zich vermoedelijk voorbereiden op een groot aantal de-SPAC-transacties in 2022 en 2023, gezien de aflopende business combination deadlines. Met deze bijdrage is beoogd een globaal inzicht te geven in de juridische aspecten van een dergelijke transactie.