

# Redemption rights bij SPACs

Een SPAC is een beursvennootschap zonder feitelijke onderneming. Met het in de IPO van een SPAC opgehaalde kapitaal wordt gepoogd een acquisitie te doen. In het kader van een acquisitie kunnen aandeelhouders hun aandelen weer ‘terug’ verkopen aan de SPAC. Dit recht wordt ook wel het ‘redemption right’ genoemd en kan worden gezien als een ‘niet goed geld terug-garantie’.

Door *Jelmer Kalisvaart*

De ‘special purpose acquisition company’, ofwel SPAC, heeft behalve in de VS de laatste maanden ook in Europa sterk aan populariteit gewonnen. Met name aan Euronext Amsterdam zien we momenteel veel IPO's van SPACs. In dit artikel zal ik allereerst de belangrijkste kenmerken van een SPAC bespreken. Vervolgens ga ik nader in op de mogelijkheid die aan beleggers wordt geboden om de aandelen die ze bij de IPO hebben gekocht, terug te verkopen aan de SPAC, in het kader van de totstandkoming van een acquisitie.

## De SPAC in een nutshell

Bij de IPO van een SPAC steken beleggers hun kapitaal in een beursvennootschap zonder werkelijke ondernemingsactiviteiten. Een dergelijke ‘lege huls’, ook wel een ‘black cheque

company’ genoemd, gaat vervolgens op zoek naar een target-onderneming. Omdat de door de SPAC te verwerven business nog niet bekend is, worden beleggers geacht vertrouwen te hebben in de oprichters van de SPAC.

De oprichters van een SPAC worden aangeduid als ‘sponsors’ of ‘promotors’. De reputatie, ervaring en beoogde acquisitiestrategie van de sponsors zullen beleggers moeten overtuigen hun vermogen aan de SPAC toe te vertrouwen. De sponsors zullen vervolgens de verwachtingen waar moeten maken door een ‘business combination’ (BC) tot stand te brengen. De sponsors hebben hier over het algemeen 24 maanden de tijd voor. Deze periode kan soms worden verlengd met zes maanden. De voorgenomen BC is aan aandeel-

houdersgoedkeuring onderworpen.

In het kader van hun investering in de SPAC ontvangen de beleggers een combinatie van aandelen en warrants (rechten op aandelen), die vaak gebundeld zijn in ‘units’. Deze units zijn in de eerste weken na de beursgang als zodanig verhandelbaar, maar vallen daarna ‘uiteen’ in de aandelen en de warrants waaruit ze zijn opgebouwd en kunnen vervolgens apart van elkaar op de beurs worden verhandeld. Wanneer de koers na de totstandkoming van een BC stijgt, kunnen de warrants worden geconverteerd in aandelen.

De sponsors krijgen over het algemeen geen of slechts een geringe managementvergoeding. Daar staat echter tegenover dat ze met een relatief geringe investering, bestaande uit een



**Mr. Jelmer Kalisvaart**

Advocaat en Shareholder,  
Greenberg Traurig

combinatie van aandelen en warrants, een aanzienlijke deelneming in de SPAC kunnen verwerven wanneer ze een (succesvolle) BC tot stand brengen.

De opbrengst van de IPO wordt op een escrow-rekening gestort. Dit verzekert dat beleggers hun inleg (grotendeels) terugkrijgen wanneer er geen BC wordt gevormd en de SPAC wordt geliquideerd. Indien er wel een BC wordt gerealiseerd, komt het saldo van de escrow-rekening toe aan de SPAC en aan de aandeelhouders die gebruikmaken van hun redemption right.

### Redemption rights

De beleggers wordt in het kader van de BC de mogelijkheid geboden het aan hen toegekende recht van terugverkoop (redemption right) uit te oefenen. Het redemption right komt over het algemeen niet toe aan de oprichters, de sponsors en het management van de SPAC. Het recht ziet op de (gewone) aandelen en over het algemeen niet op de warrants. Indien aandeelhouders van hun redemption right gebruikmaken, zal de SPAC de desbetreffende aandelen moeten terugkopen. Het bedrag dat de SPAC per aandeel betaalt, is gelijk aan de IPO-prijs, minus het pro rata bedrag van eventueel betaalde negatieve rente over het saldo op de escrow-rekening, dan wel verhoogd met het pro-rata bedrag aan ontvangen positieve rente over het genoemde saldo.

In het verleden kwam het redemption right enkel toe aan aandeelhouders die tegen de voorgenomen BC hadden gestemd.<sup>1</sup> Kortom: zag je de BC niet zitten, dan kon je je inleg terugkrijgen. In een aantal recente SPAC IPO's aan Euronext Am-

sterdam wordt echter ook aan aandeelhouders die voor de BC hebben gestemd, of hun stem hebben onthouden, de mogelijkheid geboden hun redemption right uit te oefenen rond het moment van de totstandkoming van de BC.<sup>2</sup> Het redemption right is bij deze SPACs losgekoppeld van de wijze waarop een aandeelhouder stemt over de BC. Deze verruiming van het redemption right lijkt te zijn overgevaaid uit de VS, waar de beursregels de SPAC weliswaar enkel verplichten een redemption right toe te kennen aan aandeelhouders die tegen een BC stemmen, maar waar in de praktijk het redemption right over het algemeen aan alle publieke aandeelhouders wordt verstrekt, ongeacht de wijze waarop er wordt gestemd over de BC.<sup>3</sup> De 'niet goed, geld terug-garantie' is daarmee verruimd tot een 'geld terug-garantie'.

De mogelijke frustratie van een BC door activistische aandeelhouders is een belangrijke reden om het redemption right te verruimen. Zo kan in de vroegere situatie een BC worden gefrustreerd door aandeelhouders die onder de uitgifteprijs waren ingestapt en vervolgens tegen de BC stemden om aansluitend met hun redemption right een 'snelle' winst te realiseren. Dit 'spel' van activisten verkleint de kans op goedkeuring van de BC. Door het redemption right te verruimen, is de stem over de BC niet langer doorslaggevend en wordt het risico op arbitrerende activisten gemitigeerd.<sup>4</sup> De regeling voor uitoefening van het redemption right en de technische afwikkeling worden beschreven in het prospectus dat wordt gepubliceerd in het kader van de IPO van de SPAC.

Terugbetaling aan aandeelhouders die gebruikmaken van hun redemption right komt in mindering op het saldo op de escrow-rekening en daarmee op het bedrag dat beschikbaar is voor de BC. Hier zal rekening mee moeten worden gehouden bij het aangaan van de BC-overeenkomst. Teneinde het risico op onvoldoende cash enigszins te verkleinen, kan de SPAC aanvullende equity aantrekken, meestal door middel van een zogenaamde PIPE (private investment in public equity) of met behulp van debt financiering. Wanneer een dergelijke PIPE reeds bij de IPO wordt gecommiteerd, wordt deze vastgelegd in een zogenaamde 'forward purchase agreement'.<sup>5</sup> En om tot slot in de terminologie te blijven: in combinatie met een vooraf gecommiteerde PIPE zie je geregeld een zogenaamde 'bulldog provision'. Op grond van een dergelijke bepaling mogen beleggers, die alleen of gezamenlijk handelen, het redemption right maar tot een bepaald percentage (bijvoorbeeld 15%) uitoefenen. Dat geeft extra zekerheid dat er voldoende cash zal zijn als de BC wordt aangegaan.

### Conclusie

Het redemption right geeft beleggers in een SPAC de mogelijkheid om in het kader van een BC uit de SPAC te stappen. Dit recht kwam in het verleden enkel toe aan aandeelhouders die tegen de beoogde BC stemden. De laatste tijd zie je een verruiming van dit redemption right. Het komt toe aan alle beleggers, ongeacht de wijze waarop zij stemmen over de BC. SPACs bieden daarmee een beleggingsopportunity met een relatief laag risico. ■

## IN HET KORT

De 'special purpose acquisition company', ofwel SPAC, is recent zeer populair geworden.

Een SPAC beoogt een acquisitie te doen met het bij beursgang opgehaalde kapitaal.

Het redemption right geeft beleggers in een SPAC de mogelijkheid om bij een acquisitie uit de SPAC te stappen.

Het redemption right kan worden gezien als een 'niet goed, geld terug-garantie' dat het risicoprofiel van een SPAC verlaagt.

<sup>1</sup> Zie o.a. Offering Circular van Pan-European Hotel Acquisition Company N.V., d.d. 12 juni 2007 en Offering Circular van German Acquisition Limited d.d. 2 juli 2008, beide met betrekking tot hun IPO aan Euronext Amsterdam.

<sup>2</sup> Zie o.a. Prospectus van European FinTech IPO Company 1 B.V., d.d. 22 maart 2021 en Prospectus van Pegasus Acquisition Company Europe B.V., d.d. 29 april 2021.

<sup>3</sup> Zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/> onder de paragraaf 'Redemption Offer'.

<sup>4</sup> Zie ook Van Kessel & Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company), Ondernemingsrecht 2020/143.

<sup>5</sup> Zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/> onder de paragraaf 'Forward Purchase' en het Prospectus van Pegasus Acquisition Company Europe B.V., d.d. 29 april 2021, p. iii.