

# Een korte geschiedenis van de SPAC en de ontwikkeling van haar karakteristieken

mr. C.F.C. Sutherland en mr. J.S. Kalisvaart<sup>1</sup>

## 1. Introductie

1.1. Nadat er in de Verenigde Staten (VS) al enige tijd sprake was van een ware hoos aan IPO's<sup>2</sup> van 'special purpose acquisition companies', ofwel SPACs, explodeerde afgelopen jaar het aantal beursgangen van SPACs aan Euronext Amsterdam. Ook elders in Europa hebben we een duidelijke toename van SPAC IPO's gezien, maar de Amsterdamse beurs mag zich met recht de SPAC hoofdstad van Europa noemen. SPACs zijn echter niet iets van de jaren '20 van deze eeuw, maar hebben zowel in de VS als hier in Nederland reeds een aardige geschiedenis.

1.2. In dit artikel zullen wij allereerst kort ingaan op de belangrijkste kenmerken van een SPAC, waarvan een aantal in het vervolg van dit artikel nader zullen worden uitgediept. Vervolgens wordt de oorsprong van de SPAC behandeld, haar verdere geschiedenis, alsmede de technische en juridische innovaties die in de loop der tijd zijn geïmplementeerd.

## 2. De kenmerken van een SPAC in een notendop

2.1. Bij de IPO van een SPAC vertrouwen investeerders hun kapitaal toe aan een beursvennootschap zonder werkelijke ondernemingsactiviteiten en historie. Een dergelijke 'lege huls', ook wel 'blank check company' of 'cash shell' genoemd, gaat vervolgens op zoek naar een overnamekandidaat. De met de IPO opgehaalde cash is de facto een 'blanco cheque' waarmee een overname kan worden gefinancierd.

2.2. Nu op het moment van de IPO de door de SPAC te verwerven business nog niet bekend is, vraagt dit om vertrouwen van de investeerders. Dit vertrouwen moet komen van de oprichters van de SPAC, ook wel aangeduid als 'sponsors' of 'promoters'. De reputatie, ervaring en beoogde acquisitiestrategie van de sponsors zal investeerders moeten overtuigen om hun

vermogen in de SPAC te stoppen. De sponsors zullen vervolgens de verwachtingen waar moeten maken door een *business combination* tot stand te brengen, die door middel van een overname, maar vaak ook door een (grensoverschrijdende) fusie, tot stand komt.<sup>3</sup>

2.3. In het kader van hun investering in de SPAC ontvangen de investeerders een combinatie van aandelen en warrants (rechten op aandelen). Deze aandelen en warrants zijn vaak gebundeld in 'units'. De *units* zijn over het algemeen de eerste weken tot even na het einde van de stabilisatie periode<sup>4</sup> als zodanig verhandelbaar, maar zullen daarna 'uiteenvallen' in de aandelen en de warrants waaruit ze zijn opgebouwd, die vervolgens apart van elkaar op de beurs worden verhandeld. Wanneer de koers na de totstandkoming van een *business combination* stijgt, kunnen de warrants worden geconverteerd in aandelen.

2.4. De sponsors krijgen over het algemeen geen of een geringe management vergoeding. Daar staat echter tegenover dat ze met een relatief geringe equity investering, bestaande uit een combinatie van aandelen en warrants, een aanzienlijke deelneming in de SPAC kunnen verwerven wanneer ze een *business combination* tot stand brengen. Over het algemeen houden de sponsors zowel in de VS als in Europa een aandelenbelang van ongeveer 20% in de SPAC, ook wel de 'promote' genoemd.<sup>5</sup>

---

3. Zie voor meer informatie over de acquisitiestructuur van de *business combination* C.R. Nagtegaal, W.J. Dam, 'De SPAC transacties', TOP 2022/118 (hierna: Nagtegaal & Dam).

4. Direct na een beursgang is de aandelenkoers soms grillig. De koers kan scherp dalen door winstnemingen van (korte termijn) beleggers, of flink stijgen doordat de vraag na de IPO onverminderd groot blijft. Teneinde de koers stabiel te houden en zo het vertrouwen in de markt te vergroten, verricht een van de *underwriters*, de stabilisatie agent, over het algemeen stabilisatietransacties. Koersstabilisatie mag slechts plaatsvinden gedurende een periode van maximaal dertig dagen na de beursgang en stabilisatietransacties mogen niet plaatsvinden tegen een hogere koers dan de laatkoers.

5. Dit blijkt uit een analyse van de auteurs van alle prospectussen met betrekking tot de aan Euronext Amsterdam genoteerde SPACs en zie o.a. ook R. Greenspan, 'Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC', 23 april 2021, p. 12.

---

1. Jelmer Kalisvaart & Chazz Sutherland zijn beiden als advocaat werkzaam bij Greenberg Traurig, LLP te Amsterdam.

2. Initial public offering (IPO).

2.5. De opbrengst van de IPO wordt op een aparte rekening, veelal een escrow-rekening, gestort. Dit verzekert dat investeerders hun inleg (grotendeels) terugkrijgen wanneer er geen *business combination* wordt gevormd en de SPAC wordt geliquideerd. Indien er wel een *business combination* wordt gerealiseerd, komt het saldo van de escrow-rekening toe aan de SPAC. Onder voorwaarden kunnen aandeelhouders in het kader van een *business combination* gebruik maken van hun '*redemption right*'; een recht van terugverkoop. Indien de SPAC niet binnen de daarvoor vastgestelde periode een *business combination* tot stand weet te brengen, zal de SPAC worden geliquideerd. De gelden die op de escrow-rekening staan zullen dan pro rata worden verdeeld over de investeerders. De voorgenomen *business combination* behoeft de goedkeuring van de algemene vergadering van de SPAC.<sup>6</sup>

### 3. Een lesje geschiedenis

#### *Bakermat in de Verenigde Staten*

3.1. SPACs vinden hun oorsprong in de VS. Ze komen voort uit de *blank check companies* uit de jaren '80 van de vorige eeuw. Deze beursgenoteerde entiteiten hadden geen duidelijk business plan, anders dan het ophalen van geld om er vervolgens een overname of fusie mee te bewerkstelligen en kenmerkten zich door hun speculatieve karakter. Deze 'lege hulzen' werden door velen als een obscure juridische noviteit gezien, opgezet om argeloze investeerders op te lichten. Ze waren dan ook onderworpen aan additionele regels opgelegd door de U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), de Amerikaanse autoriteit belast met marktregulering en bescherming van investeerders.<sup>7</sup>

3.2. De juridische vorm en kenmerken van de SPAC zoals we die heden ten dage kennen ontwikkelden zich vanaf de jaren '90 van de vorige eeuw, na de inwerkingtreding van de *Penny Stock Reform Act* op federaal niveau, alsmede wetgeving op het niveau van diverse Amerikaanse Staten, waardoor er strikte regels kwamen voor *blank check companies* met als gevolg dat het aantal *blank check* IPO's sterk afnam.<sup>8</sup>

3.3. In 1992 kwam in de VS een groep advocaten en bankiers ('*underwriters*') bijeen met het doel een *blank check company* te ontwikkelen die voldoende bescherming aan investeerders bood om de goedkeuring van de SEC te kunnen wegdragen.<sup>9</sup> Hoewel de

contouren van de SPAC zoals we die nu kennen geschetst waren, verdween de SPAC midden jaren '90 van het toneel. Dit was niet omdat men vanuit beleggersbescherming of anderszins problemen zag in de structuur, maar vanwege de marktcondities in die tijd. In die jaren konden kleine ondernemingen gemakkelijk zelfstandig de weg naar de beurs vinden.<sup>10</sup>

3.4. Vanaf 2003 valt een toename in het aantal SPAC IPO's in de VS te zien. Deze toename valt min of meer samen met de afname van het aantal IPO's in het algemeen in de VS. De oorzaak van de afname van het aantal IPO's kan volgens sommigen worden gezocht in de toegenomen regulering. Amerikaanse effectenwetgeving, zoals The Securities Act of 1933 en The Securities Exchange Act of 1934, werd geïmplementeerd om naïeve investeerders te beschermen. Hervormingen van deze wetgeving, ingevoerd met hetzelfde doel, waren een inspiratie voor de creatie van de SPAC.<sup>11</sup> Het hielp daarnaast dat het vanaf 2008 mogelijk werd SPACs te noteren aan de genommeerde New York Stock Exchange en Nasdaq.<sup>12</sup>

3.5. Toch duurde het tot einde jaren '10 van deze eeuw voordat SPAC IPO's een grote vlucht namen. Sinds het begin van deze eeuw heeft de SEC de regels en procedures voor SPACs aangescherpt en is de belegger wezenlijk beter beschermd, hetgeen er toe heeft geleid dat SPACs algemeen werden geaccepteerd, ook door top-tier underwriters.<sup>13</sup> In de VS is vervolgens een volwassen SPAC markt ontstaan. Ook recentelijk heeft de SEC nieuwe regels afgekondigd voor SPACs. Zo heeft de SEC strengere regels voorgesteld voor financiële prognoses en winststramingen (*forward looking statements*) die in het kader van een voorgenomen *business combination* worden gepubliceerd. De SEC beoogt hiermee de doelvennootschap in het kader van een *business combination* qua *disclosures* in een vergelijkbare positie te brengen als waarin zij zou zitten in een conventionele IPO. In een gewone IPO is het door de stringente regels ongebruikelijk dergelijke prognoses op te nemen.

#### *De Amsterdamse beurs als SPAC hoofdstad van Europa*

3.6. Rond 2007 bereikten SPACs Europa. In dat jaar had Pan-European Hotel Acquisition Company (PEHAC) haar IPO aan Euronext Amsterdam, gevolgd door Liberty International Acquisition Company in

6. Overigens zullen de aandeelhouders van de doelvennootschap ook vaak hun goedkeuring moeten verlenen aan de *business combination*.

7. R. Greenspan, 'Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC', 23 april 2021, p. 2. (<https://ssrn.com/abstract=3832710>) (hierna: Greenspan).

8. D.K. Heyman, 'From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's response to the Regulation', *Entrepreneurial Business Law Journal* (2) 2007, afl. 1, p. 532 (hierna: Heyman).

9. Heyman, p. 532.

10. P.R. La Monica, 'This IPO market is nothing like late 1990s craziness', *CNN Business*, 1 april 2019.

11. Greenspan, p. 4.

12. P. Zijp, J.P. Franx & L.B. Nieuwveld, 'Negotiated transactions, development in the SPAC market: Europe', *Bloomberg European Law Journal* (2) 2008, nr. 11, p. 46.

13. Zie ook J. Woodbridge, 'The evolution of SPACs, Hedgeweek', 8 december 2020 (<https://www.hedgeweek.com/2020/12/08/293262/evolution-spacs>).

februari 2008. Kort daarop volgde in juli 2008 Germany1 Acquisition Limited, eveneens aan de Amsterdamse beurs. Het kapitaal in de eerste twee genoemde SPACs was voornamelijk geplaatst bij Amerikaanse investeerders. De vraag rees dan ook of men in Europa wel interesse had in dit uit de VS overgewaaid fenomeen. Het kapitaal van de derde Amsterdamse SPAC is naar verluidt voor circa 90% geplaatst bij Europese investeerders. Deze SPAC IPO wordt dan ook wel als een belangrijke mijlpaal gezien in de verovering van Europa door de SPAC.<sup>14</sup>

3.7. Toch duurde het nog tien jaar tot de eerstvolgende SPAC naar de Amsterdamse beurs zou gaan, namelijk Dutch Star Companies ONE N.V. (DSC I). De magere IPO jaren als gevolg van de kredietcrisis zullen hier vast een rol in hebben gespeeld. Een ander aspect dat de populariteit van SPACs in Europa niet ten goede kwam, was het feit dat activistische aandeelhouders massaal in PEHAC waren gestapt met het doel haar te liquideren, nadat zij eerst de aandelen tegen een forse discount ten opzichte van de liquidatiewaarde hadden gekocht.<sup>15</sup> Aandeelhouders hielden na liquidatie per aandeel 8,02 euro over; 77 cent meer dan de waarde bij de IPO. Deze waardevermindering is te verklaren door ontvangen positieve rente over het saldo dat op PEHAC's escrowrekening stond. Overigens is het beschreven risico op het aansturen op liquidatie tegenwoordig gemitigeerd door het *redemption right* niet enkel toe te kennen aan aandeelhouders die tegen de voorgenomen *business combination* hebben gestemd, daarover hieronder meer.

3.8. Na haar IPO begin 2018, vond DSC I eind 2019 in CM.com de lang gezochte *business combination* partner. In februari 2020 werd de *business combination* een feit en verkreeg CM.com een beursnotering aan Euronext Amsterdam.

3.9. Eind 2020 lanceerden de initiators van DSC I een tweede SPAC; Dutch Star Companies TWO B.V. (DSC II). Kort daarop volgde een ware hoos aan SPAC IPO's in Europa. Voornamelijk aan Euronext Amsterdam maar ook elders in Europa, zoals aan de Frankfurt Stock Exchange en Euronext Paris. Sinds 2018 zijn er tot op heden negentien SPACs aan de Amsterdamse beurs genoteerd, waarvan vijftien in het topjaar 2021. In datzelfde jaar waren er in Europa in totaal 32 SPAC IPO's.

3.10. Hoewel er eerder dit jaar nog twee SPAC IPO's plaatsvonden aan Euronext Amsterdam, lijkt men toch wel over de piek heen. De oplopende rente en de oorlog in Oekraïne zullen hierin vast een rol spelen. Het gegeven dat veel Amsterdamse SPACs in ieder geval tot aan de *business combination* een geringe liquiditeit kennen, helpt ook niet. Een door ons

geregeld gehoord probleem is dat de aandelen van institutionele investeerders in Europees genoteerde SPACs als gevolg van deze geringe liquiditeit niet als zekerheid worden geaccepteerd voor zogenoemde '*margin accounts*'.<sup>16</sup> Daarnaast maakten afgelopen jaar steeds meer investeerders gebruik van hun *redemption right*, als gevolg waarvan veel cash aan de SPAC werd onttrokken. Dit fenomeen is op zichzelf niet onoverkomelijk. De SPAC heeft als beursgenoteerde entiteit immers een kort lijntje naar de kapitaalmarkt. Wanneer het kapitaal van de SPAC onvoldoende toereikend is om de *business combination* te financieren, wordt vaak kapitaal aangetrokken bij nieuwe investeerders. Dit proces noemt men de PIPE (*private investment in public equity*), waarover later meer. Ook de PIPE markt is echter in de loop van 2021 in het slop geraakt. Kortom, na de SPAC rage van 2020/2021 is de *appetite* voor SPACs duidelijk wat afgenomen. Maar laten we wel wezen, zeker in de VS was de SPAC hype naar ons idee wat aan het doorslaan nu zelfs sporthelden daar hun eigen SPAC kregen.<sup>17</sup>

3.11. Sinds 2018 zijn er tot nu toe vijf in Amsterdam genoteerde SPACs een *business combination* aangegaan. Als eerste ging DSC I begin 2020 een transactie aan met CM.com, die eerder zelfstandig een beursgang had gepoogd. Dit jaar volgden de *business combinations* tussen (i) European FinTech IPO Company 1 B.V. (EFIC 1) en Azerion Holding B.V., resulterend in Azerion Group N.V., (ii) DSC II en Cabka Group GmbH, resulterend in CABKA N.V., (iii) Odyssey Acquisition S.A. en BenevolentAI Limited, resulterend in BenevolentAI en (iv) Pegasus Entrepreneurial Acquisition Company Europe B.V. en FL Topco B.V., resulterend in FL Entertainment N.V.

#### 4. Technische en juridische kenmerken en de innovaties op dit vlak

##### Goedkeuring van de *business combinatie* door de aandeelhouders

4.1. Vanaf 2005 tot 2009 namen de meeste Amerikaanse SPACs bepalingen op in het prospectus die het niet langer mogelijk maakten een *business combination* aan te gaan zonder goedkeuring van de algemene vergadering.<sup>18</sup> De SPACs uit deze generatie vereisten in de regel dat de *business combination* werd goedgekeurd met een versterkte meerderheid

14. P. Zijp & J.P. Franx, Finding a special purpose, *The European Lawyer*, november 2008, p. 33.

15. Zie 'Hedfondsen nekken PEHAC' 17 maart 2009 (<https://www.veb.net/artikel/01584/hedfondsen-nekken-pehac>).

16. Een *margin account* is een effectenrekening waarbij de broker een lening verstrekt aan de investeerder om aandelen of andere financiële producten te kunnen financieren.

17. M. Egan, 'Celebs including A-Rod and Ciara are getting into SPACs. What could go wrong?', *CNN Business*, 23 februari 2021 (<https://edition.cnn.com/2021/02/23/investing/spac-arod-kaepernick-celebrities/index.html>)

18. J. Magnas, 'A New SPAC Structure May Lead to Renewed Interest in SPAC Offerings', *Bloomberg Law Reports – Mergers & Acquisitions* (8) 2011.

van ten minste 80% van het door investeerders gehouden kapitaal. Dit gaf een 20% minderheid uiteraard behoorlijke *leverage*. Lange tijd vogelden hedge funds mogelijkheden uit om zogenoemd *greenmail* tactieken toe te passen tegen sponsors die gretig waren hun 'promote' te realiseren.<sup>19</sup> Greenmail is kort gezegd het uitoefenen van druk op de sponsors met het doel hen ertoe te bewegen de aandelen van de desbetreffende belegger tegen een (forse) premie terug te kopen. Vandaag de dag vereisen Amerikaanse SPACs over het algemeen dat een besluit van de algemene vergadering tot het aangaan van een *business combination* wordt genomen met een gewone meerderheid, al dan niet met een 50% quorum eis.

4.2. Ook in Nederland dient de *business combination* door de algemene vergadering te worden goedgekeurd. Dit vereist doorgaans een gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Bij DSC I en DSC II gold op grond van de statuten als uitzondering een 70% meerderheidsvereiste.

4.3. Overigens is op grond van art. 2:330 BW voor *business combinations* die door middel van een fusie tot stand komen, een besluit van de algemene vergadering genomen met een meerderheid van ten minste twee derden vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd. Om te voorkomen dat de transactiestructuur van de *business combination* van invloed is op de benodigde meerderheid heeft een aantal SPACs een bijzonder aandeel geïntroduceerd, welke wordt gehouden door de sponsor. Dit betreft een aandeel zonder dividendrechten, waar in het kader van de *business combination* niet op wordt gestemd, en heeft een zeer hoge nominale waarde. Met dit aandeel wordt bereikt dat te allen tijde meer dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd en een besluit over de *business combination* ook in het geval van een fusie altijd met een gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen kan worden genomen.<sup>20</sup>

4.4. Zowel in de VS als hier in Nederland kunnen de sponsors op de algemene vergadering meestemmen over de *business combination*. Het verschilt echter per SPAC of de sponsors zich hebben verplicht voor te stemmen, zich hebben gecommitteerd zich van stemming te onthouden of vrij zijn hun stem uit te brengen, waarbij ze als initiators uiteraard vrijwel altijd voor zullen stemmen.

#### **Redemption rights en negative interest coverage**

4.5. Het *redemption right* komt over het algemeen enkel toe aan de nieuwe investeerders en niet aan de sponsors en het management van de SPAC. Het recht ziet op de (gewone) aandelen. Indien aandeelhouders van hun *redemption right* gebruik maken zal

de SPAC de desbetreffende aandelen moeten terugkopen. Het bedrag dat de SPAC per aandeel betaalt, is gelijk aan de IPO prijs. Deze werd in het verleden verhoogd met het pro-rata bedrag aan ontvangen positieve rente over het genoemde saldo en verminderd met (een gedeelte van) de kosten die de SPAC had gemaakt tot aan het moment van de voorgenomen *business combination*. Dit leverde aandeelhouders die gebruik maakten van hun *redemption right* vaak nog een aardig rendement op, zoals hierboven in het kader van de liquidatie van PEHAC beschreven.

4.6. Met de huidige negatieve rente krijgen aandeelhouders met een dergelijke regeling echter minder terug dan dat zij investeren. In het begin accepteerden investeerders nog dat deze negatieve rente voor hun eigen rekening en risico kwam. Nadat bij DSC II, maar ook bij de daarop volgende IPOs van ESG Core Investments B.V. in februari 2021, EFIC 1 in maart 2021 en Pegasus Entrepreneurial Acquisition Company Europe B.V. in april 2021 de negatieve rente nog voor rekening en risico van de investeerders was, kwam daarna een omslag. Onder druk van investeerders in een (over)verhitte SPAC markt, verplichtten sponsors zich de negatieve rente over het saldo op de escrow-rekening voor hun rekening en risico te nemen, zodat aandeelhouders die gebruik zouden maken van hun *redemption right* in principe hun gehele inleg terug zouden krijgen. Als zodanig is de SPAC, in tijden waarin banken een negatieve rente rekenen, een betrekkelijk veilige en financieel gunstige haven voor investeerders om geld te parkeren dat even niets staat te doen, temeer nu IPO investeerders daarnaast nog de warrant hebben.

4.7. In het verleden kwam het *redemption right* slechts toe aan aandeelhouders die tegen de voorgenomen *business combination* hadden gestemd.<sup>21</sup> Kortom, zag je de *business combination* niet zitten, dan kon je je inleg terugkrijgen. Op een enkele uitzondering na bieden de huidige generatie SPACs die aan Euronext Amsterdam zijn genoteerd echter ook aan aandeelhouders die voor de *business combination* hebben gestemd, of hun stem hebben onthouden, de mogelijkheid geboden hun *redemption right* uit te oefenen rond het moment van de totstandkoming van de *business combination*.<sup>22</sup> Kortom, het *redemption right* is bij deze SPACs losgekoppeld van de wijze waarop een aandeelhouder stemt over de *business combination*. Deze verruiming van het *redemption right* is overgewaaid uit de VS<sup>23</sup>, waar de beursregels weliswaar de SPAC enkel verplichten een *redemption right* toe te kennen aan aandeelhouders

19. Greenspan, p. 18.

20. Zie bijvoorbeeld het prospectus van Energy Transition Partners B.V., d.d. 15 juli 2021, p. 111.

21. 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.

22. Zie o.a. het prospectus van European FinTech IPO Company 1 B.V., d.d. 22 maart 2021; en het prospectus van Pegasus Entrepreneurial Acquisition Company Europe B.V., d.d. 10 december 2021.

23. Greenspan, p. 22.

die tegen een *business combination* stemmen, maar waar in praktijk bij de huidige generatie SPACs het *redemption right* aan alle publieke aandeelhouders wordt verstrekt, ongeacht de wijze waarop er wordt gestemd over de *business combination*.<sup>24</sup>

4.8. De mogelijke frustratie van een *business combination* door activistische aandeelhouders is een belangrijke reden om het *redemption right* te verruimen. Zo kon in de vroegere situatie een *business combination* worden gefrustreerd door aandeelhouders die onder de uitgifteprijs waren ingestapt en vervolgens tegen de *business combination* stemden om aansluitend met hun *redemption right* een 'snelle' winst te realiseren. Dit 'spel' van activisten verkleint de kans op goedkeuring van de *business combination*.<sup>25</sup> Door het *redemption right* te verruimen is de stem over de *business combination* niet langer relevant voor de mogelijkheid om van het *redemption right* gebruik te kunnen maken en wordt het risico op arbitrerende activisten gemitigeerd.<sup>26</sup>

### **Bulldog provision**

4.9. Ondanks dat rond het eerste decennium van deze eeuw een groot aantal SPACs in de VS succesvol was, werd de structuur van deze SPACs nog altijd geplaagd door enkele inefficiënties waardoor hedge funds en andere activistische investeerders behoorlijke *leverage* hadden. De hierboven beschreven verlaging van de goedkeuringsdrempel van 80% naar 50% en de verruiming van het *redemption right* waren enkele van de noviteiten om de werking van de SPAC te verbeteren. Een andere snuffe in dit kader was de invoering van de zogenoemde '*bulldog provision*'. Op grond van een dergelijke bepaling mogen investeerders, die alleen of gezamenlijk handelen, het *redemption right* maar tot een bepaald percentage (bijvoorbeeld 15%) uitoefenen. Dit in een poging om *greenmailing*<sup>27</sup> te dwarsbomen. Heden ten dage is de markt substantieel groter en het risico dat een enkele investeerder tot iets dergelijks in staat is geringer. De *bulldog provision* maakte met de IPO van Germany1 Acquisition Limited zijn intrede op de Nederlandse markt en is sindsdien onderdeel van vrijwel iedere SPAC. Er is immers ook niet echt een reden om de bepaling weg te laten.

4.10. Overigens, onder het beperkte *redemption right*, dat enkel kan worden ingeroepen als de belegger

tegen de *business combination* stemt, zoals men dat ruim 10 jaar geleden nog geregeld zag in de VS, was de *bulldog provision* automatisch verbonden aan het stemrecht. Kortom, als je als gevolg van de *bulldog provision* geen gebruik mocht maken van je *redemption right*, mocht je ook niet tegen de *business combination* stemmen. Dit vergrootte uiteraard het belang van de bepaling.

### **Van NV naar BV**

4.11. Met de inwerkingtreding van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht in 2012, was een blokkeringsregeling voor de overdracht van aandelen in de statuten van een B.V. niet langer verplicht. Daarnaast werd het mogelijk de aandelen over te dragen zonder notariële akte. Deze ontwikkelingen zorgden ervoor dat B.V.'s een beursnotering konden verkrijgen en de aandelen giraal verhandelbaar werden. Hoewel bij DSC I nog sprak was van een N.V., werd bij DSC II voor het eerst bij een SPAC voor de B.V. gekozen. Daarna zijn vrijwel alle Nederlandse SPACs in een B.V. structuur gegoten.

4.12. Dit heeft een aantal voordelen ten opzichte van het archetype van de beursvennootschap; de beurs-N.V. Zo is bij de (beurs-)B.V. de regeling van het verplicht bod<sup>28</sup> niet van toepassing, wat als gevolg heeft dat de partij die (alleen of tezamen met anderen) overwegende zeggenschap (dat wil zeggen een 30% belang) in een beurs-B.V. verwerft, niet verplicht is tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle resterende aandelen. Hierdoor kan een investeerder, al dan niet in het kader van de *business combination* of PIPE, een groot belang in een beursgenoteerde vennootschap verkrijgen zonder een verplicht bod uit te hoeven brengen op alle overige aandelen. Het is echter de vraag of de (Europese) wetgever dit zo heeft bedoeld.<sup>29</sup> Daarnaast kent de B.V. ten opzichte van de N.V. flexibeler regels ten aanzien van onder meer de inkoop van eigen aandelen, *financial assistance* en de mogelijkheid tot het creëren van verschillende soorten aandelen. Ook zijn op de (beurs-)B.V. een groot aantal meldingsregels met betrekking tot zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen niet van toepassing.

### **Sponsor promote schedule**

4.13. Op het moment van de SPAC IPO, of enige tijd daarvoor, verwerven de sponsors een substantieel kapitaalbelang in de SPAC van ongeveer 20%, berekend over het totale aandelenkapitaal post-IPO. Dit belang verwerven ze tegen een geringe investering die substantieel lager ligt dan de 10 euro die gewone investeerders voor de units moeten betalen.

24. R. Layne & B. Lenahan, 'Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 juni 2022, onder de paragraaf 'Redemption Offer', (<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>) (hierna: Layne & Lenahan).

25. Zie ook paragraaf 3.7.

26. Zie ook H.M. Van Kessel & D.J.R. Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company)', *Ondernemingsrecht* 2020/143.

27. Zie paragraaf 4.1. voor een uitleg van het begrip 'greenmail'.

28. Art. 5:70 Wft e.v. In de rechtsleer is er discussie over de vraag de regeling van het verplicht bod ook op een beurs-B.V. zou moeten zien. In dit kader wordt hier in het prospectus een risicofactor aan gewijd.

29. Zie ook A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'De eerste beurs-BV', *Ondernemingsrecht* 2016/111.

4.14. De aandelen die de sponsors verwerven zijn geen gewone aandelen, maar zogenoemde '*sponsor shares*' of '*founder shares*'. Op deze aandelen is het eerder besproken *redemption right* niet van toepassing. Daarnaast delen de sponsors pas mee in het liquidatiesaldo als de houders van gewone aandelen hun inleg terug hebben gekregen, verhoogd met het pro-rata bedrag aan ontvangen positieve rente over het saldo op de escrow-rekening of verlaagd met het pro-rata bedrag aan betaalde negatieve rente. Doorgaans geeft iedere *sponsor share* de houder daarvan het recht een stem uit te brengen in de algemene vergadering. Statutair of contractueel wordt van dit beginsel weleens afgeweken, bijvoorbeeld door sponsors het recht te ontnemen om te stemmen over de voorgenomen *business combination*. De *sponsor shares* zijn niet vrij overdraagbaar en worden niet aan de beurs genoteerd. Echter, de *sponsor shares* converteren onder bepaalde in het prospectus beschreven voorwaarden in gewone aandelen.

4.15. Aan het begin van de SPAC-hoos, was het gebruikelijk dat 100% van de *sponsor shares* in het kader van de *business combination* converteerden in gewone aandelen die toegelaten zijn tot de beurshandel.<sup>30</sup> Naarmate 2021 vorderde zagen we dat onder druk van investeerders, de sponsors steeds vaker akkoord gingen met een zogenoemd '*sponsor promote schedule*' waarbij nog maar een beperkt aantal *sponsor shares* (bijvoorbeeld 1/3 of zelfs maar 1/4) in gewone aandelen converteert op het moment van de *business combination* en de overige *sponsor shares* in *tranches* converteren na de *business combination*, op het moment dat de beurskoers bepaalde hordes heeft genomen (bijvoorbeeld indien de beurskoers de 12, 14 en 20 euro heeft bereikt).<sup>31</sup> De gedachte achter dergelijke *sponsor promote schedules* is het creëren van '*alignment of interest*' tussen de investeerders en de sponsors.

4.16. Naast de *sponsor shares* verwerven de sponsors tevens '*sponsor warrants*' of '*founder warrants*'. Deze *sponsor warrants* zijn in beginsel niet overdraagbaar. De voorwaarden van deze warrants zijn over het algemeen identiek aan die van de publieke warrants en geven de houder het recht een gewoon aandeel te verwerven tegen een vooraf bepaalde prijs van over het algemeen 11,50 euro.

4.17. De *sponsor shares* zijn vaak tot één jaar na de *business combination* onderworpen aan een lock-up, waardoor de aandelen niet kunnen worden verkocht of overgedragen. Deze lock-up wordt geregeld verkort indien de beurskoers na de *business combination* een bepaalde horde haalt (bijvoorbeeld indien de beurskoers de 12 euro heeft bereikt).

30. Dit blijkt uit een analyse van de auteurs van alle prospectussen met betrekking tot de aan Euronext Amsterdam genoteerde SPACs.

31. Zie bijvoorbeeld het prospectus van European Healthcare Acquisition & Growth Company B.V., d.d. 16 november 2021.

4.18. Het moge overigens duidelijk zijn dat sponsors een stevig financieel belang hebben bij het slagen van de *business combination*. Daarbij komt dat een '*promote belang*' van 20% als gevolg van uitgeoefende *redemption rights* in relatieve zin snel kan groeien. Om een voorbeeld te geven; indien 50% van alle gewone aandelen worden ingekocht op basis van het *redemption right*, zal een *promote belang* van 20% uitgroeien tot een 30% belang op het moment van de *business combination*.<sup>32</sup> In de huidige markt zien we dat dit voor sponsors geregeld een reden kan zijn om in het kader van de onderhandelingen over de *business combination* en de eventuele PIPE genoeg te nemen met een versobering van hun rechten.<sup>33</sup> Zo kunnen de sponsors een deel van hun aandelen of warrants opgeven of overdragen aan een van de andere bij de *business combination* of PIPE betrokken partijen.

#### **De business combination deadline**

4.19. De sponsors hebben niet tot in lengte van dagen de tijd om een *business combination* tot stand te brengen. De deadline voor het aangaan van een *business combination* is, een uitzondering daargelaten, verkort van standaard 24 maanden, met een eventuele verlenging van zes maanden met goedkeuring van de algemene vergadering, naar een periode van 18 maanden of zelfs korter<sup>34</sup>, met een eventuele verlenging van zes maanden of twee maal drie maanden.

#### **PIPE investment**

4.20. Het is gebruikelijk dat een *business combination*, ook wel de-SPAC transactie genoemd, wordt vergezeld door een PIPE transactie waarbij institutionele investeerders zich gelijktijdig met de ondertekening van de de-SPAC documentatie verplichten additioneel kapitaal te verschaffen. Wanneer een dergelijke PIPE reeds bij de IPO wordt gecommitteerd, wordt deze vastgelegd in een zogenoemde '*forward purchase agreement*'.<sup>35</sup> Het 'PIPE proces' wordt gestart nadat een potentiële overnamekandidaat is geïdentificeerd, maar nog voordat de de-SPAC transactie is aangekondigd, en de PIPE is al dan niet tezamen met een minimum *cash condition*<sup>36</sup> over het algemeen een voorwaarde voor het uitvoeren van de

32. M.D. Klausner, M. Ohlrogge & E. Ruan, 'A Sober Look at SPACs', 20 december 2021, *Yale Journal on Regulation* (39) 2022, afl. 1, (<https://ssrn.com/abstract=3720919>) (hierna: Klausner, Ohlrogge & Ruan).

33. Zie ook Nagtegaal & Dam.

34. Zie het prospectus van EPIC Acquisition Corp, d.d. 3 december 2021 waarin een '*business combination deadline*' van 16,5 maanden met twee maal een eventuele verlenging van drie maanden is opgenomen.

35. Zie Leyne & Lenahan, onder de paragraaf '*Forward Purchase*'; en het prospectus van Pegasus Acquisition Company Europe B.V., d.d. 29 april 2021, p. iii.

36. Een vereiste dat de SPAC bij het aangaan van de *business combination* over een tussen partijen overeengekomen minimumbedrag aan cash beschikt. Deze kan afkomstig zijn uit de escrow-rekening van de SPAC, opbrengsten van een PIPE-transactie, opbrengsten uit de *forward purchase agreement* of een combinatie hiervan.

*business combination*. Met een PIPE kan een acquisitie worden gefinancierd waarvoor meer moet worden betaald dan de SPAC aan financiële middelen beschikbaar heeft. Zoals eerder beschreven, is de kans daarnaast groot dat vele aandeelhouders in het kader van de *business combination* gebruik zullen maken van hun *redemption right*. De PIPE geeft extra zekerheid en vertrouwen aan investeerders dat er voldoende cash zal zijn als de *business combination* wordt aangegaan.

4.21. Daar waar de initiële investeerders zijn ingestapt op basis van de SPAC voorwaarden en de reputatie, ervaring en acquisitiestrategie van de sponsors, zal de PIPE investeerder zich vooral laten leiden door de business en het potentieel van de beoogde overnamekandidaat alsmede de voorwaarden van de *business combination* zelf. Een PIPE investering geeft, indien deze wordt gedaan tegen een prijs per aandeel die min of meer gelijk is aan het bedrag dat de SPAC zou betalen aan aandeelhouders die gebruik maken van hun *redemption right* (veelal liggend rond de 10 euro), zo een '*third-party validation*' van de *business combination*.

4.22. Inmiddels heeft zowel de Amerikaans als Europese PIPE markt voor SPACs het al een tijd lang lastig, deels doordat een substantieel bedrag aan kapitaal reeds is gecommitteerd aan recent aangekondigde of aangegane *business combinations*. Daarbij kijken de institutionele PIPE investeerders, bestaande uit voornamelijk pensioenfondsen, hedge funds, beleggingsfondsen en asset managers, secuurder naar de fundamentele aspecten van de onderneming van de beoogde overnamekandidaat en benodigde financiële middelen voor de *business combination*.<sup>37</sup>

### **Treasury shares**

4.23. Het ligt voor de hand dat er een prospectus moet worden gepubliceerd op het moment van uitgifte van de aan de PIPE gerelateerde aandelen en het aangaan van de *business combination* indien in dit kader eveneens aandelen worden uitgegeven. Ten eerste is dit noodzakelijk wanneer de aandelen die in het kader van de PIPE worden uitgegeven of als vergoeding in het kader van de *business combination* worden uitgegeven aan de eigenaren van de doelvennootschap, meer dan 20% van het aandelen kapitaal van de SPAC vertegenwoordigen.<sup>38</sup> Daarnaast kan dit nodig zijn als er in het kader van de *business combination* een nieuwe holding in de structuur wordt geschoven, waarin de aandeelhouders van de SPAC tezamen met de aandeelhouders van de doelvennootschap zullen participeren (waarvoor

geen prospectusvrijstelling beschikbaar is). Een dergelijk prospectus is technisch gezien een *listing prospectus*, noodzakelijk om de aandelen tot de handel aan Euronext Amsterdam toe te laten.

4.24. Het is echter mogelijk de noodzaak voor een dergelijk prospectus in het kader van de PIPE en de *business combination* te vermijden, door op het moment van de SPAC IPO voldoende aandelen door de SPAC uit te laten geven om deze vervolgens door de SPAC zelf te laten houden. Dit worden ook wel '*treasury shares*' genoemd. Deze *treasury shares* worden opgenomen in het IPO prospectus en zijn voldoende reeds toegelaten tot de notering aan Euronext Amsterdam. De *treasury shares* kunnen door de SPAC worden geleverd aan de PIPE investeerder of aandeelhouders van de doelvennootschap.

## **5. Tot slot**

5.1. Ondanks dat de SPAC hype, zoals we die vorig jaar hebben gezien, over zijn hoogtepunt heen is, lijken SPACs toch een blijvertje. Het is een fraaie en relatief snelle manier voor ondernemingen, die door hun geringe omvang of om andere redenen niet of lastig rechtstreeks een IPO hadden kunnen verwezenlijken, om een beursnotering te verkrijgen terwijl de bestaande aandeelhouders met een beetje geluk ook nog een deel van hun kapitaal in de doelvennootschap te gelde kunnen maken. Wel zullen SPACs op juridisch en technisch vlak moeten innoveren, om zo weer de harten van investeerders te veroveren. Op het vlak van de financiële prikkels die de sponsors krijgen is al een ontwikkeling te zien. De hierboven behandelde financieringsproblemen tegenaan lopen, zouden, met een (innovatief) financieel product, ook oplosbaar moeten zijn. Dit zou wellicht ook helpen bij 'het vullen van' de PIPE. Meer zekerheid omtrent (het slagen van) de PIPE mitigeert vervolgens het *redemption* risico. Het is uitkijken naar de volgende generatie SPACs die enkele problemen waar we momenteel tegenaan lopen heeft opgelost. Wat dat betreft heeft de SPAC aangetoond over voldoende aanpassingsvermogen te beschikken.

37. Houlihan Lokey, 2020/2021 SPAC PIPE Study, april 2022 (<http://cdn.hl.com/pdf/2022/2020-2021-spac-pipe-study-.pdf>).

38. Art. 1 lid 5 (a) van Verordening (EU) 2017/1129 (de *Prospectusverordening*).