

# De informatieverplichting van de Special Purpose Acquisition Company in Nederland: afdoende of voor SPAC en bonen?

*Mr. J. Diepeveen\**

## 1 Inleiding

De *Special Purpose Acquisition Company*, kortweg SPAC, gooide in 2021 hoge ogen op de Amsterdamse beurs. Dat jaar was er sprake van een heuse SPAC-bloei, met maar liefst zestien noteringen op de teller.<sup>1</sup> Kort gezegd is de uit de Verenigde Staten over komen waaien SPAC een lege vennootschap die met een beursgang kapitaal verwerft. Met dit kapitaal wordt een zoektocht gestart naar een niet-beursgenoteerd bedrijf om mee te fuseren of over te nemen. In de praktijk wordt deze acquisitie of fusie aangeduid als business combination. Het bedrijf waarmee de business combination wordt aangegaan, loopt op deze manier relatief gemakkelijk weg met een beursnotering.

Omdat het ten tijde van de beursgang van de SPAC een vennootschap zonder onderneming betreft, is het prospectus (relatief) beperkt in omvang.<sup>2</sup> Dat SPAC's vervolgens kunnen worden gebruikt om een beursnotering te verkrijgen zonder het standaardproces van de beursgang te doorlopen, maakt dat de mate van informatievoorziening een punt van kritiek is geworden, zeker nu de SPAC in het begin van de jaren twintig van de 21ste eeuw een populariteitspiek heeft doorgemaakt. Steeds meer wordt de vraag gesteld of de regels hieromtrent wel afdoende zijn en beleggersbescherming voldoende is gewaarborgd. SPAC's zouden buitengewoon ingewikkelde constructies zijn die met weinig regulering de beurs op gaan.<sup>3</sup> Deze stemmen worden steeds luider, nu een toenemend aantal SPAC's niet meer aan de lopende verplichtingen kan voldoen.<sup>4</sup>

In de Verenigde Staten is deze discussie al zo ver gevorderd dat onlangs de nationale toezichthouder, de Securities and Exchange Committee (hierna: SEC), een voorstel heeft gedaan voor regels ter verbetering van de informatieverstrekking aan en de bescherming van beleggers met betrekking tot SPAC's.<sup>5</sup>

In deze bijdrage staat de vraag centraal of de regelgeving omtrent de informatievoorziening van SPAC's in Nederland toereikend is met het oog op beleggersbescherming. Om deze vraag te beantwoorden worden in paragraaf 2 allereerst de kenmerken van de SPAC in vogelvlucht uiteengezet, gevolgd door een korte historie. Daaropvolgend komen in paragraaf 3 de verschillende verschijningsvormen van een beursgang die bij een SPAC te pas komen voorbij. In paragraaf 4 worden de geldende regels van de Europese en Nederlandse wetgeving en de Amsterdamse beurs in het kader van informatievoorziening aan beleggers belicht en wordt uitgewerkt hoe de SPAC in dit geheel past. Daarbij wordt ook kort ingegaan op de wijze waarop beleggers zich kunnen verhalen op de SPAC en/of de begeleidende bank als de verstrekte informatie misleidend is. Tot slot rond ik in paragraaf 5 af met een conclusie.

## 2 De SPAC in een notendop

### 2.1 Kenmerken van de SPAC

In de verslaggeving rondom de SPAC wordt het beursvehikel vaak aangeduid als lege beurshuls, zak geld of blanco-chequefonds. Hoewel deze betitelingen ietwat kort door de bocht zijn, bevatten ze wel een kern van waarheid over het karakter van de SPAC. De SPAC gaat immers als vennootschap zonder daadwerkelijke ondernemingsactiviteiten, als lege huls, naar de beurs. Het doel van de sponsors van de SPAC is het verwerven van kapitaal middels uitgifte van aandelen en rechten op het verkrijgen van aandelen (*warrants*) in deze lege vennootschap.

\* Mr. J. Diepeveen is advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

1 Zie [live.euronext.com/en/ipo-showcase#](https://live.euronext.com/en/ipo-showcase#); Bartjens, een spacodius van €3 mrd, Het Financieele Dagblad 15 juli 2022, fd.nl.

2 Ph.H.F. König, 'Koopt Nederlandsche waar', over loyale aandeelhouders, meervoudig stemrecht en de SPAC. Drie actuele thema's en de aantrekkingskracht van Nederland, in: H. Koster, W.J.M. van Veen & F.J. Vonck, Grensoverschrijdend herstructureren (Ars Notariatus nr. 176), Deventer: Wolters Kluwer 2022, p. 37.

3 C. Koenis, De spac-hype is een stille dood gestorven, NRC Handelsblad 1 augustus 2022, nrc.nl.

4 B. Lipschulz & J. Hill, Rage van de spacs eindigt in faillissementen en uitverkoop, Het Financieele Dagblad 13 maart 2023, fd.nl.

5 SEC, SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, 30 maart 2022, te raadplegen via [www.sec.gov/news/press-release/2022-56](https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56).

Deze aandelen en warrants worden bij de uitgifte aangeboden als *unit*, doorgaans bestaande uit één aandeel en één warrant.<sup>6</sup> Dit gebeurt meestal tegen een uitgifteprijs van € 10.<sup>7</sup>

Het opgehaalde kapitaal wordt vervolgens op een *escrow-rekening* geplaatst en hiermee wordt door de sponsors gepoogd een business combination te vormen met een op het moment van de beursgang nog onbekende *target*. Hiervoor krijgen de sponsors een bepaalde termijn, een *deadline*, die doorgaans tussen de 15 en 24 maanden bedraagt.<sup>8</sup> Indien de sponsors er voor het verstrijken van de deadline niet in slagen een target te vinden, wordt de SPAC geliquideerd en worden de ingelegde gelden pro rata verdeeld onder de aandeelhouders. Het enige risico dat de aandeelhouders in de SPAC hierbij dragen, is de eventuele negatieve rente. De sponsors nemen namelijk alle tijdens het proces gemaakte operationele kosten voor hun rekening.<sup>9</sup> Wat de drager van de negatieve rente betreft kan in de loop van 2021 een verschuiving worden vastgesteld. Waar bij een aantal SPAC's dat in de eerste maanden van 2021 naar de beurs ging, de negatieve rente ten laste kwam van de escrow-rekening en dus van de investeerders,<sup>10</sup> werd deze bij latere SPAC's vaker ook gedragen door de sponsors.<sup>11</sup> De beloning van de sponsors die hiertegenover staat, bestaat voornamelijk uit de forse deelneming in de SPAC die zij met een tamelijk geringe investering kunnen verwerven na het voltooiën van de business combination. Doorgaans houden de sponsors een belang van tussen de 20 en 30% in de SPAC na de beursgang.<sup>12</sup>

Wanneer een target gevonden wordt, zal de voorgenomen business combination moeten worden goedgekeurd door de aandeelhouders. Op dit punt bestaat een uitstapmogelijkheid voor de aandeelhouders. Aan de aandeelhouders van de SPAC is namelijk het recht van terugverkoop, ook wel *redemption right*, toegekend. Indien bepaalde aandeelhouders geen heil zien in de voorgestelde business combination, kunnen zij van hun redemption right gebruik maken en zal de SPAC de desbetreffende aandelen moeten terugkopen. Dit kan ook wel worden gezien als een 'niet goed geld terug'-garantie.<sup>13</sup> Na goedkeuring van de business combination kan deze op verschillende manieren worden verwezenlijkt, waarbij de aandelenruil of de (grensoverschrijdende) fusie het meest voor

de hand ligt.<sup>14</sup> Wegens de vaak lage instapdrempel en het relatief kleine risico op verliezen is de SPAC als beursgenoteerde entiteit gemakkelijk toegankelijk voor kleine beleggers en heeft het vehikel de weinig flatterende bijnaam 'poor man's private equity fund' gekregen.<sup>15</sup>

## 2.2 Korte geschiedenis

De SPAC is een constructie van Amerikaanse origine. Het beursvehikel heeft een lange weg afgelegd van zijn obscure voorganger uit het 1980-tijdperk: de *blank check company*. Deze mysterieuze nieuwe rechtsvorm werd met argusogen bekeken en op den duur onderworpen aan strenge aanvullende regelgeving van de SEC.<sup>16</sup> Als reactie op de terugnemende populariteit van de blank check company als gevolg van deze regelgeving ging in 1992 een groep advocaten en bankiers, onder leiding van David Nussbaum, om tafel met als doel het ontwerpen van een blank check company die in de ogen van de SEC voldoende bescherming aan investeerders bood.<sup>17</sup> Zo werd de SPAC geboren.

Helaas voor deze groep verdween de SPAC in de jaren hierna van het toneel om pas tien jaar later, vanaf 2003, weer terug te keren op de Amerikaanse beurs. Dit had niets te maken met het werk van Nussbaum en consorten of de regelgeving over beleggersbescherming anderszins, maar alles met de marktontwikkelingen van die tijd. Kleine ondernemingen konden via een traditionele beursgang gemakkelijk hun eigen weg naar de beurs vinden.<sup>18</sup> In het begin van de 21ste eeuw nam het aantal SPAC's weer toe. Strengere regulering van de traditionele beursgang,<sup>19</sup> de geïntroduceerde mogelijkheid om SPAC's te noteren aan de New York Stock Exchange en de National Association of Securities Dealers Automated Quotations<sup>20</sup> en aanscherping van de regels en procedures met betrekking tot beleggersbescherming door de SEC<sup>21</sup> hebben ervoor gezorgd dat tegen het einde van de jaren nul de populariteit van de SPAC een vogelvlucht nam. Vanaf dat punt was het slechts een kwestie van tijd tot de SPAC-gekte ook over zou waaien naar continentaal Europa. Gezien de talrijke vereisten waaraan een bij de SEC geregistreerde SPAC werd onderworpen, leek bijvoorbeeld de minder gereguleerde Nederlandse markt im-

6 M. van Straaten & J.S. Polderman, SPACs: een alternatief in zware beurstijden?, V&O 2009, afl. 1, p. 1.

7 E.J. Glazener, N.A.M. Offergelt & T. de Jong, SPACs en De-SPACs. Een update naar aanleiding van de SPAC-hausse, TvJ 2022, afl. 3, p. 78.

8 D.M. du Bois-Buné & M.R.E. Plaisier, De klok tikt door voor SPAC's, FRP 2022/809, afl. 5, p. 39.

9 E.H. Viersen, Van SPAC naar de-SPAC, TvOB 2022, afl. 4, p. 135.

10 Zie bijv. Prospectus European FinTech IPO Company 1 B.V. 22 maart 2021, p. 11, te raadplegen via [www.azerion.com/documentation/](http://www.azerion.com/documentation/).

11 Zie bijv. Prospectus Climate Transition Capital Acquisition I B.V. 23 juni 2021, p. 13, te raadplegen via [climatecapital.com/wp-content/uploads/2021/06/CTCA1-Prospectus.pdf](https://www.climatecapital.com/wp-content/uploads/2021/06/CTCA1-Prospectus.pdf).

12 Viersen 2022, p. 134.

13 J. Kalisvaart, Redemption rights bij SPACs, Financial Investigator 2021, afl. 4, p. 74.

14 C.R. Nagtegaal & W.J. Dam, De-SPAC transacties, TOP 2022/118, afl. 2, p. 16.

15 L. Dimitrova, Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies. The 'Poor Man's Private Equity Funds', Journal of Accounting & Economics (63) 2017, afl. 1, p. 99.

16 R. Greenspan, Money for Nothing, Shares for Free. A Brief History of the SPAC, 23 april 2021 (SSRN: [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3832710](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832710)), p. 2.

17 D.S. Riemer, Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?, Washington University Law Review (85) 2007, afl. 4, p. 945.

18 C.F.C. Sutherland & J.S. Kalisvaart, Een korte geschiedenis van de SPAC en de ontwikkelingen van haar karakteristieken, TvJ 2022, afl. 3, p. 71.

19 Sutherland & Kalisvaart 2022, p. 71.

20 P. Zijp, J.P. Franx & L.B. Nieuwveld, Developments in the SPAC Market: Europe, Bloomberg European Law Journal (2) 2008, afl. 11, p. 46.

21 J. Woodbridge, The Evolution of SPACs, Hedgeweek 8 december 2020, [hedgeweek.com](https://www.hedgeweek.com).

mers een goed alternatief om SPAC's aan de man te brengen.<sup>22</sup> Dat deze voorbarige aanname niet per se gerechtvaardigd was, zal blijken uit deze bijdrage.

In 2007 verkreeg de eerste SPAC een beursnotering in Amsterdam, gevolgd door twee andere het volgende jaar. Het kapitaal in de eerste twee van deze SPAC's was voornamelijk geplaatst bij Amerikaanse investeerders. De laatste, Germany1 Acquisition Limited, was echter voor circa 90% geplaatst bij Europese investeerders. Deze SPAC wordt dan ook gezien als mijlpaal in de verovering van de Europese kapitaalmarkten door SPAC's.<sup>23</sup> Desalniettemin duurde het nog tien jaar voor de eerstvolgende SPAC voet zou zetten op Nederlandse grond. Een reden hiervoor kan wellicht worden gevonden in het feit dat de eerste SPAC in Nederland, Pan-European Hotel Acquisition Company, allesbehalve een succesverhaal bleek.<sup>24</sup> Dutch Star Companies One (hierna: DSCO) was de eerstvolgende SPAC die de Amsterdamse beurs vond in 2018. Na een succesvolle business combination volgden tussen 2018 en 2021 vier SPAC's in de voetsporen van DSCO.<sup>25</sup> Hierna was het hek van de dam en volgde het reeds genoemde recordjaar 2021. Ondertussen lijkt men echter over de piek heen en kan de SPAC op de nodige kritiek rekenen wegens een terugnemend aantal nieuwe SPAC's aan de beurs en de nodige moeite die reeds genoteerde SPAC's ondervinden bij het zoeken naar een geschikte target.<sup>26</sup> Toch is het maar de vraag of deze beursvehikels geheel van het Amsterdamse toneel zullen verdwijnen. Het aantal nieuwe SPAC's mag dan wegens een teleurstellend beursklimaat teruglopen,<sup>27</sup> maar tegenover de ene traditionele beursgang die in 2022 heeft plaatsgevonden, staan wel vier ondernemingen die via een business combination met een SPAC onder een beursnotering zijn komen te vallen.<sup>28</sup> Dat er door de SPAC-hausse te veel SPAC's op de markt zijn voor het aantal fusiekandidaten zal SPAC-beleggers de nodige teleurstelling brengen, maar betekent nog niet het doodsvonniss voor de SPAC als alternatief voor een traditionele beursgang.

### 3 IPO versus reverse listing

Er bestaan verschillende manieren voor een onderneming om een beursgang te realiseren. In deze bijdrage worden de twee vormen besproken die bij de SPAC om de hoek komen kijken, te weten de *Initial Public Offering* (hierna: IPO) en de *reverse listing*.

22 M.T.A. Dorenbos & T.H.D. Struycken, Listing of the First SPAC in Mainland Europe, *Butterworths Journal of International Banking and Finance Law* (22) 2008, afl. 10, p. 620.

23 P. Zijp & J.P. Franx, Finding a Special Purpose, *The European Lawyer* 2008, p. 33.

24 VEB, Hedgefondsen nekken PEHAC, 17 maart 2009, te raadplegen via [www.veb.net/artikel/01584/hedgefondsen-nekken-pehac](http://www.veb.net/artikel/01584/hedgefondsen-nekken-pehac).

25 Sutherland & Kalisvaart 2022, p. 72.

26 N.C. Ebbinkhuijsen, D. Korf & F.N.J. Versteeg, Verslaggevingsaspecten rondom SPACs, *TvJ* 2022, afl. 3, p. 85.

27 B. Lipschultz & K. Burton, Wie nu nog een bedrijf voor z'n spac zoekt krijgt het zwaar, *Het Financieel Dagblad* 11 juli 2022, fd.nl.

28 Zie [live.euronext.com/en/ipo-showcase#](http://live.euronext.com/en/ipo-showcase#); L. Zandbergen, Bearmarkt mondt uit in slechtste klimaat voor beursgangen in twaalf jaar tijd, *Het Financieel Dagblad* 16 juni 2022, fd.nl.

#### 3.1 IPO op hoofdlijnen

De IPO houdt kort gezegd de eerste aanbieding aan het publiek in. Deze term is niet te verwarren met de algemene term beursgang, wat betekent dat de aandelen van de vennootschap voor het eerst een notering aan de beurs verkrijgen. In de praktijk vallen deze momenten vaak samen, daar de IPO de meest conventionele manier van een beursgang is. Voor een beursgang is een IPO echter niet noodzakelijk. Een beursgang is bijvoorbeeld ook mogelijk door een 'introductie door verhandeling' van aandelen die al breed gehouden worden, of bij een splitsing.<sup>29</sup>

Aan de start van de IPO gaat vaak een langdurig proces vooraf waarbij de vennootschap 'beursklaar' dient te worden gemaakt. Dit vergt vaak de nodige voorbereidingshandelingen. Deze voorbereidende fase ziet vooral op de interne besluitvorming en de vennootschapsrechtelijke voorbereidingen van de beursgang.<sup>30</sup> De uitvoerende fase vangt aan op het moment dat de vennootschap een bank het mandaat verleent om de beursgang te begeleiden. Vervolgens wordt een begin gemaakt met het *due diligence*-onderzoek en wordt de eerste hand gelegd aan het prospectus. Dit laatste document staat in deze bijdrage centraal, daar het alle relevante informatie over de onderneming en de effecten bevat. Het prospectus moet dan ook door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) als toezichthouder goedgekeurd worden. Tegen het einde van dit traject wordt een begin gemaakt met de *underwriting agreement*. Dit is de overeenkomst waarin de bank de contractuele verplichting op zich neemt om de gehele emissie of een gedeelte ervan bij beleggers te plaatsen en eventueel de niet bij beleggers geplaatste effecten zelf te nemen, oftewel het plaatsingsrisico over te nemen, afhankelijk van de gekozen vorm van *underwriting*.<sup>31</sup>

#### 3.2 Reverse listing op hoofdlijnen

De essentie van een reverse listing is dat een beursgenoteerd bedrijf (een publieke vennootschap) dat weinig activiteiten ontplooit, combineert met een niet-beursgenoteerd bedrijf (een private vennootschap). In plaats van een underwriter in te huren om aandelen op de markt te brengen en te verkopen in een IPO, zoekt een private vennootschap bij een reverse listing naar een geschikte niet-operationele lege publieke vennootschap. De lege publieke vennootschap kan in jargon een *natural shell* of een *cash shell* zijn. Natural shells zijn beursgenoteerde ondernemingen die ofwel failliet zijn gegaan, ofwel een groot deel van hun activa hebben verkocht. Cash shells daarentegen trekken geld aan wanneer zij via een traditionele beursgang naar de beurs gaan om hiermee een operationele onderneming over te nemen, die door deze overname een

29 B. Bierens e.a., *Het handboek beursgang: een inleiding*, in: B. Bierens e.a., *Handboek beursgang (Onderneming en Recht nr. 68)*, Deventer: Kluwer 2011, p. 2-3.

30 Bierens e.a. 2011, p. 19.

31 B. Bierens & P. Zijp, *De rol van de begeleidende banken*, in: B. Bierens e.a., *Handboek beursgang (Onderneming en Recht nr. 68)*, Deventer: Kluwer 2011, p. 344.

beursnotering verkrijgt.<sup>32</sup> De SPAC is een voorbeeld van een dergelijke cash shell. De private vennootschap fuseert met de publieke vennootschap en wordt op die manier zelf ‘beursgenoteerd’. Na de fusie bevat de publieke vennootschap de activa en passiva van de private vennootschap.<sup>33</sup> Van belang is wel dat de private vennootschap opgaat in de publieke vennootschap en niet andersom, omdat anders de beursnotering zou komen te vervallen.<sup>34</sup> In strikte zin wordt de private vennootschap door middel van een reverse listing dus niet beursgenoteerd, omdat zij opgaat in de publieke vennootschap en onder die beursnotering komt te vallen. Zo wordt als het ware via de achterdeur een beursnotering verkregen. Hierom is deze vorm van beursgang ook wel terecht bestempeld als *backdoor listing*.<sup>35</sup>

Ook in het geval van een reverse listing kan uiteraard worden gesproken van een voorbereidende fase, waarin interne besluitvorming centraal staat. De target zal zich bij een reverse listing immers evengoed moeten voorbereiden op het bestaan als beursgenoteerde vennootschap en alles wat daarbij hoort.<sup>36</sup> Hierna volgt de uitvoerende fase, zoals hierboven omschreven.

#### 4 Regulering van de SPAC

Op dit moment kent de SPAC geen specifieke Nederlandse of Europese regelgeving.<sup>37</sup> De laatste ontwikkeling hierin was een verklaring van juli 2021 van de European Securities and Markets Authority (ESMA), waarin zij refereert aan de reeds bestaande Europese regelgeving om te benadrukken dat expliciet voorgeschreven is dat de SPAC investeerders niet mag misleiden omtrent de beoogde target.<sup>38</sup> Op dit vlak is aldus nog geen beweging waar te nemen. De Nederlandse toezichthouder, de AFM, houdt toezicht op de SPAC's op basis van de algemene regelgeving, waar SPAC's uiteraard ook onder vallen.<sup>39</sup> De Amsterdamse beurs Euronext heeft wel degelijk een specifieke set regels voor reverse listings.

#### 4.1 Prospectusverordening

##### *De prospectusverplichting*

Het document dat centraal staat in de informatieverstrekking aan aandeelhouders is het prospectus. Met dit document richt de rechtspersoon zich tot het publiek met een eenzijdig aanbod tot het kopen of ruilen van effecten. Daarnaast dient het tot verkrijging van de toelating voor de notering.<sup>40</sup> De regels omtrent het prospectus zijn voornamelijk opgenomen in de Prospectusverordening, waarvan het laatste onderdeel in 2019 in werking trad.

De verplichting een prospectus op te stellen bestaat in twee gevallen: wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek en wanneer effecten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt worden toegelaten.<sup>41</sup> De definitie van ‘effect’ in de Prospectusverordening verwijst naar de definitie van verhandelbare effecten zoals opgenomen in MiFID II.<sup>42</sup> Op grond hiervan kwalificeren alle op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren als effect, met uitzondering van betaalinstrumenten.<sup>43</sup> Opgemerkt zij dat deze definitie ruimer is dan die in de Wft.<sup>44</sup> Vervolgens benoemt de Prospectusverordening een zestal typen effecten die buiten het bereik van de verordening vallen.<sup>45</sup>

De aanbidding van effecten aan het publiek is in de Prospectusverordening verder gedefinieerd als:

‘een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbidding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten’.<sup>46</sup>

Om te kunnen spreken van aanbieden aan het publiek moet het aldus gaan om een voldoende bepaalbaar aanbod. Verspreiding van marketing- of reclamemateriaal kwalificeert niet als een prospectusplichtig aanbod. De reikwijdte van de prospectusplicht voor het toelaten tot de handel wordt bepaald door de definitie van ‘gereguleerde markt’ in de Prospectusverordening.<sup>47</sup> Deze verwijst naar de MiFID II-richtlijn, waaruit blijkt dat het gaat om

‘een multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële in-

32 J. Kolb & T. Tykrová, Going Public via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs Do Not Turn into Princes, *Journal of Corporate Finance* (40) 2016, afl. 2, p. 80.

33 D.N. Feldman, Comments on Seasoning of Reverse Merger Companies before Uplisting to National Securities Exchanges, *Harvard Business Law Review Online* (2) 2012, p. 140.

34 C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 885-886.

35 D. Cumming, L.H. Haß & D. Schweizer, The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs, *Journal of Banking & Finance* (47) 2014, p. 199.

36 H.M. van Kessel & D.J.R. Lemstra, De SPAC (special purpose acquisition company), *Ondernemingsrecht* 2020/143, afl. 15, p. 795.

37 Van Kessel & Lemstra 2020, p. 794.

38 ESMA, Public Statement SPACs: Prospectus Disclosure and Investor Protection Considerations, 15 juli 2021, ESMA32-384-5209, te raadplegen via [www.esma.europa.eu/document/esma-public-statement-spacs](http://www.esma.europa.eu/document/esma-public-statement-spacs).

39 AFM, The Dutch SPAC Market: An Overview, januari 2022, p. 4, te raadplegen via [www.afm.nl/en/sector/themas/beurzen-en-effecten/afm-market-watch](http://www.afm.nl/en/sector/themas/beurzen-en-effecten/afm-market-watch).

40 M.J.G.C. Raaijmakers, Pitlo. Het Nederlands burgerlijk recht. Deel 2. Ondernemingsrecht, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 421.

41 Art. 1 lid 1 Verordening (EU) 2017/1129 (Prospectusverordening).

42 Art. 2 sub a Prospectusverordening.

43 Art. 4 lid 1 punt 44 Richtlijn 2014/65/EU (MiFID II).

44 Art. 1:1 Wft; C.W.M. Lieverse & E. Kempenaar, De Prospectusverordening: de prospectusplicht en de uitzonderingen daarop, *FR* 2019, afl. 7/8, p. 360.

45 Art. 1 lid 2 Prospectusverordening.

46 Art. 2 sub d Prospectusverordening.

47 Art. 2 sub j Prospectusverordening.

strumenten samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot deze financiële instrumenten'.<sup>48</sup>

Toelating van effecten tot andere typen handelsplatforms, zoals een multilaterale handelsfaciliteit of een georganiseerde handelsfaciliteit, valt dus niet onder de prospectusplicht. In de praktijk is het vaak zo dat de aanbieding aan het publiek en de toelating tot de handel gelijktijdig voorvallen bij een IPO.<sup>49</sup>

#### *Uitzonderingen*

De Prospectusverordening bevat verschillende uitzonderingen op de verplichting een prospectus op te stellen. Deze uitzonderingen zijn te verdelen in enerzijds de uitzonderingen op de prospectusplicht wegens aanbieding aan het publiek en anderzijds de uitzonderingen op de prospectusplicht wegens toelating tot de handel. Een selectie van deze uitzonderingen, die welke voor de SPAC relevant zijn, wordt hier besproken.

- **Aanbieding aan het publiek**

Wat betreft de aanbieding aan het publiek is een uitzondering opgenomen voor 'kleine aanbiedingen'.<sup>50</sup> Op grond hiervan is de prospectusplicht niet van toepassing op aanbiedingen met een totale tegenwaarde van minder dan € 1 miljoen, berekend over een periode van twaalf maanden. Dit omdat de hoge kosten voor het laten opstellen en controleren van het prospectus bij een dergelijke aanbieding niet in verhouding staan tot de opbrengst.<sup>51</sup> Daarnaast biedt de verordening lidstaten de optie om boven op deze uitzondering aanbiedingen met een tegenwaarde tot maximaal € 8 miljoen vrij te stellen van de prospectusplicht.<sup>52</sup> Aan dergelijke aanbiedingen kunnen door de lidstaten dan wel andere openbaarmakingsvoorschriften worden gekoppeld, zolang deze geen onevenredige of onnodige last vormen in verhouding tot de aanbieding. Door Nederland is van deze mogelijkheid gebruik gemaakt in de Vrijstellingswet Wft.<sup>53</sup> Hierin is opgenomen dat voor aanbiedingen tot € 5 miljoen geen prospectusplicht geldt, maar een standaard informatiedocument moet worden opgesteld en daarvan melding moet worden gemaakt bij de AFM. Omdat dit een vrij eenvoudig document betreft, is in het Nederlandse systeem geen sprake van een onevenredige of onnodige last.<sup>54</sup>

Wanneer een aanbieding bovengenoemde grens overschrijdt, kan de uitgevende instelling wellicht gebruik maken van een van de overige uitzonderingen voor aanbieding aan het publiek die neergelegd zijn in de verordening.<sup>55</sup> De eerste van

deze uitzonderingen ziet op gekwalificeerde beleggers. Wanneer een aanbieding enkel gericht is tot gekwalificeerde beleggers, is deze niet prospectusplichtig. Voor de definitie van 'gekwalificeerde belegger' wordt wederom verwezen naar MiFID II.<sup>56</sup> In de bijlage bij de richtlijn is een lijst opgenomen van personen en entiteiten die als 'professioneel' worden aangemerkt. Deze categorie beleggers wordt geacht te beschikken over voldoende kennis om zonder prospectus een weloverwogen beleggingsbeslissing te kunnen nemen ten aanzien van de aangeboden effecten. De tweede uitzondering betreft de aanbieding die enkel gericht is tot een beperkte groep van minder dan 150 beleggers, die niet als gekwalificeerde beleggers aangemerkt worden. Hierbij is, net als bij de uitzondering voor kleine aanbiedingen, de gedachte dat het opstellen van een prospectus een onevenredige last zou vormen voor de uitgevende instelling.<sup>57</sup> Ten derde is er een uitzondering beschikbaar voor een aanbieding van effecten met een nominale waarde van ten minste € 100.000 en voor effecten die in pakketten met een totale tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger worden aangeboden. Ten slotte bevat de verordening voor aanbieding aan het publiek nog enkele specifieke uitzonderingen voor bepaalde *corporate actions*. De enige hiervan die voor de SPAC relevant kan zijn, is de uitzondering voor een aanbieding in het kader van een fusie of splitsing. Indien hier gebruik van wordt gemaakt, dient wel een document ter beschikking te worden gesteld dat informatie bevat ter beschrijving van de transactie en het effect ervan op de uitgevende instelling, een zogeheten *exempted document*.

- **Toelating tot de handel**

Voor toelating tot de handel bevat de verordening slechts enkele uitzonderingen op de prospectusplicht.<sup>58</sup> Een drietal van deze uitzonderingen zou eventueel relevant kunnen zijn voor de SPAC. Allereerst geldt de verplichting om een prospectus te publiceren niet wanneer de toelating ziet op effecten die gelijksoortig zijn met effecten die reeds tot de handel op dezelfde markt toegelaten zijn. Voor toepassing van deze uitzondering moeten de bedoelde effecten over een periode van twaalf maanden minder dan 20% vertegenwoordigen van het aantal effecten dat reeds is toegelaten. Ten tweede bevat de verordening de zogeheten conversievrijstelling. Deze vrijstelling houdt in dat aandelen die voortkomen uit conversie of omruiling van andere effecten zonder prospectus toegelaten kunnen worden tot de handel. Ook deze uitzondering is slechts van toepassing indien de aandelen resulterend uit de conversie over een periode van twaalf maanden minder dan 20% vertegenwoordigen van het aantal aandelen van dezelfde klasse dat reeds is toegelaten op de markt. Ten slotte hoeft geen prospectus te worden opgemaakt wanneer de toelating effecten betreft die worden aangeboden of toegewezen in het kader van een fusie of splitsing, mits een *exempted document* ter beschikking wordt gesteld.

<sup>48</sup> Art. 4 lid 1 punt 21 MiFID II.

<sup>49</sup> C.W.M. Lieverse, Effecten: het uitgeven en aanbieden daarvan, de prospectusplicht, in: D. Busch, C.W.M. Lieverse & J.W.P.M. van der Velden (red.), *Leerboek financieel recht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2021, p. 403.

<sup>50</sup> Art. 1 lid 3 Prospectusverordening.

<sup>51</sup> Overweging (12) Prospectusverordening.

<sup>52</sup> Art. 3 lid 2 Prospectusverordening.

<sup>53</sup> Art. 53 lid 1 Vrijstellingswet Wft.

<sup>54</sup> Lieverse 2021, p. 401.

<sup>55</sup> Art. 1 lid 4 Prospectusverordening.

<sup>56</sup> Art. 2 sub b Prospectusverordening.

<sup>57</sup> Overweging (15) Prospectusverordening.

<sup>58</sup> Art. 1 lid 5 Prospectusverordening.

Ten slotte zij wat betreft de uitzonderingen op de prospectusplicht in de verordening nog opgemerkt dat deze gecombineerd mogen worden, mits de voorwaarden voor de verschillende uitzonderingen tegelijkertijd vervuld zijn.<sup>59</sup> Zo is een aanbieding die tegelijkertijd wordt gedaan aan gekwalificeerde en niet-gekwalificeerde beleggers, die toezeggen elk ten minste € 100.000 te zullen beleggen, vrijgesteld van de verplichting om een prospectus op te stellen en te publiceren.

#### *Inhoud van het prospectus*

Wat betreft de inhoud van het prospectus geldt de hoofdregel dat het document de noodzakelijke informatie moet bevatten die voor beleggers van materieel belang is om een geïnformeerde beoordeling te maken over de effecten en de uitgevende instelling.<sup>60</sup> Daarnaast heeft de Europese Commissie een lijst opgesteld met technische minimuminformatie-eisen voor verschillende typen effecten.<sup>61</sup> Hierin is in de categorieën echter geen onderscheid aangebracht in verschillende soorten effecten met een aandelenkarakter. De minimuminformatie die wordt gevegd, ziet hoofdzakelijk op informatie over de uitgevende instelling, de effecten en bepaalde risicofactoren.

In het kader van beleggersbescherming zijn vooral deze risicofactoren van belang. De verordening bepaalt dat niet alle denkbare risicofactoren in het prospectus opgenomen mogen worden. De uitgevende instelling moet zich beperken tot de risico's die specifiek zijn voor de vennootschap en/of de effecten, van materieel belang zijn voor een geïnformeerde beleggingsbeslissing, en die worden bevestigd door de inhoud van het prospectus.<sup>62</sup> Dit omdat opname van de risicofactoren onder de voorganger van de verordening vooral werd gebruikt als aansprakelijkheidsschild.<sup>63</sup> Om een tsunami aan informatie te voorkomen is dit in de verordening aangescherpt.<sup>64</sup>

Om de toegankelijkheid van het prospectus voor beleggers te verbeteren bevat de verordening specifieke regels voor de samenvatting die daarin is opgenomen.<sup>65</sup> De samenvatting dient een nuttige bron van informatie te zijn voor beleggers en behoort afzonderlijk van het prospectus te kunnen worden gelezen.<sup>66</sup> De samenvatting dient via een vast stramien van vier afdelingen te zijn opgesteld, te weten de inleiding met waarschuwingen en essentiële informatie over zowel de uitgevende instelling en de effecten als de aanbieding dan wel toelating tot de handel. Dit alles dient geschreven te staan in maximaal zeven bladzijden.

Voordat het prospectus gepubliceerd mag worden, dient het goedgekeurd te worden door de bevoegde nationale autoriteit,<sup>67</sup> in Nederland de AFM. In de praktijk is het niet zo dat de AFM het prospectus op één moment toetst en al dan niet goedkeuring geeft. In de correspondentie wordt door middel van commentaar door de AFM meer een dialoog gevoerd over het prospectus, alvorens goedkeuring gegeven wordt.<sup>68</sup> Bij de goedkeuring draait het om de vraag of het prospectus in overeenstemming met de voorschriften van de verordening is opgesteld. Er wordt getoetst op volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid. Dit kan echter niet worden gezien als een kwaliteitskeurmerk voor het prospectus. De juistheid van de informatie die in het prospectus is opgenomen, wordt uitdrukkelijk niet gecontroleerd. Om nationale autoriteiten te helpen met deze toets heeft ESMA richtsnoeren opgesteld over de openbaarmakingsvoorschriften uit de verordening.<sup>69</sup> Deze richtsnoeren zien voornamelijk op de financiële informatie in het prospectus. Eenmaal goedgekeurd moet het prospectus gepubliceerd worden. Dit kan in elektronische vorm op de website van de uitgevende instelling.<sup>70</sup>

#### *Toepasselijkheid voor SPAC's*

##### • IPO

Bij de IPO zullen de units die de SPAC aanbiedt in beginsel onder de reikwijdte van de Prospectusverordening vallen. Het zijn immers op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, niet zijnde betaalinstrumenten.

Bij de IPO zal de SPAC in beginsel prospectusplichtig zijn op grond van de Prospectusverordening. Zoals gezegd is er bij een IPO sprake van zowel aanbieding aan het publiek als toelating tot de markt. Wil een SPAC gebruik maken van de uitzonderingen, dan zullen dus vrijstellingen voor beide categorieën gecombineerd moeten worden. Aangezien de poor man's private equity fund doorgaans tegen een prijs van € 10 units aanbiedt aan beleggers om hiermee een groot kapitaal op te halen teneinde een business combination te vormen, zijn de meeste vrijstellingen in de regel niet van toepassing. Desalniettemin kan het mogelijk zijn dat de SPAC vrijgesteld is van de prospectusplicht voor aanbieding aan het publiek omdat de aanbieding bijvoorbeeld enkel aan gekwalificeerde beleggers geschiedt.<sup>71</sup> De SPAC zal echter niet kunnen voldoen aan de eisen voor vrijstelling van de prospectusplicht bij toelating tot de markt. Dit omdat deze uitzonderingen zien op gevallen

<sup>59</sup> Overweging (20) Prospectusverordening.

<sup>60</sup> Art. 6 lid 1 Prospectusverordening.

<sup>61</sup> Art. 13 Prospectusverordening; Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/980.

<sup>62</sup> Art. 16 lid 1 Prospectusverordening.

<sup>63</sup> COM(2015)583 final, p. 20, te raadplegen via [eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015PC0583](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015PC0583).

<sup>64</sup> F. Rkhaoui, R. Kroesemeijer & V. Mielekamp, De nieuwe Prospectusverordening: een jaar later, FR 2020, afl. 9, p. 391.

<sup>65</sup> Art. 7 Prospectusverordening.

<sup>66</sup> Overweging (28) Prospectusverordening.

<sup>67</sup> Art. 20 Prospectusverordening.

<sup>68</sup> R.H. Maatman & E.A. van Walsum, Rol van de toezichthouder bij een beursgang, in: B. Bierens e.a., Handboek beursgang (Onderneming en Recht nr. 68), Deventer: Kluwer 2011, p. 220-222.

<sup>69</sup> ESMA, Richtsnoeren betreffende de openbaarmakingsvoorschriften van de Prospectusverordening, 4 maart 2021, ESMA32-382-1138, te raadplegen via [www.esma.europa.eu/document/guidelines-disclosure-requirements-under-prospectus-regulation](http://www.esma.europa.eu/document/guidelines-disclosure-requirements-under-prospectus-regulation).

<sup>70</sup> Art. 21 Prospectusverordening.

<sup>71</sup> Zie bijv. Prospectus RA Special Acquisition Corporation, 26 april 2022, p. iii, te raadplegen via [www.raspecialacquisitioncorp.com/investor\\_resources.html](http://www.raspecialacquisitioncorp.com/investor_resources.html).

waarin reeds effecten van de uitgevende instelling op de markt toegelaten zijn. Bij de IPO van een SPAC is dit per definitie niet het geval.

Zoals reeds gesteld, ziet het IPO-prospectus van de SPAC er anders uit dan dat van een reguliere vennootschap bij een beursgang. Over de inhoud hebben ESMA en de AFM in hun communicatie een aantal aandachtspunten aangekaart.<sup>72</sup> De financiële analyse is bij de SPAC, die op het moment van de IPO net uit de wieg komt, summier.<sup>73</sup> Ditzelfde geldt voor de informatie aangaande de operationele activiteiten. Dit blijft beperkt tot de procedure om een business combination te vormen. Daarbij moet de SPAC potentiële beleggers informeren over het soort target dat zij voor ogen heeft, doorgaans vergezeld van bepaalde selectiecriteria voor potentiële targets, waaronder mogelijke sectoren.<sup>74</sup> De SPAC houdt zich vaak echter wel uitdrukkelijk het recht voor om een target te selecteren die niet aan de criteria voldoet.<sup>75</sup> Het is niet ondenkbaar dat de SPAC van deze flexibiliteit in de zoektocht daadwerkelijk gebruik maakt.<sup>76</sup> In de Verenigde Staten is het verboden om voorhand een specifieke target op het oog te hebben.<sup>77</sup> In Nederland bestaat een dergelijk verbod niet. Indien de SPAC het vizier gericht heeft op een specifieke target, moet gedetailleerde informatie opgenomen worden over deze vennootschap. Ook gaat in het prospectus de nodige aandacht uit naar de sponsors. Vanwege het blinde karakter van de transactie zijn de oprichters doorgaans ofwel zeer ervaren professionals uit de sector, ofwel mensen met een hoge mate van bekendheid en investeringsgeschiedenis.<sup>78</sup> Ten slotte bevat het prospectus een indicatie van de informatie die wordt opgenomen in het informatiedocument dat bij een voorstel voor een business combination, in de vorm van een aandeelhouderscirculaire, zal worden verstrekt.<sup>79</sup> Zonder dit overzicht zal de AFM het prospectus niet goedkeuren.<sup>80</sup> Dit alles vormt de noodzakelijke informatie die voor beleggers van materieel belang is om een geïnformeerde beoordeling te nemen.

- Business combination

Ook bij de business combination komt de Prospectusverordening in beeld. Er bestaat discussie over de vraag of een juridi-

sche fusie al dan niet een aanbieding aan het publiek behelst.<sup>81</sup> De relevantie hiervan is voor de SPAC echter beperkt. Naar aanleiding van de business combination worden immers enkel aandelen uitgegeven aan de aandeelhouder(s) van de target. Dit betekent dat hoogstwaarschijnlijk aangeboden wordt aan minder dan 150 personen en de SPAC vrijgesteld is van de verplichting tot publicatie van een aanbiedingsprospectus, ongeacht op welke manier aan de business combination vorm wordt gegeven. De verplichting tot het publiceren van een toelatingsprospectus resteert.

In de praktijk is hier een uitweg voor gevonden.<sup>82</sup> Bij de IPO wordt een significant aantal aandelen uitgegeven dat direct door de vennootschap zelf wordt ingekocht. Deze aandelen worden zo bij de IPO al toegelaten tot de beursnotering. Als het aantal ingekochte aandelen voldoende is om aan de aandeelhouder(s) van de targets uit te reiken in het kader van de combinatieovereenkomst, zullen geen aandelen tot de handel worden toegelaten. In dat geval bestaat geen verplichting tot het opstellen en publiceren van een prospectus.

In het geval dat de ingekochte aandelen niet voldoende zijn voor de business combination, of bovenstaande constructie om een andere reden niet geschikt is, kan de SPAC wellicht gebruik maken van een van de vrijstellingen. Dit kan bijvoorbeeld als het aantal aandelen dat de SPAC ingevolge de combinatieovereenkomst moet uitgeven onder de 20% van het totaal genoteerde aandelen blijft. Wanneer de business combination gestructureerd wordt als aandelenruil kan de conversievrijstelling wellicht soelaas bieden. Ook hier geldt de beperking dat het aantal aandelen dat hieruit resulteert onder de 20% van de reeds tot de handel toegelaten aandelen moet blijven. Of het mogelijk is om van deze uitzonderingen gebruik te maken is afhankelijk van het kapitaal dat is opgehaald bij de IPO en de waarde van de target. Voor aandelen die worden uitgegeven in verband met een business combination in de vorm van een juridische fusie geldt geen prospectusplicht, maar wel de verplichting om een exempted document op te stellen. De Europese Commissie stelt meer eisen aan de inhoud van een dergelijk document dan gebruikelijk is voor een aandeelhouderscirculaire.<sup>83</sup> Zo moet dit document een door een onafhankelijk accountant opgemaakt verslag bevatten. Het exempted document hoeft dan weer niet te worden goedgekeurd door de AFM.

Zoals reeds opgemerkt, zal de SPAC bij de business combination, ook als gebruik wordt gemaakt van bovengenoemde constructie of een vrijstelling, een aandeelhouderscirculaire moeten uitgeven met informatie over de voorgestelde business combination. Uit de wet en de Corporate Governance Code volgen geen nadere voorschriften anders dan dat die circulaire alle feiten en omstandigheden uiteen moet zetten die relevant

72 ESMA 2021; AFM 2022.

73 Van Kessel & Lemstra 2020, p. 797.

74 Zie bijv. Prospectus Dutch Star Companies One N.V., 9 februari 2018, p. 59, te raadplegen via [www.dutchstarcompanies.com/investor-library](http://www.dutchstarcompanies.com/investor-library).

75 Zie bijv. Prospectus Pegasus Acquisition Company Europe B.V., 29 april 2021, p. 53, te raadplegen via [www.pegasuseurope.com/images/uploads/documents/ProjectPegasusProspectus.PDF](http://www.pegasuseurope.com/images/uploads/documents/ProjectPegasusProspectus.PDF).

76 Zie bijv. Shareholders Circular Dutch Star Companies One N.V., 9 januari 2020, p. 5-7, te raadplegen via [www.dutchstarcompanies.com/investor-library](http://www.dutchstarcompanies.com/investor-library).

77 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* (40) 2020, afl. 3, p. 405.

78 M. Collins, Special Purpose Acquisition Companies, *Fordham Business Student Research Journal* (2) 2012, afl. 1, p. 7.

79 Viersen 2022, p. 136.

80 Glazener, Offergelt & De Jong 2022, p. 82.

81 Lieveer & Kempenaar 2019, p. 361.

82 S.B. Buijn, *OntSPACing, Ondernemingsrecht* 2022/34, par. 6.

83 Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/528.

zijn voor de aandeelhouders.<sup>84</sup> Deze ziet vooral op de target, de beoogde tijdlijn en de gekozen wijze om vorm te geven aan de business combination. Onderaan de streep vertoont de circulaire doorgaans grote gelijkenissen met een regulier aanbiedingsprospectus en doet zij hier zeker niet voor onder. Deze informatievoorziening kan zelfs doeltreffender worden genoemd. De circulaire wordt immers ruim voor de besluitvorming over de business combination verstrekt en geeft voldoende tijd om te reflecteren op een investeringsbeslissing. Dit in tegenstelling tot het noteringsprospectus, dat pas gepubliceerd hoeft te worden op het moment van toelating tot de notering.<sup>85</sup> De regelgeving bevat op dit moment echter nog wel een lacune in de afdwingbaarheid.<sup>86</sup> De AFM heeft momenteel geen goedkeuringsbevoegdheid over de circulaire. Als er bij het voltrekken van de business combination dus geen prospectus hoeft te worden gepubliceerd, is er geen toezichthouder die de informatievoorziening aan beleggers van tevoren beoordeelt. Bij het bewust publiceren van onjuiste of misleidende informatie kan de AFM wel ingrijpen.<sup>87</sup> Dit zal echter niet snel voorkomen bij omissie van informatie.

#### 4.2 Overige Europese regelgeving

##### *AIFM-richtlijn*

- Beleggingsinstellingen

In de financiële regelgeving worden verschillende soorten beleggingsinstellingen onderscheiden. De voornaamste soorten zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten ('icbe's', zoals omschreven in de ICBE-richtlijn<sup>88</sup>) en alternatieve beleggingsinstellingen ('abi's', zoals omschreven in de AIFM-richtlijn<sup>89</sup>). Beleggingsinstellingen waarbij de deelnemers het recht hebben deelnemingsrechten periodiek te laten inkopen ten laste van de activa, worden *open-end* beleggingsinstellingen genoemd.<sup>90</sup> Ontbreekt een dergelijke terugbetalingsverplichting, dan wordt het een *closed-end* beleggingsinstelling genoemd. Het onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen is belangrijk voor verschillende regelgevingskaders. Aangezien het redemption right bij de SPAC niet inhoudt dat de belegger periodiek zijn deelnemingsrechten in kan laten kopen, maar dit slechts kan doen bij de stemming over een voorgenomen business combination, kan de SPAC naar haar aard niet open-end zijn. Hieronder worden aldus slechts de regels met betrekking tot closed-end beleggingsinstellingen besproken.<sup>91</sup>

84 Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626, JOR 2017/163 m.nt. M.W. Josephus Jitta, r.o. 3.13; Bpb 4.1.4 CGC.

85 Buijn 2022, par. 6.

86 W.J. Horsten, Rondom het nieuws. Verklaring van ESMA over SPACs, FR 2021, afl. 10, p. 358-359.

87 Art. 12 Verordening (EU) 596/2014.

88 Richtlijn 2014/91/EU (ICBE).

89 Richtlijn 2011/61/EU (AIFM).

90 Art. 1 lid 2 Gedelegeerde Verordening (EU) 694/2014.

91 Zie over de verschillende soorten beleggingsinstellingen J.W.P.M. van der Velden, Wat zijn beleggingsinstellingen?, in: E.M. Dieben & W.A.K. Rank (red.), Beleggingsinstellingen (Financieel Juridische Reeks, deel 20), Zutphen: Uitgeverij Paris 2021, p. 19-34.

icbe's zijn in beginsel verplicht de rechten van deelneming op verzoek van de deelnemers terug te kopen en zijn derhalve normaliter instellingen van het open-end type.<sup>92</sup> Deze blijven hier buiten beschouwing. Een abi heeft de volgende kenmerken:

1. Het is een instelling voor collectieve belegging.
2. De instelling werft kapitaal bij een reeks beleggers.
3. De instelling belegt het aangetrokken kapitaal.
4. De instelling handelt daarbij in het belang van de beleggers.
5. De instelling voert daarbij een bepaald beleggingsbeleid.
6. De instelling behoeft geen vergunning als icbe te hebben.<sup>93</sup>

ESMA heeft in richtsnoeren nadere criteria ontwikkeld om te bepalen wanneer er sprake is van een beleggingsinstelling in de zin van de AIFM-richtlijn.<sup>94</sup> De richtsnoeren van ESMA omvatten het volgende:

1. Een abi heeft geen algemeen zakelijk of bedrijfsdoel.
2. Een abi haalt bij een reeks beleggers kapitaal op dat voor beleggingsdoelinden wordt gepoold, met het oog op het genereren van een gepoold rendement (*pooled return*) voor die beleggers.
3. De deelnemers hebben als collectief geen dagelijkse zeggenschap over het beheer van de abi.

Voor de beheerder van een abi bestaat een vergunningsplicht.<sup>95</sup> Voor beheerders van abi's met een relatief beperkt beheerd vermogen geldt een uitzondering op de vergunningsplicht. Deze beheerders hoeven zich alleen te registreren bij de AFM. Voor beheerders van closed-end abi's is dit het geval indien een beheerder alleen deelnemingsrechten aan professionele beleggers aanbiedt en (een of meer) abi's beheert waarvan het totale beheerde vermogen (1) minder dan of gelijk is aan € 500 miljoen en deze gedurende de eerste vijf jaar geen hefboomwerking gebruiken, of (2) minder dan of gelijk is aan € 100 miljoen. Wanneer de deelnemingsrechten (ook) worden aangeboden aan niet-professionele beleggers, kan gebruik gemaakt worden van het registratieregime indien boven op de hiervoor genoemde vereisten de deelnemingsrechten (1) aan minder dan 150 personen worden aangeboden, (2) alleen kunnen worden verworven voor een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per deelnemer, of (3) een nominale waarde per recht hebben van ten minste € 100.000.<sup>96</sup>

- Informatieverplichtingen

Een beheerder van een closed-end abi die gebruik maakt van de vrijstellingsbepaling met betrekking tot de vergunningsplicht hoeft geen prospectus te verstrekken.<sup>97</sup> Wel moet in de aanbiedingsdocumentatie een zogeheten wildwestbordje

92 Art. 1 lid 2 sub a jo. art. 84 ICBE.

93 Art. 4 AIFM.

94 ESMA, Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, 13 augustus 2013, ESMA/2013/611, te raadplegen via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_nl\\_cor.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_nl_cor.pdf).

95 Art. 2:65 Wft.

96 Art. 2:66a lid 1 en 2 Wft.

97 Art. 4:1 lid 5 Wft.



worden opgenomen, tenzij de aanbieding alleen aan professionele beleggers is gericht. Dit bordje vermeldt dat de beheerder niet vergunningsplichtig is en dat hij niet onder toezicht staat op grond van de Wft.<sup>98</sup>

Abi's van het closed-end type, waarvan de rechten van deelneming verhandelbaar zijn, vallen in beginsel onder de prospectusregeling van de Prospectusverordening.<sup>99</sup> In aanvulling op de hieruit voortvloeiende eisen dient ook de in de AIFM-richtlijn genoemde informatie te worden opgenomen.<sup>100</sup> Die kan ofwel worden opgenomen in het prospectus, ofwel in een afzonderlijk document. Deze informatie ziet onder andere op het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling, de gehanteerde waarderingmethoden en de kosten die ten laste komen van de beleggers.<sup>101</sup>

Voor dergelijke abi's die niet onder het regime van de Prospectusverordening vallen, dient een onderscheid te worden gemaakt tussen abi's waarop het *retail top-up* regime van toepassing is en abi's waar dit niet op van toepassing is. Dit regime is een set eigen regels van de Nederlandse wetgever voor beleggingsinstellingen die deelnemingsrechten aanbieden aan retailbeleggers. Beheerders van een abi zijn in beginsel onderworpen aan het retail top-up regime, tenzij de deelnemingsrechten slechts aan professionele beleggers of voor een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per deelnemer worden aangeboden. Voor abi's die niet onderworpen zijn aan dit regime geldt slechts een beperkte prospectusplicht.<sup>102</sup> De beheerder moet de hierboven genoemde informatie ter beschikking stellen aan potentiële deelnemers. De aanbiedingsdocumentatie moet een wildwestbordje bevatten indien de rechten van deelneming niet uitsluitend aan professionele beleggers worden aangeboden. Door abi's die vallen onder het retail top-up regime dient aan beleggers een zogeheten AIFM-prospectus te worden verstrekt.<sup>103</sup> Ook hierin moet de reeds genoemde informatie worden opgenomen.<sup>104</sup> Deze informatie moet op een duidelijke en begrijpelijke wijze worden gepresenteerd.<sup>105</sup>

Het grote verschil met de Prospectusverordening is dat onder de AIFM-richtlijn de verstrekte informatie moet worden bijgewerkt indien zich materiële wijzigingen in de verstrekte informatie hebben voorgedaan. Dit is het geval indien

‘de kans groot is dat ingeval een redelijke belegger van deze informatie kennis krijgt, hij zijn belegging in de beleggingsinstelling zou heroverwegen, onder meer omdat de infor-

matie in kwestie van invloed zou kunnen zijn op zijn vermogen om zijn rechten met betrekking tot zijn belegging uit te oefenen of de belangen van een of meer beleggers in de beleggingsinstelling anderszins zou kunnen schaden’.<sup>106</sup>

- Toepasselijkheid voor SPAC's

Vanwege de uitvoerige additionele regulatoire verplichtingen – zoals de registratie- of vergunningsplicht – en de additionele informatieverplichtingen zal de SPAC ernaar streven de toepasselijkheid van de AIFM-richtlijn te vermijden. Tijdens de totstandkoming van de eerdergenoemde ESMA-richtsnoeren is gevraagd om bevestiging dat de SPAC buiten de werking van de richtlijn valt.<sup>107</sup> Sindsdien heeft zowel ESMA als de AFM zich hierover uitgesproken. Eenstemmig zeggen zij dat een SPAC wel degelijk zou kunnen kwalificeren als abi, afhankelijk van de specifieke kenmerken en eigenschappen van de specifieke structuur van de SPAC.<sup>108</sup> Vóór de IPO zal de SPAC dus een grondige analyse maken van de toepasselijkheid van de AIFM-richtlijn en passende vervolmaatregelen nemen.

Het staat vast dat SPAC's direct of indirect belangen nemen in een of meer andere ondernemingen. Problematischer is de vraag of kan worden gezegd of het zakelijke doel van een SPAC erin bestaat een bedrijfsstrategie of -strategieën uit te voeren.<sup>109</sup> Hieronder verstaat ESMA het doel van de uitvoering van een bedrijfsstrategie die onder meer wordt gekenmerkt door de uitoefening als hoofdactiviteit van (1) een bedrijfsactiviteit bestaande in de aankoop, verkoop en/of ruil van goederen of grondstoffen en/of het verrichten van niet-financiële diensten, en/of (2) een bedrijfsactiviteit bestaande in de productie van goederen of de bouw van onroerend goed. Dit criterium blijft vaag. De SPAC zal in ieder geval proberen de zoektocht naar een target zo te omschrijven dat dit als algemeen zakelijk of bedrijfsdoel kwalificeert, door bijvoorbeeld het voornemen om een business combination na te streven met één target (in plaats van meerdere) op te nemen en het leggen van meer nadruk op commerciële doeleinden dan op investeringsdoeleinden door toelichting van de verdere betrokkenheid van het bestuur van de SPAC na de business combination. Verder is het veelzeggend dat de SPAC geen vastgelegd investeringsbeleid heeft. Hierom worden IPO-opbrengsten doorgaans op een escrow-rekening gehouden in plaats van geïnvesteerd in de periode tot een business combination.

Mocht de SPAC ondanks bovenstaande pogingen toch kwalificeren als abi, dan zal het prospectus dat op basis van de Prospectusverordening opgesteld moet worden, dienen te voldoen aan de extra informatieverplichtingen uit de AIFM-richtlijn.

98 Art. 2:66a lid 6 Wft; Kamerstukken II 2011/12, 33235, nr. 3, p. 57.

99 Art. 4:371 lid 5 Wft; J.W.P.M. van der Velden, Beleggingsinstellingen, in: D. Busch, C.W.M. Lieverse & J.W.P.M. van der Velden (red.), Leerboek financieel recht, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2021, p. 248.

100 Art. 23 lid 3 AIFM.

101 Art. 23 lid 1 AIFM.

102 Van der Velden 2021, p. 249.

103 Art. 4:371 Wft.

104 Art. 115j Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen jo. art. 23 lid 1 sub b, g en i AIFM.

105 Art. 108 Gedelegeerde verordening (EU) 231/2013.

106 Art. 106 Gedelegeerde verordening (EU) 231/2013.

107 ESMA, Consultation Paper. Guidelines on Key Concepts of the AIFMD, 19 december 2012, ESMA/2012/845, p. 33, te raadplegen via [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf).

108 ESMA, Questions and Answers: Application of the AIFMD, 16 december 2022, ESMA34-32-352, p. 46-47, te raadplegen via [www.esma.europa.eu/document/qa-application-aifmd](http://www.esma.europa.eu/document/qa-application-aifmd); AFM 2022, p. 6.

109 S.N. Hooghiemstra, Wat is een beleggingsinstelling onder de AIFM-richtlijn?, Ondernemingsrecht 2014/24, par. 3.3.1.

Daarnaast zal van de uitzondering op de vergunningsplicht in de regel geen gebruik kunnen worden gemaakt. De SPAC is immers opgericht om voldoende kapitaal op te halen, om hiermee een business combination aan te gaan en zodoende een vermogen van meer dan € 100 miljoen te vergaren.

#### *PRIIPS-verordening*

- Informatieverplichtingen

Naast het publiceren van een prospectus kan een uitgevende instelling verplicht zijn een Essentiële-informatiedocument (hierna: EID) op te stellen. De PRIIPS-verordening vereist het opstellen en verstrekken van een EID indien een zogenaamd verpakt retailbeleggingsproduct beschikbaar wordt gesteld aan niet-professionele beleggers.<sup>110</sup> Een verpakt retailbeleggingsproduct is gedefinieerd als:

‘een belegging, waarbij, ongeacht de rechtsvorm van de belegging, het aan de retailbelegger te betalen bedrag onderhevig is aan schommelingen ten gevolge van de blootstelling aan referentiewaarden of aan de prestaties van een of meer activa, die niet rechtstreeks door de retailbelegger zijn aangekocht’.<sup>111</sup>

Het EID moet worden opgesteld als een opzichzelfstaand document.<sup>112</sup> Het mag dus niet in een ander document, zoals een prospectus, worden opgenomen. Het EID moet een kort document zijn, beknopt geformuleerd, en mag niet meer dan drie gedrukte bladzijden van A4-formaat beslaan.<sup>113</sup> Volgens de PRIIPS-verordening moet het EID nauwkeurig, eerlijk, duidelijk en niet misleidend zijn.<sup>114</sup> Het EID verschaft de belegger informatie over de voornaamste kenmerken van het instrument, waarbij de nadruk ligt op de risico's, het rendementprofiel en de kosten. Deze informatie bestaat uit een productbeschrijving met vermelding van het beoogde doel van de belegging, een samenvattende risico-indicator die het markt- en kredietrisico weergeeft, drie prestatiescenario's en een stressscenario betreffende de looptijd of aanbevolen houdperiode van het product, een samenvattende kostenindicator en een uitsplitsing van de kosten, informatie over de gevolgen van een vervroegde uitstap uit het product en een eventuele klachtenprocedure.<sup>115</sup> Hiermee komt het model van het EID in sterke mate overeen met de bij het prospectus op te stellen samenvatting.<sup>116</sup> Het EID is een levend document en moet derhalve worden bijgewerkt voor zover er wijzigingen optreden in bovengenoemde informatie.<sup>117</sup> Dit zal het geval zijn wanneer de samenvattende risico-indicator of de prestatiescenario's wezenlijk afwijken van de oorspronkelijk gepubliceerde.

- Toepasselijkheid voor SPAC's

Het opstellen van een EID is in de praktijk een complexe aanpak. Het model is niet gemakkelijk te vinden en het opmaken van de voorgeschreven inhoud, zoals bijvoorbeeld de berekening van prestatiescenario's en kosten, is technisch en complex van aard.<sup>118</sup> De SPAC zal toepasselijkheid van de PRIIPS-verordening dus bij voorkeur willen uitsluiten en hier een grondige analyse van maken.

De bij de IPO van de SPAC aangeboden warrants volgen vaak de waarde van de aandelen van het vehikel. De units kunnen dus kwalificeren als verpakt retailbeleggingsproduct als ze worden aangeboden aan consument-beleggers.<sup>119</sup> In de praktijk is de ontwikkeling waar te nemen dat in de prospectussen van SPAC's uitsluitend nog professionele beleggers worden opgenomen om deze verplichting te omzeilen.<sup>120</sup> Hoewel in deze gevallen de units niet bedoeld zijn voor verkoop aan consument-beleggers, kunnen deze in de namarkt mogelijk toch bij deze consument-beleggers terecht komen. De vraag is of in een dergelijk geval nog steeds een EID moet worden afgegeven aan deze beleggers. Volgens de AFM is dit niet het geval, omdat op basis van de PRIIPS-verordening alleen een EID hoeft te worden opgesteld als de beheerder aangeeft dat het product aan niet-professionele beleggers kan worden verkocht. Om het risico te verkleinen dat consument-beleggers producten kopen die niet voor hen geschikt zijn, acht de AFM het wel wenselijk dat uit het reclamemateriaal en de productinformatie duidelijk blijkt dat het product niet geschikt is voor consument-beleggers.<sup>121</sup> In die zin is er dus een eigen verantwoordelijkheid van beleggers om ervoor te zorgen dat zij niet beleggen in een product waarvan uitdrukkelijk wordt verklaard dat het niet voor hen geschikt is.

#### *Civielrechtelijke aspecten: prospectusaansprakelijkheid*

Beleggers kunnen op verschillende manieren vermogensschade lijden indien een prospectus onjuiste informatie bevat of in het kader van het prospectus onjuiste informatie is verstrekt. Voor de vraag of de SPAC, haar bestuurders of de bank die de uitgifte van de effecten heeft begeleid aansprakelijk zijn voor misleidende mededelingen in of in het kader van het prospectus of de EID gelden de gewone civielrechtelijke regels inzake prospectusaansprakelijkheid. Als sprake is van misleidende mededelingen kunnen beleggers de SPAC en/of de begeleidende bank aanspreken en schadevergoeding vorderen. Het BW biedt daarvoor verschillende grondslagen. Particuliere beleggers kunnen een beroep doen op de regeling inzake oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193b e.v. BW). Professionele beleggers kunnen ageren op grond van misleidende reclame

<sup>110</sup> Art. 5 Verordening (EU) 1286/2014 (PRIIPS).

<sup>111</sup> Art. 4 lid 2 PRIIPS.

<sup>112</sup> Art. 6 lid 2 PRIIPS.

<sup>113</sup> Art. 6 lid 4 PRIIPS.

<sup>114</sup> Art. 6 lid 1 PRIIPS.

<sup>115</sup> Art. 8 PRIIPS.

<sup>116</sup> De Jong 2019, par. 6.1.

<sup>117</sup> Art. 10 lid 1 PRIIPS.

<sup>118</sup> R.J. Boogaard, PRIIPS Verordening en beleggingsinstellingen, FR 2021, afl. 1/2, p. 39.

<sup>119</sup> AFME, European SPACs: Guide to Regulatory Obligations, 30 maart 2022, p. 47, te raadplegen via [www.afme.eu/publications/reports/details/European-SPACs-Guide-to-Regulatory-Obligations](http://www.afme.eu/publications/reports/details/European-SPACs-Guide-to-Regulatory-Obligations).

<sup>120</sup> Glazener, Offergelt & De Jong 2022, p. 80.

<sup>121</sup> AFM, Veelgestelde vragen over PRIIPS, te raadplegen via [www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/belangrijke-europese-wet--en-regelgeving/overige-wetgeving-en-regels/priips](http://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/belangrijke-europese-wet--en-regelgeving/overige-wetgeving-en-regels/priips).

(art. 6:194 e.v. BW). De hoofdvraag bij prospectusaansprakelijkheid is of de in of in verband met het prospectus gedane mededelingen misleidend waren of konden zijn voor de maatman-belegger.<sup>122</sup> In afwijking van de algemene regel van art. 150 Rv hoeven de beleggers niet te bewijzen dat de informatie in het prospectus onjuist of incompleet was, maar moet de uitgevende instelling bewijzen dat de informatie juist en correct was (art. 6:139j lid 1 respectievelijk art. 6:195 lid 1 BW).<sup>123</sup> Beide categorieën beleggers kunnen daarnaast schadevergoeding vorderen op grond van onrechtmatige daad (art. 6:162 BW). Ten slotte zal een vordering kunnen worden gegrond op dwaling (art. 6:228 BW).

#### 4.3 Euronext Amsterdam Reverse Listings Policy

##### Beleid

Exploitanten van gereguleerde markten dienen duidelijke en transparante regels op te stellen op basis van onder andere de Prospectusrichtlijn, de zogeheten *listing rules*.<sup>124</sup> Euronext heeft deze regels opgenomen in het Euronext Rule Book, bestaande uit Book I met de geharmoniseerde regels en een Book II voor elk van de verschillende markten georganiseerd door Euronext met specifieke regels voor de markt. In laatstgenoemd Rule Book is bepaald dat additionele voorwaarden gesteld kunnen worden met betrekking tot reverse listings.<sup>125</sup> Deze zijn neergelegd in de op 1 januari 2018 van kracht geworden Reverse Listings Policy (hierna: RLP).<sup>126</sup>

In de RLP wordt de reverse listing gedefinieerd als een transactie door een uitgevende instelling die geen *assets* van betekenis heeft, ongeacht hoe deze plaatsvindt, die in wezen resulteert in een fundamentele wijziging van de onderneming.<sup>127</sup> Het is ter discretionaire beoordeling door Euronext of er *assets* van betekenis aanwezig zijn. Bij de beoordeling of er sprake is van een fundamentele wijziging van de onderneming zijn de indicatoren (1) of de transactie de strategie of de aard van de onderneming wijzigt, (2) of de onderneming na de transactie onderdeel wordt van een andere sector, en (3) of de onderneming te maken zal krijgen met wezenlijk andere leveranciers, klanten en eindgebruikers.<sup>128</sup> Wanneer een vennootschap onder deze reikwijdte valt, wordt een aantal vereisten gesteld, te weten het feitelijk beschikbaar zijn van voldoende effecten, het hebben van een staat van dienst van ten minste drie jaar, de benoeming

van een *listing agent* en het uitvoeren van *Know Your Customer*-controles.<sup>129</sup>

Wanneer een vennootschap hieraan voldoet, moet zij een informatiedocument opstellen volgens een vast stramien dat is opgenomen in de bijlage bij de RLP.<sup>130</sup> Dit model is opgesteld in samenspraak met de AFM en gebaseerd op het vóór de Prospectusverordening geldende systeem met betrekking tot prospectusvereisten.<sup>131</sup> De in het document opgenomen (financiële) informatie moet betrekking hebben op de werkzaamheden, de onderneming of de activa van de onderneming die door de vennootschap wordt overgenomen. Zo is de inhoud van dit document vergelijkbaar met die van een prospectus, aldus Euronext.<sup>132</sup> Euronext zal geen stappen ondernemen met betrekking tot de reverse listing totdat de beoordeling en goedkeuring van de aanvraag zijn afgerond.<sup>133</sup>

##### Toepasselijkheid voor SPAC's

Over de vraag of de SPAC onder de reikwijdte van de RLP valt, bestaat enige discussie. Die ziet vooral op de interpretatie van de term *assets* in de definitie van de reverse listing. Als dit letterlijk vertaald wordt naar activa zou de SPAC buiten de werking van de RLP vallen. Ten tijde van de business combination is de SPAC immers geen lege huls meer, maar beschikt zij over activa van betekenis in de vorm van bij de IPO opgehaalde liquide middelen.<sup>134</sup> Er valt echter ook iets voor te zeggen dat *assets* in de RLP gelezen moet worden als bedrijfsmiddelen. Dit omdat het doel is dat de regeling van toepassing is in alle gevallen dat een transactie leidt tot een fundamentele wijziging van de onderneming van een uitgevende instelling.<sup>135</sup> Indien de activa van de vennootschap vrijwel geheel zouden bestaan uit liquide middelen die in het kader van de transactie aangewend worden, zoals bij de SPAC het geval is, zou die wijziging dan ook onder het bereik van het beleid vallen. In de praktijk lijkt de SPAC echter buiten het vizier van het beleid te vallen, aangezien aan Euronext Amsterdam genoteerde SPAC's middels een business combination vennootschappen naar de beurs halen, terwijl deze SPAC's een korter bestaan hebben dan drie jaar.<sup>136</sup> Onder de voorschriften van de RLP zou dit niet mogelijk zijn. Hoewel men dus op gegronde redenen de mening toegedaan kan zijn dat het beleid zo gelezen zou moeten worden dat de SPAC onder de reikwijdte valt, moet worden geconcludeerd dat dit op het moment niet het geval is. Aldus bestaat voor de SPAC geen specifiek toezicht op

122 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (VEB/World Online), r.o. 4.10.3-4.10.4.

123 Zie voor de materiële regels inzake prospectusaansprakelijkheid S.B. van Baalen & D.J. Verheij, *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, in: M. Haentjens e.a. (red.), *Compendium financieel recht* (derde druk), Den Haag: Sdu 2022, p. 390-397.

124 Art. 5:32a Wft.

125 Rule A – 5.2 Euronext Amsterdam Rule Book II.

126 Euronext, *Euronext Amsterdam Notice – Euronext Amsterdam Reverse Listings Policy*, 4 december 2017, te raadplegen via [www.euronext.com/en/media/1951](http://www.euronext.com/en/media/1951).

127 Punt 4 RLP.

128 Punt 5 RLP.

129 Punt 3 RLP.

130 Punt 1 RLP.

131 Art. 4a Verordening (EU) 809/2004.

132 J. Molenaar, *Amsterdams beurs pakt notering via lege huls aan*, Het Financieel Dagblad 4 december 2017, fd.nl.

133 Punt 2 RLP.

134 Van Kessel & Lemstra 2020, p. 804.

135 M.W. Josephus Jitta, *Reverse listings en een aantal in dat verband opkomende vragen*, *Ondernemingsrecht* 2019/15, par. 2.

136 Zie bijv. *Shareholder Circular Odyssey Acquisition S.A.*, 9 maart 2022, p. 19-21, te raadplegen via [odyssey-acquisition.com/site/assets/files/1223/shareholder\\_circular\\_final.pdf](http://odyssey-acquisition.com/site/assets/files/1223/shareholder_circular_final.pdf).

de informatieverstrekking bij de business combination vanuit de hoek van Euronext.

### 5 Resumé en conclusie

Ondanks het feit dat in 2007 reeds de eerste SPAC voet zette op de Amsterdamse beurs, bestaat in Nederland geen specifieke regelgeving omtrent dit beursvehikel. Ook de Europese wetgever heeft deze stap nog niet nodig geacht. Onjuist is daarentegen de uitspraak dat de SPAC met weinig regulering naar de beurs gaat. Zeker bij de IPO is de SPAC net als iedere andere vennootschap gebonden aan de regelgeving die verankerd is in de Prospectusverordening. Hoewel het prospectus van de SPAC er ietwat anders uitziet dan dat bij de doorsnee-beursgang, stelt de AFM specifieke eisen aan de inhoud om beleggers de noodzakelijke informatie te verschaffen om een geïnformeerde beslissing te nemen. In het bijzonder de indicatie van de informatie die opgenomen zal worden in de later op te stellen aandeelhouderscirculaire draagt hier in positieve zin aan bij. Opgemerkt zij dat de SPAC relatief makkelijk onder toepasselijkheid van de AIFM-richtlijn en de PRIIPS-verordening uit komt door middel van het specificeren van de zoektocht naar een target als algemeen zakelijk of bedrijfsdoel, de expliciete omissie van een vastgelegd beleggingsbeleid en het beperken van de aanbieding van units aan professionele beleggers. Het gemis dat hieruit voortvloeit voor de belegger is dat er geen EID opgesteld hoeft te worden. Aangezien de samenvatting in het prospectus niet onderdoet voor dit document, doet dit echter weinig afbreuk aan de bescherming voor beleggers.

Bij de business combination lijkt de Prospectusverordening geen soelaas te bieden voor de belegger. De prospectusverplichting voor aanbieding aan het publiek is doorgaans niet van toepassing op de SPAC omdat vaak aan minder dan 150 beleggers aangeboden wordt. De prospectusverplichting voor toelating tot de handel weet de SPAC veelal te omzeilen door middel van een inkoopconstructie of gebruik van een van de vrijstellingen. Wanneer dit de fusievrijstelling behelst, dient wel een exempted document opgesteld te worden. Hoewel aan dit document de nodige eisen worden gesteld, behoeft het geen goedkeuring van de AFM. Wel dient de SPAC op grond van het IPO-prospectus een aandeelhouderscirculaire op te stellen om de aandeelhouders te informeren over de business combination. Beargumenteerd kan worden dat de informatievoorziening in dit document niet alleen toereikend is, maar zelfs effectiever dan die in een prospectus. Ook hierbij ontbreekt echter toezicht van de AFM. Slechts bij het bewust publiceren van onjuiste of misleidende informatie kan de AFM ingrijpen. Ook van Euronext Amsterdam hoeft de SPAC-belegger geen toezicht te verwachten. SPAC's vallen namelijk buiten de reikwijdte van het geldende beleid ten aanzien van reverse listings. Is sprake van verstrekking van misleidende informatie in het prospectus of het EID, dan zal de SPAC en/of de bank die de uitgifte van de effecten heeft begeleid daarvoor aansprakelijk kunnen worden gehouden op basis van de gewone civielrechtelijke regels inzake prospectusaansprakelijkheid.

Concluderend ontbreekt het bij zowel de IPO van de SPAC als de business combination aldus niet aan informatie die gevraagd wordt om de potentiële belegger te beschermen. Onder de reeds geldende regelgeving dient alle voor de SPAC gespecificeerde en voor een geïnformeerde beleggersbeslissing noodzakelijke informatie te worden geopenbaard. Een duidelijk probleem is wel te signaleren in het toezicht op de informatievoorziening bij de business combination. Onder de huidige regelgeving ontbreekt het de AFM aan middelen om effectief toezicht te houden. Bij aanscherping hiervan zou idealiter wel in lijn met de Hollandse school gebruik worden gemaakt van open normen en discretionaire bevoegdheid van de AFM, zodat een verder geëvolueerde vorm van de SPAC niet gemakkelijk door de mazen van de wet kan kruipen.