

SPACs: een alternatief in zware beurstijden?

*Mr. M. van Straaten en mr. J.S. Polderman**

Inleiding

Het afgelopen jaar was niet alleen slecht voor de aandelenkoersen op de Amsterdamse beurs Euronext. Het aantal nieuwe noteringen was ook beperkt en bleef steken op vijf. Van deze nieuwe noteringen waren er twee, Liberty International Acquisition Company (na naamswijziging bekend als Liberty Acquisition Holdings (International) Company (hierna: Liberty) en Germany1 Acquisition Limited (hierna: Germany1), zogenoemde 'special purpose acquisition companies', ook wel 'SPACs' genoemd.¹ De aard van deze vennootschappen, oorspronkelijk een Amerikaans fenomeen, is relatief nieuw in Nederland.² De allereerste SPAC op Euronext Amsterdam, Pan-European Hotel Acquisition Company N.V. (hierna: PEHAC), werd het jaar daarvoor genoteerd, op 19 juli 2007.³

In deze bijdrage komt de structurering van SPACs aan de orde. Daarnaast zullen wij een aantal juridische aspecten belichten, die typisch zijn voor de SPAC en die bij een reguliere in Nederland genoteerde beursvennootschap niet of op een andere wijze spelen. Fiscale aspecten van SPACs worden in deze bijdrage niet besproken.

Wat is een SPAC?

Een SPAC is een vennootschap zonder geschiedenis. Het doel van de oprichters van een SPAC (veelal aangeduid als 'sponsors') is het aantrekken van kapitaal door middel van een uitgifte van aandelen en warrants die worden genoteerd aan een effectenbeurs. Met dat kapitaal worden vervolgens één of meer acquisities gedaan. In de (Engelstalige) praktijk worden acquisities door SPACs aangeduid als 'business combinations'. Pas op het moment dat een acquisitie wordt afgerond, kan werkelijk van het voeren van een onderneming door de SPAC worden gesproken. Een SPAC is ten tijde van de beursgang dus een vennootschap zonder feitelijke onderneming. Om potentiële beleggers in een

SPAC te interesseren zal het management zich sterk moeten profileren en een duidelijke visie moeten uitdragen. De toekomst en het succes van SPAC ligt immers in handen van het management. Hoewel dit bij andere vennootschappen uiteraard ook het geval is, speelt dit bij SPACs des te meer, omdat de door de SPAC te voeren onderneming ten tijde van het ophalen van het kapitaal nog niet bekend is. Vertrouwen van investeerders in de visie van het management is daarom essentieel.

SPACs zijn er in verschillende smaken. PEHAC bijvoorbeeld richt zich op een acquisitie in de hotelbranche en heeft daarmee een sectorale focus. Een geografische focus komt ook voor; Germany1 zoekt naar overnamekandidaten in Duitsland, Oostenrijk of Zwitserland. Daarnaast zijn er ook SPACs zonder nader omschreven focus. Liberty is hier een voorbeeld van.

Hoe werkt een SPAC?

Bij een traditionele beursgang geeft een vennootschap aandelen uit aan beleggers. SPACs daarentegen geven 'units' uit, die over het algemeen bestaan uit één aandeel en één warrant. Een warrant geeft recht op een aandeel en kan worden uitgeoefend na afronding van de acquisitie of na afloop van een vastgestelde periode na de beursgang van de SPAC (meestal één jaar). De units worden bij de beursgang aangeboden tegen een van tevoren vastgestelde prijs en zijn gedurende een bepaalde periode slechts als zodanig verhandelbaar. Deze periode loopt vanaf de dag van de beursgang tot aan vijf dagen nadat de zogenoemde over-allotment optie (een optie die door een vennootschap bij haar beursgang wordt gegeven aan de begeleidende banken om gedurende een periode van dertig dagen na de beursgang additionele aandelen, in het geval van SPACs units, te kopen, die gebruikt kunnen worden om de koers van het uitgegeven effect te stabiliseren) is uitgeoefend, of veertig dagen na de beursgang in het geval de over-allotment optie niet is uitgeoefend. Na afloop van deze periode worden de units gesplitst in separaat verhandelbare aandelen en warrants.

Wanneer investeerders in ruil voor hun units gelden hebben overgemaakt aan de SPAC, dan zal het grootste gedeelte van deze gelden, in de regel 90% of meer, worden gedeponneerd op een speciale rekening. Deze gelden mogen pas worden aangesproken op het moment dat dit nodig is ter financiering van een acquisitie door de SPAC, ter voldoening van aandeelhouders die tegen een voorgestelde acquisitie stemmen (zie hierna), en bij liquidatie van de vennootschap. Dit geldt ook voor de betaling van een deel van het honorarium van de 'underwriter(s)' (de banken die be-

* Mr. M. van Straaten is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh. Mr. J.S. Polderman is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh.

1. Zie ook het interview met Lisette Spaanbroek (directeur noteringen van NYSE Euronext Amsterdam) 'Wij hopen dat overnamefondsen voor Amsterdam blijven kiezen', Het Financieel Dagblad 2 januari 2009.
2. Voor een beschrijving van de achtergrond van de komst van SPACs naar Amsterdam verwijzen wij naar Petra Zijp & Jan Paul Franx, Finding a special purpose, *The European Lawyer* 2008, november en Petra Zijp, Jan Paul Franx & Lisa Bench Nieuwveld, Negotiated transactions, development in the SPAC market: Europe, *Bloomberg European Law Journal*, vol. 2, nr. 11.
3. Zie ook Monique Dorenbos & Teun Struycken, Listing of the first SPAC in mainland Europe, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2007, november.

last zijn met het succesvol laten verlopen van de plaatsing van de units) in verband met de beursgang van de SPAC. De onderwriters ontvangen een deel van hun beloning pas op het moment dat de acquisitie is afgerond, vaak zonder dat daarbij aanspraak kan worden gemaakt op de renteopbrengsten over de gelden op de speciale rekening. In dat geval profiteert de belegger van het uitstel van de betaling aan de onderwriters. De Amerikaanse praktijk leert dat onderwriters vaak helemaal afzien van ontvangst van commissies in het geval dat er gedurende de levensduur van de SPAC geen acquisitie plaatsvindt en de vennootschap geliquideerd wordt.

De sponsors van een SPAC krijgen geen salaris of andere vorm van cashbetaling, maar nemen bij oprichting een deelneming in de SPAC en betalen daarvoor slechts de nominale waarde van hun aandelen, of als het gaat om een buitenlandse vennootschap die geen nominale waarde van haar aandelen kent, een overeenkomstig relatief gering bedrag. Over het algemeen betreft het een deelneming van ongeveer 20% in de SPAC. Wanneer de beursgang plaatsvindt, stijgt de waarde van het aandeel van de sponsors aanzienlijk door het verschil tussen de nominale waarde die is betaald en de uitgiftekoers.

Voor een acquisitie, die zal moeten plaatsvinden binnen een vooraf vastgestelde periode van tussen de 18 en 24 maanden, zal veelal meer dan 80% van het bij de beursgang opgehaalde bedrag worden aangewend. Wanneer door het management van de SPAC eenmaal een doelvennootschap is geïdentificeerd, dan zal een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen worden geroepen waarin zal worden gestemd over de voorgenomen acquisitie. Bij deze vergadering kunnen aandeelhouders verschillende routes bewandelen. Indien meer dan het benodigde percentage aandeelhouders, over het algemeen een gewone meerderheid, voor de acquisitie stemt en er minder dan 30% tegenstemmers zijn, dan zal deze plaatsvinden. Tegenstemmers kunnen dan rekenen op een speciale behandeling. Zij hebben recht op de conversie van hun aandelen in cash in een van tevoren bepaald bedrag dat deel uitmaakt van de gelden gedeponneerd op de hiervoor omschreven speciale rekening. De conversie kan plaatsvinden door inkoop van de aandelen van de desbetreffende beleggers door de SPAC of intrekking van deze aandelen door de SPAC. Desinvesteren is daarmee relatief eenvoudig en veilig; de aandeelhouder is niet overgeleverd aan de grillen van het management. Hij zal min of meer zijn inleg vergoed krijgen en geen band meer houden met de (onderneming van de) SPAC. In feite heeft de investeerder een garantie dat hij zijn geld in ieder geval zal terugkrijgen wanneer hij een door het management voorgestelde acquisitie niet ziet zitten. In de Amerikaanse praktijk komen we de constructie tegen waarbij beleggers die alleen of tezamen met andere beleggers meer dan 10% van het geplaatst kapitaal van de SPAC hebben verworven, slechts 10% van het geplaatst kapitaal mogen converteren. Deze zogenoemde 'bulldog provision' beperkt de kans dat één of meer beleggers die samen een groep vormen, een voorgestelde acquisitie blokkeren tegen de zin van een groot gedeelte van de overige aandeelhouders.

Indien niet het benodigde percentage aandeelhouders voor de voorgestelde acquisitie stemt, dan zal het management verder moeten gaan met zijn zoektocht naar een geschikte acquisitiekandidaat. In het geval dat dit niet lukt binnen de vooraf vastgestelde periode van tussen de 18 en 24 maanden, zal de vennootschap worden geliquideerd en worden de gelden op de speciale rekening pro rata verdeeld over de beleggers.

Juridische aspecten

Vennootschapsrecht

Van de drie SPACs genoteerd aan Euronext Amsterdam is alleen PEHAC een Nederlandse naamloze vennootschap (NV). Liberty is opgericht naar het recht van de Kaaiman Eilanden, en Germany1 is opgericht naar het recht van Guernsey. Wanneer gebruik wordt gemaakt van een Nederlandse NV, komt de kapitaalbescherming van Boek 2 BW in beeld. De door de tegenstemmers te ontvangen gelden voor de ingekochte en ingetrokken aandelen zijn te kwalificeren als uitkeringen aan aandeelhouders en kan derhalve slechts plaatsvinden voor zover desbetreffende uitkeringen de vrij uitkeerbare reserves niet overschrijden (art. 2:105 lid 2 BW). Daarnaast betekent dit dat de SPAC bij inkoop rekening moet houden met de drempel van 50% van het geplaatste kapitaal (art. 2:98 lid 2 BW). In de praktijk zal de SPAC deze drempel nooit passeren of zelfs maar benaderen, aangezien, zoals al eerder vermeld, er veelal een grens van 30% geldt ten aanzien van het aantal tegenstemmers dat recht heeft op conversie. Zijn dit er meer, dan gaat de voorgenomen acquisitie niet door. Op het moment dat PEHAC genoteerd werd aan Euronext Amsterdam, gold nog de drempel van 10% voor inkoop van eigen aandelen. Deze restrictie werd ondervangen door voor te schrijven dat conversie plaatsvond door middel van intrekking bij meer dan 10% tegenstemmers en door middel van inkoop bij minder dan 10% tegenstemmers. Bij intrekking kunnen schuldeisers binnen twee maanden in verzet komen tegen het besluit tot kapitaalvermindering (art. 2:100 BW), met als gevolg dat de tegenstemmers ten minste twee maanden moeten wachten voordat zij het volledige bedrag ontvangen. Opmerking verdient dat deze regel slechts ziet op de nominale waarde van de aandelen. Bij PEHAC was de nominale waarde van de aandelen EUR 0,01.

SPAC geen beleggingsinstelling

Het management van een aan Euronext Amsterdam te noteren SPAC zal willen voorkomen dat de SPAC kwalificeert als een beleggingsinstelling in de zin van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Is dat wel het geval, dan zal de SPAC een vergunning moeten bemachtigen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), ten minste twee bestuurders moeten aanstellen die woonachtig zijn in Nederland, en moeten voldoen aan de boekhouding- en beheervereisten die de Wft stelt. Daarnaast zal de SPAC dan vallen onder het doorlopend toezicht van de AFM met betrekking tot onder meer de administratieve organisatie, interne controle en behoorlijk bestuur.

Een beleggingsinstelling is een beleggingsmaatschappij of een beleggingsfonds. Een beleggingsmaatschappij is een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen. Een beleggingsfonds is een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen (art. 1:1 Wft).

Om te voorkomen dat de SPAC kwalificeert als een beleggingsinstelling, zal het management zich actief moeten bemoeien met de onderneming van de doelvennootschap. Het SPAC-management zal moeten 'ondernemen' (in tegenstelling tot 'beleggen').⁴ Conform de Amerikaanse praktijk moeten de opbrengsten van de beursgang tot het moment dat enige onderneming wordt verworven, worden geïnvesteerd in financiële instrumenten met een laag risico, zoals bijvoorbeeld deposito's of spaarrekeningen aangehouden bij banken in de Europese Unie en schuldtitels/obligaties uitgegeven door lidstaten van de Europese Unie. Tot slot is een vereiste dat de maximumperiode tussen het moment van de beursgang en het aangaan van een acquisitie 24 maanden is. Een langere periode maakt de kans groter dat de AFM de SPAC zal beoordelen als een beleggingsinstelling. In de praktijk zal de SPAC bij de beursgang de AFM om bevestiging vragen dat de SPAC in de ogen van de AFM niet kwalificeert als een beleggingsinstelling.

Beursintroductie en prospectusplicht

Op het moment dat de SPAC naar de beurs gaat, dient een prospectus te worden opgesteld op grond van hoofdstuk 5.1 Wft, dat moet worden goedgekeurd door de AFM. Voor een reguliere vennootschap geldt dat zij op grond van artikel 6702/1 (iii) van het Euronext Rule Book, Book I, Harmonised Rules om voor toelating tot de handel op Euronext Amsterdam in aanmerking te komen minimaal over de voorgaande drie boekjaren jaarcijfers moet hebben gepubliceerd, maar dit geldt niet voor een SPAC. Wel moet de SPAC, net als reguliere vennootschappen, voldoen aan de toelatingsvereisten dat de marktkapitalisatie ten minste EUR 5 miljoen bedraagt en dat ten minste 25% van het uitgegeven kapitaal in handen van het publiek moet zijn gekomen (art. 6704/1 (ii) van het Euronext Rule Book, Book I, Harmonised Rules).

Melding zeggenschap en kapitaalbelang

De regels van het melden van zeggenschap en kapitaalbelang zoals opgenomen in hoofdstuk 5.3 van de Wft, zijn onverkort van toepassing op SPACs. Op grond van deze regels is de SPAC zelf gehouden haar geplaatste kapitaal te melden aan de AFM (art. 5:34 Wft), en zijn beleggers gehouden hun percentages aandelen en stemrechten te melden wanneer zij een in de Wft opgenomen drempel (de eerste drempel ligt op 5%) bereiken, overschrijden of onderschrijden (art. 5:38 Wft).

Men dient zich te realiseren dat zowel de door een SPAC uitgegeven aandelen als haar warrants meewegen bij de berekening van de relevante deelnemingen. De term 'aandelen' in artikel 5:38 Wft is gedefinieerd in artikel 5:33 lid 1 onder b Wft en omvat naast 'gewone' aandelen onder meer ook warrants; zie onderdeel 3 van deze bepaling. De aandelen kwalificeren als reëel kapitaalbelang en reële zeggenschap, terwijl de warrants kwalificeren als potentieel kapitaalbelang en potentiële zeggenschap. Voor de praktijk betekent dit dat een belegger die bij de beursgang (of later) 2,5% van de units in de SPAC verwerft, al meldingsplichtig is. De units bestaan immers uit aandelen en warrants, wat erin resulteert dat de belegger zich moet melden als houder van 5% van het kapitaal en de stemmen in de SPAC. De calculatie hiervoor geldt uiteraard alleen als een unit bestaat uit één aandeel en één warrant die recht geven op één aandeel.

Regels ter voorkoming van marktmissbruik

De sponsors van een SPAC kondigen soms reeds bij de beursgang aan dat zij op het moment dat een acquisitie wordt gedaan, een additionele investering in de SPAC zullen doen. De achtergrond hiervan is dat hiermee een signaal aan de markt wordt gegeven dat de mensen achter de SPAC vertrouwen hebben in de geschiktheid van de gevonden overnamekandidaat. Tevens wordt hiermee aan aandeelhouders die reeds voor de stemming over een acquisitie weten dat ze geen interesse hebben in de voorgestelde acquisitie(s), de mogelijkheid geboden om (een deel van) hun stukken op de markt te verkopen aan de sponsors voordat een algemene vergadering van aandeelhouders heeft plaatsgevonden waarin zal worden gestemd over de voorgenomen acquisitie.

De kans dat een voorgestelde acquisitie wordt goedgekeurd door de vergadering van aandeelhouders neemt door deze praktijk toe. De sponsors zullen op de vergadering van aandeelhouders voor het acquisitievoorstel stemmen op alle aandelen die zij in bezit hebben, ook op de aandelen die zij op de markt gekocht hebben van de voormalige aandeelhouders, die indien zij de aandelen nog in hun bezit hadden gehad ten tijde van de vergadering van aandeelhouders, wellicht tegen hadden gestemd.

Wanneer de units, aandelen en/of warrants daadwerkelijk worden gekocht door de sponsors, zal men moeten voorkomen dat transacties worden verricht wanneer men over voorwetenschap beschikt (art. 5:56 Wft), en zal men moeten voorkomen dat sprake kan zijn van marktmanipulatie (art. 5:58 Wft).

Het risico dat de sponsors een verwijt kan worden gemaakt van handel met voorwetenschap of marktmanipulatie, kan mogelijk worden beperkt door aan te sluiten bij de 'safe harbour'-regels die gelden bij inkoopprogramma's.⁵ Deze regels maken het mogelijk om onder specifieke voorwaarden, die met name betrekking hebben op transparantie aan de markt en de volumes en de prijs van de stukken die worden gekocht, bepaalde transacties te verrichten ondanks de aanwezigheid van voorwetenschap of het

4. Zie de AFM Beleidsregel Ondernemen of Beleggen, die te vinden is op www.afm.nl.

5. Verordening (EG) nr. 2273/2003 (PbEG 2003, L 336/33).

kwalificeren van de betreffende transacties als marktmanipulatie. Hoewel de regels strikt genomen slechts van toepassing zijn op een vennootschap die eigen aandelen inkoopt, kunnen de regels naar onze mening ook richting geven aan het structureren van transacties door andere partijen dan de vennootschap, zoals de sponsors.

In dit licht zouden sponsors kunnen overwegen om, op een moment dat men niet over voorwetenschap beschikt, aan een investeringsbank een onherroepelijke volmacht te verstrekken om stukken ter beurze (of daarbuiten) te kopen. Wanneer de bank vervolgens stukken koopt en de opdrachtgevers komen over voorwetenschap te beschikken, dan frustreert dit de structuur niet. De beslissing om te kopen is immers genomen op een moment dat er geen voorwetenschap was. Essentieel is wel dat er gedurende de uitvoering van de instructies geen contact is tussen opdrachtgevers en bank. Terugtrekken van de gegeven orders is dus niet mogelijk. Deze verhouding zal kunnen worden uitgewerkt in een contract waarin de onherroepelijke volmacht wordt afgesproken. Om te voorkomen dat de aankopen door de bank voor rekening van de opdrachtgever tot grote koerssprongen leiden, kan met de bank een afspraak worden gemaakt over het volume en de prijs van aankopen. Door het volume te beperken en duidelijke afspraken over de prijs te maken zullen ook afwijkende koerssprongen worden beperkt en voorkomt men dat het grijze gebied van marktmanipulatie wordt betreden.