

Verslaggeving door Europese Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)

Arjan Brouwer, Steven Hijink, Peter Westerduin

Received 13 September 2022

Accepted 25 October 2022

Published 21 December 2022

Samenvatting

In 2021 hebben veel *Special Purpose Acquisition Companies* ('SPACs') een beursnotering verkregen. De verslaggeving van SPACs staat volop in de belangstelling, onder andere bij de *IFRS Interpretations Committee* (IFRIC). In dit artikel doen wij verslag van ons onderzoek naar de jaarverslaggeving 2021 van SPACs die in 2020 of 2021 een beursnotering in Nederland, het Verenigd Koninkrijk of Frankrijk hebben verkregen. De verantwoording van (oprichters)aandelen, (oprichters)warrants, escrow-rekeningen en underwriting fees blijkt diffuus. Ook verschilt in sterke mate de transparantie omtrent oordeelsvorming en risico's. De verschillen in de verslaggeving worden enerzijds verklaard door verschillen in het toepasselijke vennootschapsrecht en de daarmee samenhangende aandeelhoudersrechten en de rapportagevereisten tussen landen en anderzijds door verschillen in oordeelsvorming bij vergelijkbare omstandigheden en vereisten. Dat de verslaggeving van SPACs bij *standard setters* in de belangstelling staat, is dus niet onterecht.

Relevantie voor de praktijk

Dit onderzoek geeft inzicht in de belangrijkste verslaggevingsaspecten van de SPAC en hoe zij haar kenmerkende instrumenten, verplichtingen en liquide middelen verantwoordt in de jaarrekening. Het onderzoek verschaft voorts inzicht in de inhoud van de controleverklaring en daarmee in de belangrijkste aandachtsgebieden van de controlerend accountant. Dit onderzoek kan voor bestuurders, toezichthoudende organen en accountants handvatten bieden voor een betere en meer consistente informatievervalsing.

Trefwoorden

SPAC, IFRS 2, IAS 32, corporate governance

1. Inleiding

De afgelopen jaren is de *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) – opnieuw – volop in de belangstelling komen te staan. Het fenomeen SPAC, kort gezegd: het op de beurs laten noteren van een lege rechtspersoon die tot doel heeft binnen een vastgelegde periode een (belang in een) onderneming ('target') te verwerven, is op zichzelf bezien niet nieuw. Ruim een decennium geleden was, ook op de Nederlandse effectenbeurs, een eerste golf(je) van beursnoteringen van SPACs zichtbaar. Destijds – evenals in de golf van de afgelopen jaren – liepen de Verenigde Staten van Amerika voorop in zowel het aantal beursnoteringen van SPACs als het moment waarop voor het eerst

SPACs genoteerd werden (Van Straaten and Polderman 2009; Sutherland and Kalisvaart 2022).

In Europa nam de SPAC-markt een vlucht vanaf 2020, waarbij met name in 2021 een groot aantal noteringen van SPACs plaatsvond. Het zwaartepunt van de Europese SPAC-markt lag in 2021. Euronext Amsterdam bleek daarbij de belangrijkste Europese effectenbeurs te zijn voor noteringen van SPACs: in 2021 noteerden 16 SPACs op Euronext Amsterdam en 22 elders in Europa (AFM 2022, p. 2).

Na 2021 is het aantal nieuwe beursnoteringen van SPACs fors afgenomen. In 2022 hebben, tot en met 30 juni 2022, op Euronext Amsterdam slechts twee nieuwe

beursnoteringen van SPACs plaatsgevonden. Ook overigens in Europa en in de Verenigde Staten is het aantal nieuwe beursnoteringen van SPACs fors gedaald, hetgeen voor de media reden was om te stellen dat de 'SPAC-hype' ten einde is gekomen¹ of zelfs een stille dood is gestorven.² Naast macro-economische en politieke oorzaken, als gevolg waarvan in het algemeen het klimaat voor nieuwe beursnoteringen in 2022 in snel tempo is verslechterd,³ speelt specifiek voor SPACs dat verschillende wet- en regelgevers strengere regelgeving hebben aangekondigd. Ook op dit punt lopen de Verenigde Staten voorop, met de aankondiging door de Amerikaanse *Securities and Exchange Commission* (SEC) op 30 maart 2022 van voorschriften om de informatieverplichtingen en rechten van investeerders in SPACs te versterken (SEC 2022).

De aankondiging van invoering van strengere regelgeving voor SPACs is niet zonder reden. In Europa zijn de informatieverplichtingen bij een beursnotering van een SPAC en de daaropvolgende informatieverplichtingen gedurende de beursnotering – in de vorm van een goed te keuren prospectus en de verplichting tijdig koersgevoelige informatie openbaar te maken – vergaand geharmoniseerd.⁴ Echter, de statutaire inrichting van de SPAC zelf – en daarmee, tot op zekere hoogte, de corporate governance en de rechten van individuele aandeelhouders in een SPAC – wordt bepaald door het op de SPAC toepasselijke vennootschapsrecht. Tussen het vennootschapsrecht van verschillende landen (en daarmee tussen de rechten van aandeelhouders in uit die landen afkomstige vennootschappen) kunnen relevante verschillen bestaan. Relevant in dit verband is dat van de 16 in 2021 op Euronext Amsterdam genoteerde SPACs er negen een Nederlandse bv zijn, één een Nederlandse nv, één een Luxemburgse S.A. en vijf een vennootschap opgericht naar het recht van de Kaaimaneilanden of Guernsey (Glazener et al., p. 77). Het gebruik van de Nederlandse bv als rechtsvorm om te noteren op een effectenbeurs was al enige jaren mogelijk (Bootsma et al. 2016). De 'SPAC-hype' heeft echter geleid tot een grote toename van het aantal beursgenoteerde bv's, met name omdat de bv de mogelijkheid biedt voor meer flexibiliteit bij de inkoop van eigen aandelen en bij het creëren van verschillende soorten aandelen (Sutherland and Kalisvaart 2022, p. 74; Glazener et al. 2022, p. 77–78).

Naast het uiteenlopen van de statutaire inrichtingsmogelijkheden van SPACs blijkt uit eerder verschenen onderzoek dat ook de verslaggeving van SPACs een grote diversiteit kent (Ebbinkhuijsen et al. 2022). In de Verenigde Staten van Amerika bleek gedurende 2021 dat een groot aantal SPACs *restatements* in de verslaggeving diende door te voeren,⁵ (onder meer) als gevolg van door de SEC gepubliceerde opvattingen over de wijze van accounting van bepaalde instrumenten, uitgegeven door SPACs (SEC Staff Statement 2021). De Nederlandse SPAC European FinTech IPO Company 1 B.V. – inmiddels Azerion Group N.V. als gevolg van een fusie met Azerion – vermeldt ten opzichte van haar

(niet-gecontroleerde) halfjaarbericht *restatements* in haar jaarrekening 2021 als gevolg van 'voortschrijdende praktijkinzichten' ten aanzien van SPAC-gerelateerde verslaggevingsaspecten.⁶ Door de *IFRS Interpretations Committee* (IFRIC) werd in maart 2022 een *Agenda Decision* genomen over de verwerking van bepaalde instrumenten door SPACs (IFRIC 2022). Ondanks het teruglopen van het aantal (nieuwe) beursnoteringen van SPACs in 2022, blijven er hierdoor goede redenen bestaan om het fenomeen SPAC vanuit verslaggevingsperspectief nader te beschouwen.

2. De onderzoekspopulatie

De onderzoekspopulatie bestaat uit alle SPACs die in 2020 of 2021 een beursnotering hebben gekregen op de beurs in Nederland (Euronext Amsterdam), het Verenigd Koninkrijk (London Stock Exchange) en Frankrijk (Euronext Paris), met uitzondering van de SPACs die reeds vóór 1 januari 2021 operationele activiteiten hebben verkregen door middel van een fusie met (of acquisitie van) een onderneming. De reden voor deze keuze is dat nadat de fusie of overname heeft plaatsgevonden, de SPAC qua aard en verslaggeving op de meest relevante aspecten niet langer verschilt van andere beursgenoteerde rechtspersonen. Het onderzoek richt zich specifiek op de beursgenoteerde SPACs die zich nog in de zogenaamde 'pre-merger' fase bevinden en de specifieke aandachtspunten die relevant zijn voor de verslaggeving door die rechtspersonen. Van SPACs met een gebroken boekjaar is de meest recente jaarrekening met boekjaar eindigend in 2021 of 2022 gebruikt. Eén SPAC met een gebroken boekjaar die vóór 31 juli 2022 nog geen jaarrekening had gepubliceerd is buiten de onderzoekspopulatie gelaten. SPACs waarvoor geen Engelstalige jaarrekening beschikbaar is (twee SPACs met Franstalige jaarrekeningen) zijn eveneens buiten de onderzoekspopulatie gelaten. Dit leidt tot de in tabel 1 weergegeven onderzoekspopulatie.

Tabel 1. Onderzoekspopulatie.

	Nederland	Verenigd Koninkrijk	Frankrijk	Totaal
SPACs genoteerd in 2020 of 2021	17	7	5	29
Af: overname vóór 2021 ¹	(1)			(1)
Af: geen jaarrekening over 2021 gepubliceerd vóór 31/07/2022 ²	(1)			(1)
Af: geen Engelstalige jaarrekening ³			(2)	(2)
Totaal	15	7	3	25
onderzoekspopulatie				

¹ Het betreft de op Euronext Amsterdam genoteerde (toenmalig geheten) SPAC Dutch Star Companies 1 N.V.

² Het betreft de op Euronext Amsterdam genoteerde SPAC EPIC Acquisition Corp.

³ Dit betreft de op Euronext Paris genoteerde SPACs DEE Tech S.A en 2MX Organic S.A.

Van de 25 onderzochte SPACs hebben er drie in 2021 een fusie- of overnametransactie gedaan met een targetonderneming, welke in alle gevallen is verwerkt als een omgekeerde overname. De overige 22 ondernemingen waren ultimo 2021 nog geen transactie aangegaan met een target. Een aantal SPACs heeft wel in 2022 vóór het opmaken van de 2021 jaarrekening een transactie gedaan met een andere onderneming.

Tabel 2. Belangrijkste kenmerken onderzoekspopulatie (x € 1 mln.).

	Eigen vermogen	Vreemd vermogen	Omzet	Resultaat voor belasting
Minimum	-9,69	0,05	0	-61,32
Gemiddelde	59,33	125,43	0	-7,00
Mediaan	3,30	134,96	0	-2,50
Maximum	470,10	445,89	0	1,29

3. Resultaten empirisch onderzoek

3.1. Publieke aandelen en warrants

Een SPAC wordt over het algemeen opgericht door een managementteam en/of een of meerdere sponsors ('founders'), die een beperkt bedrag aan kapitaal inbrengen bij de oprichting (de 'founder shares' of oprichtersaandelen). De SPAC geeft vervolgens units uit, bestaande uit aandelen en warrants, waarvan notering wordt aangevraagd voor verhandeling op de beurs. Dit leidt ertoe dat een groot deel van de uitstaande aandelen in handen is van publieke aandeelhouders (Van Straaten and Polderman 2009; Van Kessel and Lemstra 2020).

In de jaarrekening zullen de aandelen en warrants die aan publieke aandeelhouders worden uitgegeven in het algemeen worden verwerkt volgens IAS 32. De classificatie van deze aandelen en warrants als eigen vermogen of verplichting vereist een zorgvuldige afweging van alle kenmerken van de overeenkomst.

Classificatie aandelen

Aan de aandelen die bij de beursgang zijn uitgegeven aan de publieke aandeelhouders is vaak een zogenoemd *redemption right* verbonden, waardoor deze aandelen terugbetaalbaar worden naar keuze van de aandeelhouder (Glazener et al. 2022, p. 79; Sutherland and Kalisvaart 2022, p. 73–74). Deze aandeelhouders hebben dan bijvoorbeeld ieder individueel het recht om hun aandeel terug te verkopen aan de vennootschap, als ze op een later moment de voorgenomen 'fusie- of overnametransactie' met een andere onderneming niet interessant vinden. Het is dan mogelijk dat ze hun initiële inleg terugkrijgen of dat hierop een correctie plaatsvindt voor (negatieve) rente op dit bedrag.

Op grond van IAS 32 classificeert een instrument alleen als eigen vermogen als dit het resterend belang in de activa van de entiteit na aftrek van al haar verplichtingen representeert. Als de entiteit niet onvoorwaardelijk in staat is om betaling aan de houder van het instrument te

voorkomen, is echter sprake van een verplichting en dus niet van eigen vermogen (IAS 32, par 17 e.v.). Door het terugverkooprecht dat de houder van een publiek aandeel in de SPAC in veel gevallen heeft, is hier echter over het algemeen geen sprake van en zullen de aandelen classificeren als vreemd vermogen.

Het is echter ook mogelijk dat de SPAC wel in staat is om betaling in contanten te voorkomen, dat betaling alleen bij liquidatie van de vennootschap plaatsvindt of dat een eventuele betaling niet door individuele aandeelhouders afgedwongen kan worden, maar dat hierover door de aandeelhoudersvergadering, een orgaan van de vennootschap, besloten moet worden. Ook kent IAS 32 (par. 16A–D) een specifieke uitzondering voor zogenoemde 'puttable instrumenten' als deze, weliswaar terugverkoopbaar, de meest achtergestelde instrumenten zijn.

Classificatie warrants

De publieke warrants zijn derivaten die worden afgewikkeld via de levering van aandelen. Een dergelijk derivaat kan kwalificeren als eigenvermogensinstrument, maar daarvoor moet het voldoen aan het zogenoemde 'fixed-for-fixed' criterium: alleen als het instrument wordt afgewikkeld door levering van een vast aantal aandelen tegen een vaste prijs kwalificeert het als eigenvermogensinstrument (IAS 32, par. 22). Als het instrument kenmerken bevat die voor variabiliteit in het aantal aandelen of het te betalen bedrag zorgen, dient het instrument over het algemeen geclassificeerd te worden als een verplichting. Ook als de warrant betrekking heeft op een instrument dat zelf kwalificeert als verplichting zal de warrant als verplichting worden geclassificeerd. Datzelfde geldt als er situaties mogelijk zijn waarin de entiteit de warrants moet terugkopen van de houder.

Tabel 3. Verwerking publieke aandelen en warrants.

	Aandelen		Warrants	
	n	%	n	%
Totaal	25		25	
Grondslag voor classificatie opgenomen	19	76	20	80
Classificatie genoemd als belangrijk oordeel ('key judgment')	14	56	9	36
Instrument geclassificeerd als eigen vermogen	12	48	8	32
Instrument geclassificeerd als verplichting	13	52	17	68

Uit tabel 3 blijkt dat 19 SPACs (76%) informatie hebben opgenomen over de classificatie van de publieke aandelen en dat 20 SPACs (80%) informatie hebben opgenomen over de publieke warrants. In 14 respectievelijk negen gevallen wordt deze classificatie aangemerkt als belangrijk oordeel. Opvallend is dat alle in Nederland genoteerde ('Nederlandse SPACs') en in Frankrijk genoteerde SPACs ('Franse SPACs') een toelichting opnemen over de classificatie van de publieke aandelen en dit over het algemeen ook aanmerken als belangrijk oordeel (14 van de 18 SPACs). Van de SPACs met een beursnotering

in het Verenigd Koninkrijk ('Engelse SPACs') heeft er slechts één een toelichting opgenomen over de classificatie van de aandelen en geen van deze SPACs heeft de classificatie van de publieke aandelen aangemerkt als belangrijk oordeel. Ook is het opvallend dat 12 van de 15 Nederlandse SPACs de aandelen verwerken als verplichting in verband met het recht van de houder van het aandeel om terugbetaling door de SPAC te eisen, terwijl alle zeven Engelse SPACs en twee van de drie Franse SPACs de aandelen verwerken als eigen vermogen. Doordat de Engelse SPACs niet in detail ingaan op de oordeelsvorming ten aanzien van de classificatie van de aandelen, is niet geheel duidelijk of de verschillen in de wijze van verwerking primair worden gedreven door andere kenmerken van de aandelen of door een andere oordeelsvorming. Op basis van de informatie die is opgenomen in de toelichting op de jaarrekening, gelezen in combinatie met een aantal prospectussen van SPACs, krijgen wij de indruk dat er sprake is van een combinatie van factoren. Bij sommige SPACs wordt het verschil in wijze van verwerking verklaard doordat sprake is van uiteenlopende aandeelhoudersrechten. Bepalend voor de rechten van een individuele aandeelhouder in een SPAC is in beginsel het vennootschapsrecht dat op die SPAC van toepassing is. Tussen, bijvoorbeeld, het respectievelijke Nederlandse, Luxemburgse, Engelse of Franse vennootschapsrecht en het vennootschapsrecht dat geldt voor vennootschappen afkomstig uit de Kaaimeilanen⁷ kunnen relevante verschillen bestaan.⁸ Dit uiteenlopen van vennootschapsrechtelijke bevoegdheden en rechten van aandeelhouders – en daarmee het uiteenlopen van kenmerken van de uitstaande instrumenten – kan de verschillen in verwerking in de verslaggeving deels verklaren. Anderzijds hebben wij de indruk dat de verschillen in verwerking deels worden verklaard door een andere oordeelsvorming bij (verder) vergelijkbare kenmerken van de instrumenten.

Bij de publieke warrants zien we een vergelijkbaar beeld, waarbij Engelse SPACs relatief minder vaak een toelichting opnemen over de classificatie, de classificatie niet aanmerken als belangrijk oordeel en de instrumenten vaker worden aangemerkt als eigen vermogen. Van de 15 Nederlandse SPACs classificeert slechts één de warrants

als eigen vermogen, van de zeven Engelse SPACs classifiëren zes deze als eigen vermogen.

De op Euronext Amsterdam genoteerde SPAC Energy Transition Partners B.V. geeft een duidelijke toelichting over de classificatie van de uitgegeven instrumenten als eigen of vreemd vermogen en de belangrijkste argumenten voor die classificatie.

3.2. Aandelen en warrants van de oprichters

De oprichters of het managementteam van de SPAC worden gestimuleerd om te presteren via het bij de oprichting verkregen aandelenbelang en over het algemeen via de toekenning van extra warrants. Over het algemeen blijft echter ongeveer 20% van de aandelen in handen van de oprichters (Sutherland and Kalisvaart 2022, p. 70). Een belangrijke vraag die naar voren komt bij de verwerking van de aandelen en warrants van de oprichters is of de verwerking valt onder IFRS 2 of onder IAS 32. Het onderscheid tussen toepassing van IFRS 2 of IAS 32 is belangrijk, omdat beide standaarden tot een andere conclusie kunnen leiden over de vraag of de aandelen geclassificeerd moeten worden als eigen vermogen of als vreemd vermogen.

IAS 32 is van toepassing op alle financiële instrumenten, maar contracten en verplichtingen uit hoofde van op aandelen gebaseerde betalingen waarop IFRS 2 van toepassing is, vormen hierop een uitzondering. IFRS 2 is van toepassing als de onderneming (rechten op) eigenvermogensinstrumenten uitgeeft in ruil voor goederen of diensten. De vraag is dus of de oprichters bepaalde instrumenten krijgen toegekend uit hoofde van hun rol als aandeelhouder of als tegenprestatie voor (management)diensten die ze leveren. Dit vereist een zorgvuldige afweging van alle feiten en omstandigheden, zoals de rechten van de oprichters en of die verschillen van die van de publieke aandeelhouders.

Verwerking onder IAS 32

Voor de verwerking onder IAS 32 gelden vergelijkbare vraagstukken als de vraagstukken die zijn beschreven in de voorgaande paragraaf over de publieke aandelen en warrants.

Figuur 1. Best practice toelichting over classificatie aandelen als eigen of vreemd vermogen: Energy Transition Partners B.V. Annual Report 2021.

Significant accounting judgements

(.....)

- Founder Shares and Founder Share F1 are determined to be equity instruments under IAS 32 as they represent a claim to the residual interest of the Company. Founder Warrants are determined to be derivative financial liabilities under IAS 32 and IFRS 9 given the warrant agreement allows for the delivery of a variable number of shares upon exercise.
- Redeemable Ordinary Shares are determined to be financial liabilities under IAS 32. The redemption features of the Redeemable Ordinary Shares create a contractual obligation to pay cash that the Company cannot avoid. The Public Warrants are determined to be derivative financial liabilities under IAS 32 and IFRS 9 given Public Warrants contain cash settlement alternatives and features that lead to a settlement of a variable number of shares which lead to a derivative financial liability classification.

Verwerking onder IFRS 2

Op aandelen gebaseerde betalingen worden geclassificeerd als afgewikkeld in eigenvermogensinstrumenten ('equity settled') of afgewikkeld in contanten ('cash settled'), afhankelijk van de voorwaarden van de overeenkomst. De criteria die hiervoor gelden wijken af van de criteria die gelden onder IAS 32. Zo is het onder IFRS 2 mogelijk dat het contract wordt afgewikkeld in een variabel aantal aandelen en dat de uitgegeven instrumenten toch classificeren als eigen vermogen.

Ook moet onder IFRS 2 de waarde van de op aandelen gebaseerde betaling verwerkt worden in de winst-en-verliesrekening aangezien dit een compensatie is voor de geleverde goederen of diensten. Bij equity settled-regelingen moet de SPAC hiervoor de goederen of diensten die zijn ontvangen waarderen, tenzij deze niet betrouwbaar gewaardeerd kunnen worden (waaronder werknemersprestaties). In dat laatste geval wordt de waarde van de verstrekte instrumenten bepaald. Bij cash settled-regelingen wordt de reële waarde van de verplichting bepaald. De kosten worden verwerkt gedurende de zogenoemde vestingperiode; de periode waarover de ontvanger prestaties moet leveren in ruil voor de op aandelen gebaseerde betaling.

Zoals uit tabel 4 blijkt, hebben 18 SPACs (75% resp. 86%) een grondslag opgenomen voor de classificatie van de aandelen respectievelijk van de warrants van de oprich-

ters en hebben 14 (58%) respectievelijk 13 (62%) SPACs dit aangemerkt als belangrijk oordeel. Twintig (83% resp. 95%) SPACs hebben expliciet toegelicht of de verwerking heeft plaatsgevonden onder IAS 32 of onder IFRS 2 en 14 respectievelijk 13 SPACs hebben dit aangemerkt als belangrijk oordeel. Bij vier (17%) respectievelijk 1 (5%) SPAC(s) konden wij op basis van de informatie in de jaarrekening niet vaststellen of de instrumenten onder IFRS 2 of onder IAS 32 zijn verwerkt. Het is daarbij opvallend dat dit alle Engelse SPACs betreft.

Het grootste deel van de SPACs (54%) verwerkt de aandelen van oprichters onder IFRS 2 terwijl de warrants in de meeste (76%) gevallen worden verwerkt op basis van IAS 32. In lijn met eerdere bevindingen in de literatuur lijkt verwerking van de warrants onder IFRS 2 nog geen gebruikelijke praktijk (Ebbinkhuijsen et al. 2022, p. 87). Slechts vijf SPACs geven een toelichting waarom zij de warrants niet beschouwen als een *share based payment*. Het feit dat de warrants dezelfde rechten geven als de publieke warrants, niet worden gezien als beloning voor geleverde diensten van de oprichters en de opbrengsten van de warrants worden aangewend om de beursgang en de operationele activiteiten van de SPAC te bekostigen, zijn hierbij terugkerende argumenten. Uitsluitend Hambro Perks Acquisition Company licht in detail toe hoe zij tot het oordeel is gekomen dat de sponsor warrants niet in de scope van IFRS 2 vallen.

Figuur 2. Best practice toelichting over verwerking founder warrants: Hambro Perks Acquisition Company Annual Report & Audited Financial Statements 2021.

Use of judgements and estimates

(...)

Sponsor Warrants

Similarly to Sponsor Shares, the Board has exercised judgement in determining whether the Sponsor Shares should be treated as a financial instrument (IAS 32) or share based payments (IFRS 2). IFRS 2 applies to any transaction in which an entity receives goods or services as part of a share-based payment arrangement. That determination requires careful consideration of all the facts and circumstances, such as whether the rights of the Sponsor Warrant holders differ from those of the Public Warrant holders. The board have determined that Sponsor Warrants do not fall within the scope of IFRS 2 for the following reasons:

- The Sponsor Warrants were issued at a price of £1 per Warrant and are exercisable at a price of £11.50 per Public Share, which do not represent preferential terms to those afforded to Public Warrant holders;
- No further Sponsor Warrants are receivable for zero or discounted consideration;
- The commercial basis for the issue of Sponsor Warrants is to provide sufficient capital to cover the Company's listing costs and operating expenses until the achievement of a Business Combination, without diluting the value of the Public Shareholders' shares;
- There are no service conditions attached to the Sponsor Warrants;
- Sponsor Warrant holders have no different rights from Public Warrant holders in the event of a successful Business Combination or the failure to achieve such a combination.

The Board's judgment is that the Sponsor Warrants are a puttable financial instrument that includes a contractual obligation for the issuer to redeem that instrument for cash or another financial asset (in this case, a Public Share) upon exercise. The Sponsor Warrants do not entitle the holder to a pro rata share of the entity's assets in the event of the entity's liquidation and are therefore classified as a financial liability in accordance with section 16 of IAS 32.

De aandelen van de oprichters worden in alle gevallen aangemerkt als eigenvermogensinstrument, zowel bij verwerking onder IFRS 2 als onder IAS 32. Voor de warrants geldt dat ze bij verwerking onder IAS 32 in 14 van de 16 gevallen (87%) worden geclassificeerd als verplichting. Dit wordt verklaard doordat over het algemeen niet wordt voldaan aan het fixed-for-fixed criterium, door bijvoorbeeld de aanwezigheid van anti-verwateringsclausules. Bij verwerking onder IFRS 2 verwerkt circa een derde (38%, aandelen) respectievelijk de helft (warrants) van de SPACs kosten voor op aandelen gebaseerde beloningen in de winst-en-verliesrekening. De SPACs die deze kosten verantwoorden merken, voor zover toegelicht, de datum van de beursgang (IPO) aan als grant date en verwerken de last over de vestingperiode, wat in veel gevallen de periode van grant date tot de (verwachte) business combination datum is. De andere SPACs (die nog geen kosten verantwoorden) zijn van mening dat de datum van de business combination de grant date is. Zij zullen dus pas lasten verantwoorden wanneer de business combination plaatsvindt.

Tabel 4. Verwerking aandelen en warrants van de oprichters.

	Aandelen		Warrants	
	n	%	n	%
Totaal ¹	24		21	
Grondslag voor classificatie opgenomen	18	75	18	86
Classificatie genoemd als belangrijk oordeel ('key judgment')	14	58	13	62
Toelichting opgenomen of instrumenten worden verwerkt onder IAS 32 of IFRS 2	20	83	20	95
Verwerking onder IAS 32 of IFRS 2 als belangrijk oordeel ('key judgment')	14	58	13	62
Verwerkt onder IFRS 2	13	54	4	19
Verwerkt onder IAS 32	7	29	16	76
Toegepaste Standaard niet duidelijk	4	17	1	5
<i>Indien verwerking onder IFRS 2</i>				
Instrument geclassificeerd als eigen vermogen	13	100	4	100
Instrument geclassificeerd als verplichting	0	0	0	0
Share based payment expense verantwoord	5 ²	38	2	50
Share based payment reserve verantwoord	5	38	2	50
Gehanteerde grant date toegelicht	13	100	3	75
- Grant date is IPO datum	6 ³	46	1	33
- Grant date is datum business combination	7	54	2	67
Vesting periode toegelicht	9	69	3	75
<i>Indien verwerking onder IAS 32</i>				
Instrument geclassificeerd als eigen vermogen	7	100	2	13
Instrument geclassificeerd als verplichting	0	0	14	87

¹ Het verschil ten opzichte van de onderzoekspopulatie (25 SPACs) wordt verklaard doordat bij één Engelse SPAC geen onderscheid bestaat tussen publieke aandelen en aandelen voor de oprichters. Deze SPAC heeft slechts één soort (gewone) aandelen uitgegeven. Voorts zijn er vier SPACs die geen warrants (meer) bij de oprichters hebben uitstaan. De verwerking van deze aandelen en warrants is om die reden buiten beschouwing gelaten in deze tabel.

² Twee Nederlandse SPACs die een share based payment expense hebben verantwoord zijn buiten beschouwing gelaten, omdat de verantwoorde kosten uitsluitend betrekking hebben op door de CFO en non-executives geleverde diensten (en daarmee niet op alle aandelen van de oprichters).

³ In tegenstelling tot vijf SPACs die een share based payment expense hebben verantwoord, hebben zes SPACs de IPO-datum als grant date bestempeld. Het verschil wordt veroorzaakt doordat één SPAC weliswaar de IPO-datum als grant date hanteert, maar geen expense heeft verantwoord omdat zij een acquisitie/fusie met een target (per balansdatum) niet waarschijnlijk acht.

Hambro Perks Acquisition Company licht in detail toe hoe zij tot het oordeel is gekomen dat de sponsor shares in de scope van IFRS 2 vallen en op grond van welke overwegingen ze tot het oordeel is gekomen dat de grant date van de aandelen het moment van de business combination is.

3.3. Transparantie over rechten, verplichtingen en risico's

Voordat de SPAC via een overname of fusie een onderneming met operationele activiteiten heeft verkregen, geven de balans en winst-en-verliesrekening van de SPAC beperkt informatie die relevant is voor de gebruikers van de jaarrekening. Over het algemeen bevat de balans alleen een bedrag aan liquide middelen aan de debetzijde (verkregen vanuit de uitgifte van aandelen en warrants) en de als eigen of vreemd vermogen kwalificerende instrumenten die zijn uitgegeven aan de oprichters en publieke investeerders aan de creditzijde. De verwerking van de uitgegeven instrumenten is hiervoor behandeld.

Aangezien de liquide middelen die bij de beursgang zijn verkregen dienen te worden terugbetaald aan de aandeelhouders als geen business combination tot stand komt, dan wel aan individuele aandeelhouders die van hun *redemption right* gebruik maken, omdat zij de voorgestelde business combination niet interessant vinden, worden deze middelen over het algemeen aangehouden op een escrow rekening. Van de 25 onderzochte SPACs hebben er 19 een bedrag op een escrow rekening. In het Verenigd Koninkrijk lijkt het gebruik van escrow accounts minder gangbaar; slechts één van de zeven Engelse SPACs houdt liquide middelen aan op een escrow rekening.

Zowel op de balans als in het kasstroomoverzicht kunnen de restricties die van toepassing zijn op de escrow rekening de presentatie van het aangehouden bedrag beïnvloeden. IAS 7, par. 7 geeft in dit kader aan dat cash equivalents worden aangehouden ten behoeve van het vervullen van kortetermijnverplichtingen, dat ze snel omgezet moeten kunnen worden in liquide middelen en niet onderhevig zijn aan belangrijke waardeschommelingen. Normaal gesproken kunnen financiële activa alleen worden aangemerkt als cash equivalent als ze een looptijd hebben van 3 maanden of minder. In 2022 heeft de IFRS Interpretations Committee overigens aangegeven dat restricties ten aanzien van een aangehouden saldo niet per definitie betekenen dat het aangehouden saldo niet kwalificeert als cash equivalent.⁹

Uit tabel 5 blijkt dat vijf SPACs het bedrag dat wordt aangehouden op een escrow rekening aanmerken als cash and cash equivalents, zeven SPACs classificeren het als financieel actief en zeven SPACs presenteren het op een afzonderlijke regel op de balans (waarbij de Nederlandse SPACs het bedrag presenteren onder de regel 'cash' en de Franse en Engelse SPACs het presenteren als afzonderlijke regel boven 'cash'). Alleen de SPACs die het op de escrow aangehouden bedrag op de balans presenteren als 'cash and cash equivalents' en één Franse SPAC die het

Figuur 3. Best practice toelichting over verwerking founder shares: Hambro Perks Acquisition Company Annual Report & Audited Financial Statements 2021.**The Escrow Account**

The Company has evaluated the classification of the Escrow Account and further given the restrictions as a consequence of the interests of the ordinary shareholders. The Company considers that the restrictions regarding the Escrow Account are such that these change the nature of the item. The Escrow Account cannot be considered a demand deposit as a consequence of the restrictions. The amounts can only be withdrawn in specific situations. The Company's Escrow Agent shall only instruct the Escrow Foundation to release the Escrow Amount to the Company in the following situations:

- i. upon receipt of (a) a joint and written instruction signed by the Executive Board of Directors, confirming that the conditions, if any, to completing of the Business Combination are satisfied or waived in accordance with the transaction documentation in effect between the Company and the Target and (b) a written confirmation of a civil law (deputy or assigned)-notary (notaris, toegevoegd notaris of kandidaat-notaris) that the Required Majority has adopted a resolution to approve the Business Combination;
- ii. upon receipt of a written confirmation of a civil law (deputy or assigned)-notary (notaris, toegevoegd notaris of kandidaat-notaris) that (a) the Business Combination Deadline has passed without the Company completing a Business Combination and (b) a written resolution by the General Meeting to pursue a Liquidation was adopted;
- iii. on the first Business Day three (3) years after the execution date of the Escrow Agreement; or
- iv. upon receipt by the Escrow Agent of a final judgment from a competent court or arbitral tribunal, confirmed to be enforceable in the Netherlands by a reputable law firm, requiring payment by the Escrow Foundation of all or part of the amounts held in the Escrow Account to the Company and/or the Listing Agent.

Therefore, the Company concludes that the amounts on the Escrow Account do not classify as Cash.

The Company also concludes that the amounts on the Escrow Account do not classify as Cash Equivalents, because the amounts on the Escrow Account are not held for the purpose of meeting short-term cash commitments. As a consequence, the Company presents the Escrow Account at 31 December 2021 as an other financial asset as part of the current assets. The Company expects to realize the Escrow Account within 12 months after the reporting date

op een afzonderlijke regel presenteert, nemen het bedrag in het kasstroomoverzicht mee als cash equivalent.

Tabel 5. Presentatie escrow in balans en kasstroomoverzicht.

	Aanmerking als cash equivalent in kasstroomoverzicht			
	Wel		Niet	
Presentatie op balans	n	%	n	%
Cash and cash equivalents	5	83	-	-
Afzonderlijke regel (restricted cash of cash in escrow)	1	17	6	46
Financieel actief (current)	-	-	1	8
Financieel actief (non-current)	-	-	6	46
SPACS met escrow	6		13	

New Amsterdam Invest N.V. heeft een duidelijke toelichting opgenomen over de presentatie van de escrow account in de jaarrekening.

Informatie over voorwaardelijke betalingen en andere verplichtingen

Hiervoor is reeds besproken dat de SPAC diverse instrumenten uitgeeft met verschillende rechten. Daarnaast is het mogelijk dat de SPAC andere verplichtingen aangaat, of is aangegaan, die in de

toekomst tot betaling kunnen leiden. Het is voor investeerders van belang om te begrijpen welke (voorwaardelijke) verplichtingen de SPAC heeft en wat dit betekent voor hun positie na een eventuele business combination, bijvoorbeeld indien sprake is van prestatiebeloningen bij een succesvolle acquisitie of andere voorwaardelijke betalingen die pas betaalbaar worden na een succesvolle acquisitie. Dat kan bijvoorbeeld gelden voor underwriting fees van de bij de beursgang betrokken banken. Hierbij is het mogelijk dat de banken wel reeds de dienst hebben geleverd, maar dat een deel van de betaling afhankelijk is van het doorgaan van een succesvolle acquisitie. Voor de verwerking van deze verplichting is het op grond van IAS 32 relevant of de SPAC een verplichting heeft om te betalen of dat de SPAC zelf in de hand heeft of betaling wel of niet moet plaatsvinden en welk gewicht bij de oordeelsvorming wordt toegekend aan het feit dat het al dan niet doen van een acquisitie een keuze is van de SPAC en haar organen (waaronder de aandeelhoudersvergadering).

Uit tabel 6 blijkt dat een minderheid van 16% van de SPACs een verplichting uit hoofde van underwriting fee opneemt op de balans, terwijl 64% deze toelicht als niet uit de balans blijvende verplichting. Bij 20% van de SPACs wordt geen resterende verplichting vermeld.

Figuur 4. Best practice toelichting over escrow account: New Amsterdam Invest N.V. Annual Report 2021.**The Escrow Account**

The Company has evaluated the classification of the Escrow Account and further given the restrictions as a consequence of the interests of the ordinary shareholders. The Company considers that the restrictions regarding the Escrow Account are such that these change the nature of the item. The Escrow Account cannot be considered a demand deposit as a consequence of the restrictions. The amounts can only be withdrawn in specific situations. The Company's Escrow Agent shall only instruct the Escrow Foundation to release the Escrow Amount to the Company in the following situations:

- i. upon receipt of (a) a joint and written instruction signed by the Executive Board of Directors, confirming that the conditions, if any, to completing of the Business Combination are satisfied or waived in accordance with the transaction documentation in effect between the Company and the Target and (b) a written confirmation of a civil law (deputy or assigned)-notary (notaris, toegevoegd notaris of kandidaat-notaris) that the Required Majority has adopted a resolution to approve the Business Combination;
- ii. upon receipt of a written confirmation of a civil law (deputy or assigned)-notary (notaris, toegevoegd notaris of kandidaat-notaris) that (a) the Business Combination Deadline has passed without the Company completing a Business Combination and (b) a written resolution by the General Meeting to pursue a Liquidation was adopted;
- iii. on the first Business Day three (3) years after the execution date of the Escrow Agreement; or
- iv. upon receipt by the Escrow Agent of a final judgment from a competent court or arbitral tribunal, confirmed to be enforceable in the Netherlands by a reputable law firm, requiring payment by the Escrow Foundation of all or part of the amounts held in the Escrow Account to the Company and/or the Listing Agent.

Therefore, the Company concludes that the amounts on the Escrow Account do not classify as Cash.

The Company also concludes that the amounts on the Escrow Account do not classify as Cash Equivalents, because the amounts on the Escrow Account are not held for the purpose of meeting short-term cash commitments. As a consequence, the Company presents the Escrow Account at 31 December 2021 as an other financial asset as part of the current assets. The Company expects to realize the Escrow Account within 12 months after the reporting date

Tabel 6. Verwerking underwriting fees in de jaarrekening.

	n	%
Verantwoord als verplichting op de balans	4	16
Toegelicht als niet uit de balans blijvende verplichting	16	64
Geen vermelding van resterende verplichtingen	5	20
Totaal	25	

Voor de investeringsbeslissing in de SPAC zijn naast de op de balans en in de winst-en-verliesrekening opgenomen bedragen tevens andere aspecten van belang. Hierbij kan worden gedacht aan informatie over de founders/bestuurders die voor een succesvolle overname moeten zorgen, informatie over het selectiebeleid voor een overnamekandidaat, informatie over de governance bij de SPAC en informatie over risico's die de SPAC en haar investeerders lopen.

Informatie over de founders/sponsors

Het vertrouwen van de investeerders in een SPAC wordt grotendeels bepaald door het vertrouwen dat ze hebben in de oprichters, hun kennis en kunde om een goede overnamekandidaat te identificeren en om deze tegen aantrekkelijke voorwaarden te verkrijgen. De meeste SPACs

Tabel 7. Informatie over governance en risico's.

	n	%
Totaal	25	
CV founders/bestuurders opgenomen	19	76
Selectiebeleid targets toegelicht	16	64
Corporate governance code toegepast	19	76
Afwijkingen van de code toegelicht	16	64
Gemiddeld aantal gerapporteerde afwijkingen	5	
Risico's benoemd in bestuursverslag	21	84
Uitgebreide beschrijving van risico's opgenomen	12	48
Geheel of gedeeltelijke verwijzing naar prospectus	6	24
Minimumaantal risico's (in verslagen waarin risico's zijn gerapporteerd)	2	
Gemiddeld aantal risico's (in verslagen waarin risico's zijn gerapporteerd)	12	
Maximumaantal risico's (in verslagen waarin risico's zijn gerapporteerd)	46	
<i>Aard gerapporteerde risico's</i>		
Risico's t.a.v. het realiseren van een succesvolle acquisitie	84	
Risico's t.a.v. de financiering en uitgegeven instrumenten	57	
Afhankelijkheid van key personen (founders/directors), conflicts of interest en reputatierisico	31	
Impact van macro-ontwikkelingen (covid-19, negatieve rente)	27	
Aspecten t.a.v. corporate governance en interne beheersing	18	
Overige risico's	29	

noemen als belangrijk risico ten aanzien van het succes van de SPAC ook de afhankelijkheid van een klein groepje personen (de founders). In totaal wordt een risico dat hieraan gerelateerd is 31 keer genoemd in de 21 bestuursverslagen waarin een overzicht van risico's is opgenomen (zie tabel 7). Uit tabel 7 blijkt dat 19 (76%) SPACs een (al dan niet) gedetailleerd CV van de founders/bestuurders hebben opgenomen in het bestuursverslag.

Informatie over investeringsstrategie en -beleid

Het doel van de SPAC is om te investeren in een aantrekkelijke overnamekandidaat. Voor investeerders in een SPAC is het relevant om te begrijpen welke strategie en welk selectiebeleid hierbij worden gehanteerd. Nagenoeg alle SPACs maken melding van de sector en/of het segment waarin wordt gezocht naar een overnamekandidaat. Een meer gedetailleerde uiteenzetting van de selectiecriteria die worden gehanteerd vinden we terug in 16 (64%) bestuursverslagen.

Informatie over corporate governance

Het is voor investeerders van belang om te begrijpen hoe bij de organisatie de corporate governance is geregeld en hoe er wordt gezorgd voor de juiste checks en balances. Hierbij kan worden gedacht aan de rol van de raad van commissarissen, risicomanagement ten aanzien van de aangetrokken liquide middelen en transparantie over beloningen. 19 SPACs (76%) maken melding van het toepassen van een corporate governance code, waarbij vier SPACs aangeven dat ze hieruit slechts de onderdelen toepassen die ze op dit moment relevant/passend vinden voor de omvang en aard van de organisatie. Onder de SPACs die in het geheel geen code toepassen, bevinden zich ook drie op Euronext Amsterdam genoteerde SPACs die geen naar Nederlands recht opgerichte vennootschap zijn. 16 SPACs rapporteren op welke aspecten ze de code niet naleven en deze SPACs wijken gemiddeld op vijf onderdelen af. Afwijkingen zijn vaak gerelateerd aan de bestuurders (diversiteit, beloning) en de omvang van de organisatie (ontbreken van de internal auditfunctie en bepaalde commissies).

Informatie over risico's

Verschillende stakeholders hebben gewezen op risico's die het investeren in een SPAC voor particuliere beleggers met zich meebrengt (Eumedion 2021; AFM 2022).¹⁰ Eén van de manieren om (potentiële) investeerders adequaat te informeren over deze risico's is een goede uiteenzetting van de risico's in de risicoparagraaf in het bestuursverslag. 21 (84%) SPACs hebben een opsomming opgenomen van de belangrijkste risico's ten aanzien van de SPAC, waarbij in 12 (48%) gevallen een uitgebreide beschrijving van deze risico's (inclusief beheersing) is opgenomen. In zes gevallen wordt voor alle of een deel van de informatie over risico's verwezen naar het

prospectus, maar bevat het bestuursverslag over 2021 geen informatie hieromtrent.

De 21 SPACs die risico's vermelden in het bestuursverslag rapporteren in totaal 246 risico's. De diversiteit in het aantal gerapporteerde risico's is groot en loopt uiteen van 2 tot 46. De gerapporteerde risico's concentreren zich met name rondom het realiseren van een succesvolle acquisitie (34%), de financieringsstructuur van de SPAC en de diverse uitgegeven instrumenten (23%) en de afhankelijkheid van een kleine groep individuen (de founders), waarbij ook mogelijke conflicts of interest en reputatierisico's worden genoemd (13%). Bij het doornemen van de gerapporteerde risico's valt op dat veel SPACs vergelijkbare risico's rapporteren en soms exact dezelfde bewoordingen gebruiken.

ESG Core Investments B.V. neemt een uitgebreide beschrijving op van risico's, waarin niet alleen het risico wordt beschreven, maar ook wordt ingegaan op risk appetite, kans, impact en de wijze waarop het risico wordt gemitigeerd.

3.4. Controleverklaring

Hoewel een SPAC voor de business combination beperkt activiteiten bevat, zal de accountantscontrole een aantal specifieke aandachtspunten kennen. Allereerst is het voortbestaan van de SPAC afhankelijk van het tijdig realiseren van een business combination (of de mogelijkheid om de zogenaamde 'business combination deadline' te verlengen). Aangezien niet vooraf vaststaat dat men in staat zal zijn om dit te realiseren, bestaat er voor veel SPACs een onzekerheid ten aanzien van de continuïteit. Een aantal SPACs had vóór het opmaken van de jaarrekening reeds een overnamekandidaat geïdentificeerd, maar voor het grootste deel van de SPACs was dit niet het geval. Van de 25 SPACs in de onderzochte populatie hebben 14 SPACs een toelichting opgenomen over het bestaan van een materiële continuïteitsonzekerheid, waarbij één SPAC de onzekerheid beperkt tot 'per balansdatum', aangezien na balansdatum een succesvolle acquisitie heeft plaatsgevonden. Zoals uit tabel 8 blijkt, heeft de accountant bij 16 SPACs in de controleverklaring gerapporteerd over de werkzaamheden ten aanzien van continuïteit en is in 13 gevallen een toelichtende paragraaf opgenomen in verband met het continuïteitsrisico.

Beleggers in een SPAC vertrouwen hun geld toe aan een klein groepje individuen en vertrouwen erop dat zij dit geld goed zullen investeren. In 12 van de 15 Nederlandse en zeven van de zeven Engelse controleverklaringen wordt het risico van management override of controls vermeld als aandachtspunt voor de controle. Daarnaast worden in vier van deze verklaringen ook andere (fraude) risico's vermeld. Het gaat dan om het risico dat kosten van de beursgang te hoog zijn weergegeven, transacties met verbonden partijen, onrechtmatige betalingen en onjuiste weergave van liquide middelen.

Figuur 5. Best practice toelichting over risico's: ESG Core Investments B.V. Annual Report 2021.

Risk category	Risk description	Risk appetite	Likelihood	Potential impact
Strategic	The Company may face significant competition for Business Combination opportunities	High	High	High

(.....)

To the extent possible, for each risk factor described below, we set out how we believe we mitigate these risks. However, we may not be successful in deploying some or all of these mitigating actions effectively. If circumstances occur or are not sufficiently mitigated, our business, financial condition, results of operations and prospects could be material adversely affected. In addition, risks and uncertainties could cause actual results to vary from those described, which may include forward-looking statements, or could impact our ability to meet our objectives or be detrimental to our financial condition or reputation.

The Company may face significant competition for Business Combination opportunities

There may be significant competition in some or all of the Business Combination opportunities that the Company may explore. Such competition may for example come from strategic buyers, sovereign wealth funds, other SPACs and public and private investment funds, many of which are well established and have extensive experience in identifying and completing acquisitions and business combinations. A number of these competitors may possess greater technical, financial, human and other resources than the Company. Furthermore, these competitors may be able to facilitate a more expedited acquisition process as they, unlike the Company, may not require the approval of a shareholders' meeting of a publicly listed company. Any of these or other factors may place the Company at a competitive disadvantage in successfully negotiating or completing an attractive Business Combination.

This risk is mitigated by the fact that the Sponsor has extensive experience in investing in ESG growth companies, the Sponsor is highly regarded in the capital markets and has obtained a strong track-record, visibility and reputation in the energy transition and water markets in particular, which provide the Company with a competitive advantage in identifying acquisition opportunities to complete the Business Combination. The Management Board is furthermore supported by the efforts of an active Supervisory Board.

Naast continuïteit en fraude wordt via de key audit matters in de controleverklaring weergegeven dat de accountant bij de jaarrekeningcontrole met name extra aandacht heeft besteed aan de verwerking (classificatie en waardering) van de uitgegeven financiële instrumenten in de jaarrekening.

Opvallend is dat bij geen van de Franse SPACs een materiële onzekerheid ten aanzien van de continuïteit, frauderisico's en evenmin key audit matters worden gerapporteerd in de controleverklaring.

Bij drie SPACs bevat de controleverklaring in een key audit matter een relevant aandachtspunt voor de publieke investeerders, namelijk een mogelijk conflict of interest doordat de belangen van de sponsors/founders en de publieke aandeelhouders mogelijk niet gelijk zijn. Tot deze SPACs behoort Climate Transition Capital Acquisition I B.V.

4. Conclusies en slotbeschouwing

De afgelopen jaren hebben een stormachtige opkomst – en daaropvolgend ook weer een terugloop – van beursnoteringen van SPACs laten zien. In dit onderzoek stond de verslaggeving centraal van de 25 SPACs die in 2020

Tabel 8. Informatie controleverklaring.

	n	%
Totaal	25	
<i>Continuïteit</i>		
Werkzaamheden t.a.v. continuïteit toegelicht	16	64
Toelichtende paragraaf t.a.v. going concern opgenomen	13	52
<i>Fraude</i>		
Frauderisico's en werkzaamheden toegelicht	19	76
Management override vermeld als frauderisico	19	76
Andere frauderisico's vermeld	4	16
<i>Key Audit Matters opgenomen</i>		
Ja	22	88
Nee	3	12
<i>Gerapporteerde Key Audit Matters</i>		
Classificatie financiële instrumenten	15	
Continuïteit	6	
Waardering financiële instrumenten	5	
Impact verschillende soorten aandelen	3	
Uitgestelde underwriting fee	3	
Corporate Governance compliance	3	
Overig	10	
	45	

of 2021 een beursnotering hebben gekregen op de beurs in Nederland (Euronext Amsterdam), het Verenigd Koninkrijk (London Stock Exchange) en Frankrijk (Euronext

Figuur 6. Best practice key audit matter over mogelijk conflict of interest: Controleverklaring Deloitte bij de jaarrekening 2021 van Climate Transition Capital Acquisition I B.V.**Impact of different classes of shares**

The Company has issued different classes of shares with corresponding different risks and rewards. The sponsors of the SPAC have put capital at risk to list the Ordinary Shares and to fund the search process to find a target to enter into a Business Combination. In return, the sponsors received Sponsor Shares and Sponsor Warrants. The Sponsor Shares give voting rights equal to the Ordinary Shares. The nominal value of the Sponsor Shares that has been paid up by the sponsors amounts to EUR 0.01 per share. Upon a successful Business Combination, the Sponsor Shares are converted to Ordinary Shares. Ordinary Shares have been issued within Units at EUR 10 for 1 Ordinary Share and 1/3 Warrant. In case of a Business Combination, the holders of these shares can redeem.

As at December 31, 2021, the Ordinary Shares traded for EUR 9.73 at Euronext. The difference in price has implications for the wealth generated for the holders of the various instruments upon the consummation of a Business Combination. For the sponsors, wealth is created in case the market value of the Ordinary Shares exceeds EUR 2.25. Ordinary Shareholders are not aligned with that. As a consequence of this, there is a threat of a conflict of interest when evaluating and/or valuing potential business combinations.

The sponsors have agreed to a conditional lock-up as outlined in the Prospectus.

How our audit responded to the key audit matter

As part of our audit work we have reviewed disclosure note 5 (Share capital and warrants) of the financial statements detailing the main aspects of the instruments issued. We have traced and agreed the statements made within this paragraph to the underlying documentation of the instruments. Furthermore we have specifically evaluated the disclosure of the rights and interest of the Sponsor Shareholders and Public Shareholders.

Key observations

Although the risks and rewards between the sponsor shares and ordinary are substantially different, we have not identified inconsistencies between the Directors' Report and other parts of the annual report. Nor have we identified any deviations between the knowledge obtained during the audit and the relevant section of the Directors' Report. It may be the case that if we had audited the information contained in the Directors' Report we could have identified other matters.

Paris), met uitzondering van de SPACs die reeds vóór 2021 operationele activiteiten hebben verkregen door middel van een fusie met (of acquisitie van) een onderneming. Hoewel het onderliggende principe en het 'businessmodel' van SPACs vergelijkbaar is – het laten noteren op de beurs van een lege rechtspersoon die tot doel heeft binnen een vastgelegde periode een (belang in een) target te verwerven – is de nodige diversiteit zichtbaar in de verslaggeving van de onderzochte SPACs.

Een belangrijke oorzaak voor de diversiteit in de verslaggeving van SPACs lijkt te zijn gelegen in de locatie van beursnotering van de SPAC en het op de SPAC toepasselijke vennootschapsrecht. Zo nemen in Nederland en in Frankrijk genoteerde SPACs een toelichting op over de classificatie van de publieke aandelen, waar dit bij in het Verenigd Koninkrijk genoteerde SPACs nauwelijks voorkomt.

Ook de classificatie zelf van publieke aandelen en warrants (als eigen vermogen, respectievelijk als vreemd vermogen) loopt uiteen. Hierbij lijkt het op de SPAC toepasselijke vennootschapsrecht en de daarmee samenhangende aandeelhoudersrechten in een aantal gevallen van invloed, maar is ook sprake van verschillende oordeelsvorming bij vergelijkbare omstandigheden.

Het uiteenlopen van het toepasselijke vennootschapsrecht speelt ook een rol bij de mate van toepasselijkheid

van – en informatievervalsing over – corporate governance codes. Dit blijkt bijvoorbeeld bij de diversiteit tussen SPACs met een notering op Euronext Amsterdam, die zijn opgericht naar Nederlands recht respectievelijk naar het recht van een andere staat. Vanwege het uiteenlopen van rechten van investeerders tussen verschillende SPACs en het uiteenlopen, binnen een en dezelfde SPAC, van de rechten van houders van founder shares en gewone aandelen, is informatievervalsing over de governancestructuur en de daaraan verbonden risico's naar onze mening wenselijk. In de risicoparagrafen in de bestuursverslagen van een groot aantal SPACs wordt hieraan – terecht – dan ook aandacht besteed.

Andere aspecten waarop de verslaggeving van de onderzochte SPACs uiteenloopt, zijn de classificatie en presentatie van aangehouden bedragen op escrow rekeningen en de verantwoording van underwriting fees.

Ook in de controleverklaringen lijkt de locatie van de beursnotering een belangrijke rol te spelen. Bij alle SPACs met een beursnotering in Amsterdam of Londen zijn één of meer key audit matters opgenomen, worden over het algemeen frauderisico's vermeld en is, waar relevant, een paragraaf ter benadrukking van de continuïteitonzekerheid opgenomen. Bij geen van de in Parijs genoteerde SPACs bevat de controleverklaring deze elementen. Bij

drie op Euronext Amsterdam genoteerde SPACs bevat de controleverklaring in een key audit matter als aandachtspunt voor de publieke investeerders dat een mogelijk conflict of interest kan bestaan tussen de sponsors/founders en de publieke aandeelhouders. Wij kunnen ons voorstellen dat bij SPACs, juist omdat het op de SPAC toepasselijke vennootschapsrecht bepalend kan zijn voor de specifieke rechten en bevoegdheden van de verschillende soorten aandeelhouders, een key audit matter gerelateerd aan de corporate governance structuur gebruikelijk wordt.

Variatie in de verslaggeving doet zich vaker voor. Hoezeer ook (mede) het doel van verslaggevingsvoorschriften is om bij te dragen aan het beginsel van vergelijkbaarheid (het beginsel dat ondernemingen verge-

lijkbare economische omstandigheden op vergelijkbare wijze in de jaarrekening weergeven): de praktijk is vaak weerbarstiger. De (inschattingen over de) economische omstandigheden van ondernemingen kunnen immers in meer of mindere mate uiteenlopen. De variatie in de verslaggeving van de onderzochte SPACs is in dit licht bezien echter opmerkelijk. Juist omdat SPACs voorafgaand aan de verwerving van een target geen activiteiten hebben, zijn de economische omstandigheden van SPAC's in hoge(re) mate vergelijkbaar. Verwacht zou daarom mogen worden dat hun verslaggeving weinig variatie zou bevatten. Echter, als we kijken naar de verslaggeving door SPAC's is de ene zak geld blijkbaar dan toch de andere niet.

-
- **Prof. dr. A.J. Brouwer RA – Arjan** is hoogleraar externe verslaggeving aan de Vrije Universiteit Amsterdam en partner bij PwC.
 - **Prof. dr. mr. J.B.S. Hijink – Steven** is hoogleraar jaarrekeningenrecht aan de Radboud Universiteit en advocaat bij Stibbe.
 - **P. Westerduin MSc RA EMITA – Peter** is senior manager bureau vaktechniek bij BDO.
-

Dankwoord

De auteurs danken Lars Striekwold voor zijn ondersteuning bij de dataverzameling.

Noten

1. Zie Het Financieele Dagblad, 6 april 2022, p. 27 "Strengere regels voor Amerikaanse spacs versnellen het einde van de hype."
2. Zie NRC, 2 augustus 2022, p. E7 "De lege beurshuls wordt nauwelijks nog gevuld."
3. Zie Het Financieele Dagblad, 17 juni 2022, p. 27, "Bearmarkt mondt uit in slechtste klimaat voor beursgangen in 12 jaar."
4. Op grond van respectievelijk de Europese Prospectusverordening en de Europese Verordening Marktmisbruik.
5. Zie Bloomberg, 15 november 2021, SPACs Headed for New Wave of Restatements for Accounting Errors (<https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/spacs-headed-for-new-wave-of-restatements-for-accounting-errors>).
6. Zie Azerion Group N.V. - Annual Report for the period 25 January 2021 to 31 December 2021, p. 32.
7. Zo zijn – zoals wij in paragraaf 1 opmerkten – van de 16, tot de onderzoekspopulatie behorende, in 2021 op Euronext Amsterdam genoteerde SPACs negen een bv, één een nv, één een Luxemburgse S.A. en vijf een vennootschap opgericht naar het recht van de Kaaimeiland of Guernsey (Glazener, Offergelt and De Jong 2022, p. 77).
8. Waarbij wij opmerken dat ook *binnen* het Nederlandse vennootschapsrecht de rechten van aandeelhouders in een nv kunnen afwijken van de rechten van aandeelhouders in een bv. Zie over de grotere flexibiliteit van het Nederlandse bv-recht, ten opzichte van het Nederlandse nv-recht: Sutherland and Kalisvaart 2022, p. 74.
9. Zie <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/supporting-implementation/agenda-decisions/2022/demand-deposits-with-restrictions-on-use-arising-from-a-contract-with-a-third-party-apr-2022.pdf>
10. Zie bijvoorbeeld ook de VEB: <https://www.veb.net/artikel/08128/kritiek-op-spac-zwelt-aan>.

Literatuur

- AFM (2022) AFM Market Watch 5. The Dutch SPAC market: an overview, January 2022. <https://www.afm.nl/~profmedia/files/onderwerpen/afm-market-watch/afm-market-watch-5-spacs.pdf?la=nl-NL>
- Bootsma AA, Hijink JBS, In't Veld L (2016) De eerste beurs-BV, Ondernemingsrecht 2016/111.
- Ebbinkhuijsen NC, Korff D, Versteeg FNIJ (2022) Verslaggevingsaspecten rondom SPACs, TvJ nr. 3, juli 2022, 85–88.

- Eumedion (2021) Eumedion Position Statement, Special Purpose Acquisition Companies ('SPACs'), December 2021. <https://en.eumedion.nl/clientdata/217/media/clientimages/Position-SPACs.pdf?v=211205141211>
- Glazener EJ, Offergelt NAM, De Jong T (2022) SPACs en De-SPACs, TvJ nr. 3, juli 2022, 77–84.
- IFRIC (2022) Tentative agenda decisions 15–16 March 2022 SPAC. <https://www.ifrs.org/news-and-events/updates/ifric/2022/ifric-update-march-2022/>
- SEC Staff Statement (2021) SEC Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies ('SPACs') (2021), 21 april 2021. <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>
- SEC (2022) SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections (2022), 30 maart 2022. <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56>
- Sutherland CFC, Kalisvaart JS (2022) Een korte geschiedenis van de SPAC en de ontwikkeling van haar karakteristieken, 0–76.
- Van Kessel HM, Lemstra DJR (2020) De SPAC (special purpose acquisition company). Ondernemingsrecht 2020, 794–805.
- Van Straaten M, Polderman JS (2009) SPACs: een alternatief in zware beurstijden? V&O 2009, 1–4.

Bijlage 1

Tabel A1. Lijst van onderzochte ondernemingen.

	Naam SPAC	Beursnotering
1	Brigade-M3 European Acquisition Corp.	NL
2	European Healthcare Acquisition & Growth Company B.V.	NL
3	SPEAR Investments I B.V.	NL
4	Disruptive Capital Acquisition Company Limited	NL
5	Energy Transition Partners B.V.	NL
6	VAM Investments SPAC B.V.	NL
7	New Amsterdam Invest N.V.	NL
8	Climate Transition Capital Acquisition I B.V.	NL
9	Crystal Peak Acquisition	NL
10	Hedosophia European Growth	NL
11	Pegasus Acquisition Company Europe B.V.	NL
12	Pegasus Entrepreneurs Acquisition Company Europe B.V.	NL
13	European Fintech IPO Company 1 BV (Azerion NV)	NL
14	ESG Core Investments B.V.	NL
15	Dutch Star Companies 2 B.V (Cabka NV)	NL
16	Mining, Minerals & Metals plc	UK
17	Pineapple Power Corporation Plc	UK
18	AdvancedAdvT Limited	UK
19	Cyba Plc	UK
20	Roquefort Therapeutics plc (Roquefort Investments plc)	UK
21	Hambro Perks Acquisition Company Limited	UK
22	Anemol International Limited	UK
23	Accor Acquisition Company S.A	FR
24	Transition S.A	FR
25	I2PO S.A	FR