

# Publieke consultatie door de FSMA over een voorstel van minimumstandaarden voor de structurering, de informatieverstrekking en de verhandeling van SPACs op Euronext Brussels

## Contents

I.	SPACs - <i>Special Purpose Acquisition Companies</i> - zijn in opmars.....	4
	Wat is een SPAC?.....	4
	A. Historiek en recente opmars: in 2020 ruim 300 SPAC-IPO-transacties.....	4
	B. Etappes en kenmerken van een SPAC-project.....	6
	1. De oprichting van de SPAC .....	6
	2. De plaatsing bij institutionele beleggers .....	7
	3. De beursnotering ofwel de “SPAC IPO” .....	7
	4. Het vinden van een <i>target</i> en uittredingsmogelijkheid voor beleggers.....	8
	5. De notering van de <i>business combination</i> .....	9
	6. Cijfermatige illustratie van de vergoeding van de sponsors naar aanleiding van de vorming van de <i>business combination</i> en de impact van de dilutie voor de aandeelhouders .....	9
II.	Vanuit beleggersoogpunt gaan achter de schijnbare eenvoud van het SPAC-aandeel aspecten schuil die de beoordeling van een dergelijke investeringsbeslissing complex maken.....	14
	A. SPACs: voordelen en beloften.....	14
	B. SPACs: nadelen en risico’s .....	15
	1. Risico op ondeugdelijk bestuur en belangenconflicten .....	15
	2. De vergoedingsstructuur van de sponsors houdt het risico in dat de belangen van de sponsors en de beleggers niet gelijklopend zijn. ....	16
	3. Besluitvorming over de <i>business combination</i> .....	17
	4. De opbrengst van de SPAC-notering op een escrowrekening biedt investeerders geen absolute zekerheid dat ze hun volledige inleg kunnen recupereren .....	17
	5. Dilutie is verankerd in de SPAC-structuur .....	18
	6. SPACs worden gewaardeerd aan de hand van projecties, inschattingen en scenario’s. 18	
	7. Academisch onderzoek wijst op constant teleurstellende prestaties van <i>post-business combination</i> SPACs.....	19
III.	De FSMA stelt maatregelen voor ter bewaking van het evenwicht tussen een vlotte kapitaalmarktwerking en het beleggersbelang.....	21
	A. De beheerstructuur van de SPAC en de regels in verband met de besluitvorming rond <i>business combinations</i> moeten de beleggers maximaal beschermen tegen belangenconflicten .....	21
	B. De uittredingsmodaliteiten van de SPAC moeten beleggers die beslissen hun deelneming aan te houden, maximaal beschermen tegen dilutie .....	22

C. Het SPAC-prospectus moet verschillende dilutiescenario's bevatten en moet aangeven welk rendement nodig is om de dilutie van de investeerder te neutraliseren.....	22
D. SPAC-aandelen zullen op de Euronext Brussels de specifieke vermelding dragen dat ze voorbehouden zijn aan professionele beleggers. ....	23
E. Bijkomende aanbevelingen.....	24

Een SPAC of *Special Purpose Acquisition Company* is een nieuw opgerichte vennootschap met als specifiek doel om geld op te halen, een beursnotering aan te vragen (IPO) en vervolgens om binnen een strak tijdsbestek -doorgaans uiterlijk binnen 24 maanden- een fusie of een overname, de *business combination*, van een privéonderneming te financieren, het *target*, en dat *target* met de vennootschap te incorporeren in de *business combination*, die zo een publieke onderneming wordt.

De vennootschap plaatst de netto-opbrengsten van de beursnotering op een geblokkeerde rekening (escrowrekening). De fondsen op deze escrowrekening dienen als dekking voor de uitstapregeling van de beleggers die dat wensen ten tijde van de vorming van de *business combination*, en/of om dan de acquisitie van het *target* te financieren.

Dit type vennootschap, dat in Europa nog relatief weinig voorkomt, is al wijdverbreid in de Verenigde Staten en in Azië. Tot op vandaag zijn er geen genoteerde SPACs in België.

In de rechtsgebieden waar dit fenomeen al bestaat, zijn marktpraktijken ontstaan in verband met de werking van de SPACs. Hoewel de basisfilosofie van de SPACs doorgaans dezelfde is (namelijk geld ophalen om een *target* te verwerven), moet de structuur aansluiten bij de specifieke kenmerken van elk nationaal rechtstelsel. Bovendien kan die structuur van de ene SPAC tot de andere verschillen.

SPACs hebben kenmerken die hen onderscheiden van andere ondernemingen die naar de beurs gaan. Zo houden de oprichters bij de beursintroductie van de SPAC direct een aanzienlijk belang in de vennootschap, dat niet in verhouding staat tot hun eigen inbreng. Voorts bestaat er niet noodzakelijk een relatie tussen de omvang van het bij de beursintroductie opgehaalde kapitaal en de acquisitiekost van het *target*. De waardering van een SPAC gebeurt niet aan de hand van in de financiële markten gebruikelijke en bij het beleggerspubliek gekende criteria. Omdat dilutie op diverse momenten in het bestaan van een SPAC inherent is aan haar structuur, riskeren winst- en verlieskansen niet gelijk te zijn voor de verschillende stakeholders. SPACs zijn een heterogeen, complex beleggingsproduct. Dit maakt het voor niet gekwalificeerde beleggers moeilijk om er een geïnformeerd oordeel over te vormen.

Om deze redenen doet de FSMA een voorstel voor minimumstandaarden, die gebaseerd zijn op wetenschappelijke literatuur en praktijkvoorbeelden in Europese landen. Deze minimumstandaarden hebben betrekking op de structuur van de SPACs, de informatieverstrekking en de uittredingsmodaliteiten van de investeerders. De FSMA neemt ook een standpunt in met betrekking tot de mate waarin SPACs geschikt, en dus toegankelijk, moeten zijn voor de particuliere belegger. Dit voorstel van standpunt moet het evenwicht bewaren tussen de normale, vlotte kapitaalmarktwerking en de vereisten die nodig zijn zodat beleggers ter zake SPACs geïnformeerde beleggingsbeslissingen kunnen nemen.

***Het voorstel van de FSMA voor minimumstandaarden voor de opzet, de informatievertrekking en de verhandeling van SPACs is opgenomen onder punt III van dit document.***

***Marktpartijen worden uitgenodigd reacties en suggesties op deze analyse en de voorstellen in te dienen op het adres [Consult1@fsma.be](mailto:Consult1@fsma.be) van 10 tot en met 31 mei 2021.***

Noteer dat er een grote verscheidenheid aan SPACs bestaat. Voor de opstelling van dit consultatiedocument werd een niet-exhaustief aantal SPACs geobserveerd. De hieronder geformuleerde vaststellingen en voorstellen zullen mogelijk dus moeten worden aangepast in functie van de specifieke aard en organisatie van elke SPAC.

# I. SPACs - *Special Purpose Acquisition Companies* - zijn in opmars

## Wat is een SPAC?

Een SPAC of *Special Purpose Acquisition Company* is een nieuw opgerichte vennootschap met als specifiek doel om geld op te halen, een beursnotering aan te vragen en vervolgens om binnen een strak tijdsbestek -doorgaans uiterlijk binnen 24 maanden- een fusie of een overname van een privéonderneming, het *target*, te financieren en dat *target* met de vennootschap te incorporeren en dat bedrijf op die manier naar de beurs te brengen.

De SPAC heeft op het moment van oprichting enkel de ambitie om een *target* te vinden en dat over te nemen of daarmee te fuseren. Zij heeft geen reële activa, geen *cash flows* of operationele activiteiten behalve het uitgeven van aandelen en warrants in ruil voor cash, vandaar ook de benaming "*blank check corporation*". Net als bij elk nieuw opgericht bedrijf is specifieke historische informatie per definitie schaars of niet voorhanden.

## A. Historiek en recente opmars: in 2020 ruim 300 SPAC-IPO-transacties

De SPAC komt recent onder de aandacht als nieuw fenomeen, echter vooral in de VS bestaan dergelijke vehikels al sinds enkele decennia. Aanvankelijk waren het ondoorzichtige *over-the-counter*-transacties om de financiering en organisatie van overnames rond te krijgen. Vanaf het begin van de jaren 2000 worden SPACs op diverse Amerikaanse beurzen genoteerd<sup>1</sup>. Recent zijn vooral in de VS, SPAC IPOs aan een stevige opmars bezig. Ze vertegenwoordigen daar momenteel een van de voornaamste manieren om geld op te halen en bedrijven naar de beurs te brengen.

Als drijfveer achter de huidige opmars van de SPACs gelden onder meer: het optimistische beursklimaat en de hoge beurswaarderingen, een overvloed aan liquiditeiten, de lage/negatieve rentes, bekende figuren en financiële instellingen die dit segment betreden, en de hype rond SPACs (vooral onder *investment bankers*) als nieuwe manier van zakendoen.

In de periode januari en februari 2021 werden in de Verenigde Staten reeds 50 SPAC *completed merger*<sup>2</sup> deals geregistreerd goed voor zo'n USD 140 miljard<sup>3</sup>. Het fenomeen beperkt zich echter niet alleen tot de VS. Vorig jaar werden wereldwijd ruim USD 300 SPAC-IPO-transacties afgesloten voor gemiddeld USD 330 miljoen per transactie<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560616300845>

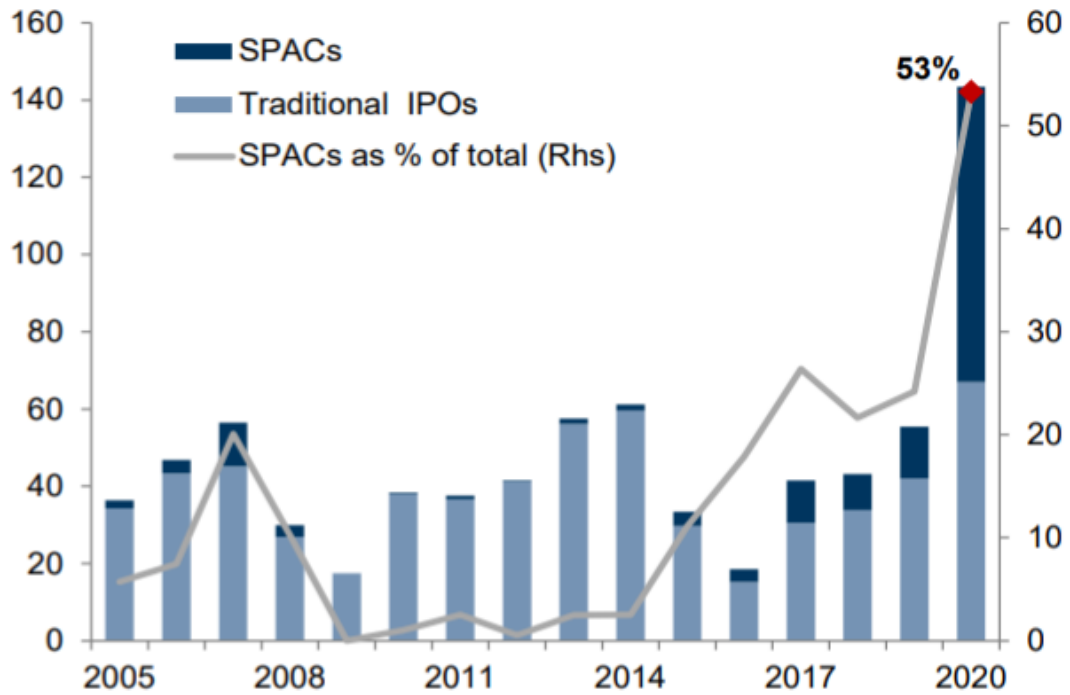
<sup>2</sup> Dit is de nieuwgevormde *business combination* (i.e. de SPAC na succesvolle acquisitie van het *target*), ook wel *de-SPAC*, *post-SPAC* of *completed business combination* genoemd.

<sup>3</sup> <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/top-of-mind/the-ipo-spac-tacle/report.pdf>, list of shell companies in SPAC dossier.

<sup>4</sup> Bloomberg.

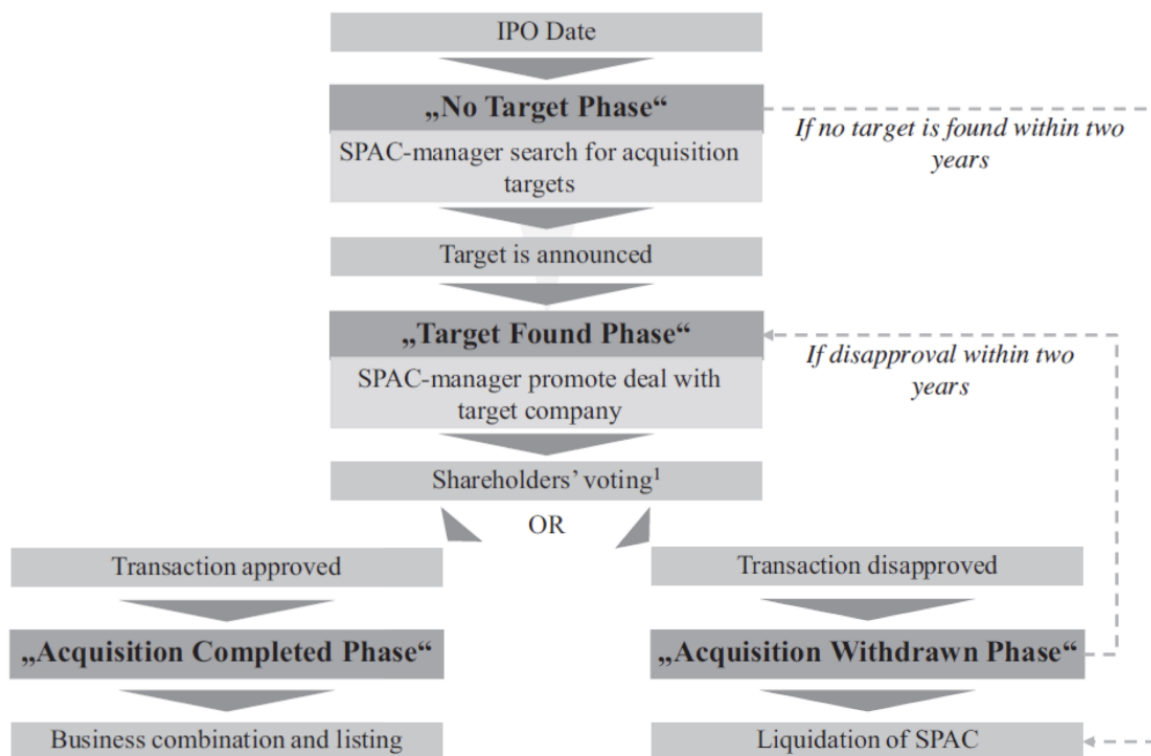
## US IPO revenues reached record levels driven by SPACs

Total US deal value, \$bn; SPACs as % of total yearly total (rhs)



Source: Dealogic, Goldman Sachs Global Investment Research.

## B. Etappes en kenmerken van een SPAC-project<sup>5</sup>



<sup>1</sup>Approval of transaction generally requires a 50% majority vote and a redemption rate below the assigned threshold (e.g. 20%)

### 1. De oprichting van de SPAC

De oprichters (ook wel managers of sponsors van de SPAC genoemd) richten een vennootschap op. In ruil voor een beperkte eigen inleg (*sponsors' risk*) in het project, worden zij doorgaans beloond met oprichtersaandelen en oprichterswarrants van de SPAC. Oprichtersaandelen en oprichterswarrants kunnen vaak later in een verhouding 1 tegen 1 worden omgezet in gewone aandelen. Andere professionele partijen engageren zich voor de op stapel staande IPO tegen aantrekkelijke voorwaarden.

De sponsors zijn vaak ervaren figuren uit de financiële wereld met een *private equity, investment banking, legal of consultancy* achtergrond wiens reputatie, kennis, contacten en inspanningen cruciaal worden geacht om de kwaliteit van het overnameproject te garanderen.

De oprichting van de SPAC wordt mogelijk gemaakt door een private financieringsronde. De sponsors brengen een kleine som eigen geld in en doen via private plaatsingen in *units* die bestaan uit één aandeel en één of meerdere (fracties van) warrants een beroep op professionele partijen zoals hedgefondsen en gespecialiseerde beleggingsfondsen en, recent, ook *high net worth individuals, family offices* en sovereignwealthfondsen. Deze partijen zien een deelname in de

<sup>5</sup> Figuur uit: The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs Douglas Cumming Lars Helge Haß & Denis Schweizer

financiering van een SPAC als een manier om een portefeuille van effecten te creëren die een private-equity-achtige blootstelling biedt. Ze krijgen daarenboven de voordelen van de op stapel staande beursnotering, dus liquiditeit, zeggenschap over potentiële overnames en een belangrijk opwaarts potentieel onder meer via de warrants.

De SPAC-verloningsstructuur is zo opgezet dat de sponsors dankzij hun kleine inleg, een pakket (in de vorm van oprichterswarrants en –aandelen ook wel hun *promote* genoemd) zullen bezitten dat finaal tot 20 % van het aandelenkapitaal van de *business combination* (SPAC+*target*) kan bedragen. Bijgevolg kan een klein initieel belang van de sponsors aanleiding geven tot een groot rendement.

## 2. De plaatsing bij institutionele beleggers

Zodra de oprichters de vennootschap hebben opgericht, wordt, in het kader van een private uitgifte die aan institutionele beleggers is voorbehouden, doorgaans voorgesteld om in te schrijven op *units* die uit een aandeel en een warrant (of fracties daarvan) bestaan. De waarde van een *unit* wordt gewoonlijk vastgesteld op 10 USD (of 10 EUR op de Europese markten). De warrant, waarvan de uitoefenprijs meestal een premie inhoudt, kan pas worden uitgeoefend na de vorming van de *initial business combination*, met of zonder *vesting period*. Meestal blijft die warrant verworven, zelfs voor uitstappende aandeelhouders (i.e. aandeelhouders die de terugbetaling van hun aandelen vragen) die bij de beursnotering hebben belegd<sup>6</sup>.

## 3. De beursnotering ofwel de “SPAC IPO”

Eenmaal de SPAC is opgezet en de privéplaatsing van de *units* rond is, wordt een directe notering op een openbare beurs aangevraagd: de *SPAC IPO*. Het is in feite de start van de secundaire markt in de vermogenstitels (aandelen en warrants) van de SPAC en kan dienen om andere externe beleggers aan te trekken. Aandelen en warrants worden vanaf dan apart verhandeld.

Bij de eerste notering van de aandelen wordt meestal een vaste introductieprijs van 10 USD voorgesteld. Die waarde stemt overeen met de prijs per unit voor de institutionele beleggers. Daarnaast is die waarde van 10 USD ook de theoretische waarde voor de terugbetaling van de aandelen aan de aandeelhouders die de terugbetaling van hun inleg vragen bij de vorming van de *business combination*. Die introductieprijs waardeert de warrant impliciet aan nul.

Sponsors kunnen bijkomend investeren tijdens en na de IPO. Zo kunnen de sponsors op het ogenblik net na de beursgang soms tot zo’n vijftientig procent bezitten van het totaal aantal uitstaande aandelen van de vennootschap. De opbrengst van de institutionele privéplaatsing van de uitgifte wordt onder afhouding van de gemaakte kosten op een escrowrekening geplaatst gedurende de zoektocht naar een *target* na de IPO. Als de *business combination* om welke reden dan ook niet zou doorgaan en de SPAC zou worden vereffend, zouden houders van gewone aandelen dankzij deze escrowrekening hun netto nominale inleg kunnen terugkrijgen. Hetzelfde geldt als zij zouden tegenstemmen en willen uitstappen op het moment voor de vorming van de eigenlijke *business combination*. Het beroep op de escrowrekening is wel gelimiteerd in de tijd, er

---

<sup>6</sup> De warrants zijn echter niet steeds definitief verworven: om de dilutie-impact te beperken, verliezen de aandeelhouders in bepaalde gevallen (een deel van) hun warrants als zij niet met de *initial business combination* (IBC) instemmen en de terugbetaling van hun aandelen vragen.

kunnen voorwaarden aan verbonden zijn en het dient enkel voor het pro rata netto nominale deel van het bezit aan gewone aandelen.

Neem bijvoorbeeld een SPAC waarvan het aandeel werd geïntroduceerd aan 10 USD per eenheid. Een belegger kocht 100 SPAC-aandelen secundair aan tegen 12 USD per aandeel, die laatste heeft dan recht op een saldo in de escrowrekening van hooguit 10 USD per aandeel (minus de gemaakte kosten etc.), en **niet** op de 1.200 USD die voor de aandelen werden betaald.

Tot op het ogenblik dat de SPAC met de overnamekandidaat overgaat tot de vorming van een *business combination*, bestaan er doorgaans verschillende categorieën warrants en aandelen: die in handen van de sponsors, die in handen van de institutionele beleggers en van externe investeerders. Deze categorieën bepalen de rangorde waarin de aandeelhouders recht hebben op terugbetaling van hun inleg in de hypothese dat de sponsors geen *target* vinden binnen de vooropgestelde termijn.

#### 4. Het vinden van een *target* en uittredingsmogelijkheid voor beleggers

Eenmaal de SPAC-aandelen zijn genoteerd, begint de zoektocht om een of meerdere *targets* te identificeren waarvoor de sponsors zichzelf doorgaans een termijn tot hooguit 2 jaar geven.

Lukt het de sponsors niet om binnen die periode het project te realiseren, dan wordt de SPAC ontbonden. De houders van gewone aandelen ontvangen dan in principe hun nominale inleg terug dankzij de escrowrekening. Op hun inbreng kan een afhouding gebeuren van gemaakte kosten (eventueel inclusief rente)<sup>7</sup>. De sponsors verliezen in dat geval (deels) hun initiële inbreng ofwel hun "*capital at risk*" en leiden reputatieverlies.

Vinden de sponsors *wel* een *target* binnen de opgelegde termijn, dan onderhandelen zij over de voorwaarden van de overname en de organisatie van de integratie van het *target* met de SPAC. Middels een opgestelde intentieverklaring of een soortgelijk document worden de beleggers over de overname geïnformeerd.

Het is gebruikelijk dat het overnameproject aan stemgerechtigde beleggers ter goedkeuring wordt voorgelegd. Op dat moment kunnen beleggers ook kiezen uit te stappen. In dat geval laten ze zich in principe uitbetalen voor het pro rata nominale aandeel van hun bezit in de escrowrekening. Een dergelijke exit-mogelijkheid is een uniek kenmerk voor SPACs. Soms is die uitbetaling alleen mogelijk voor de aandeelhouders die tegen hebben gestemd of zijn er andere voorwaarden verbonden aan zo'n uitstap<sup>8</sup>.

Indien nodig, wordt voor de financiering van de overname van de *target* een tweede kapitaalronde opgezet en daarvoor heeft de sponsor verschillende opties. De sponsor kan zelf een bijkomende investering doen, of initiële institutionele beleggers uitnodigen hun aandeel te verhogen. Ook kan hij derde partijen (*private investing in public equity* "*PIPE*" investors) benaderen voor bijkomend eigen vermogen of schuldfinanciering. Vrijwel zeker is dat een participatie op dit ogenblik van het project op gunstige voorwaarden is gebaseerd en eenmaal in

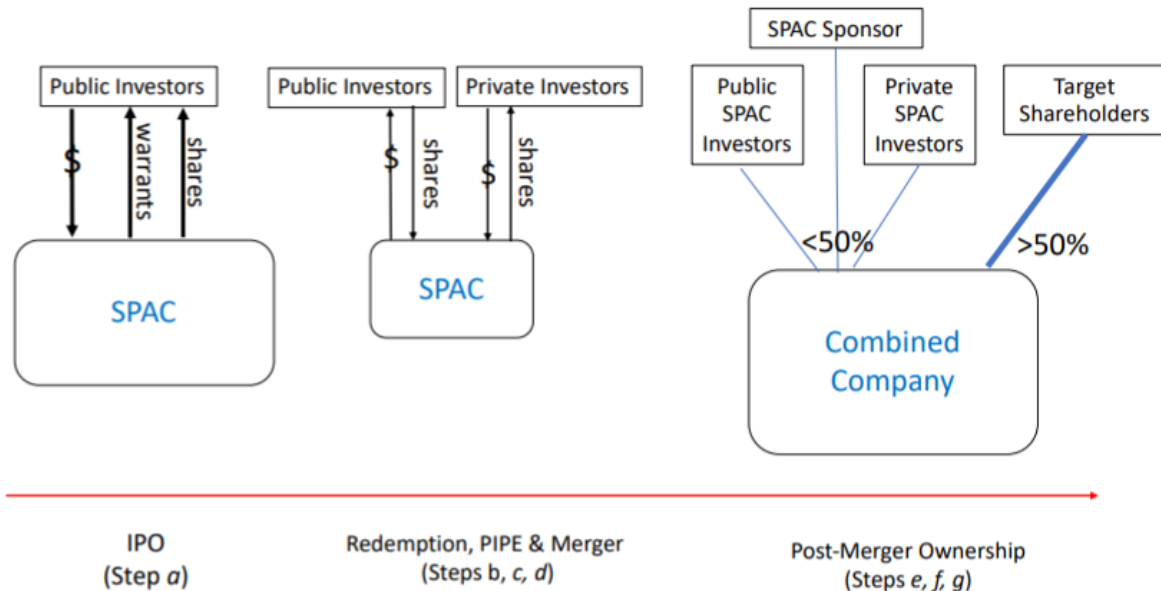
---

<sup>7</sup> Rente op een escrowrekening kan ook negatief zijn.

<sup>8</sup> Bijvoorbeeld ingeval beroep op de escrowrekening zouden eventuele warrants in het bezit van die beleggers kunnen vervallen.



deze fase van het project aanbeland, ontvangen de sponsors veelal opnieuw een uitgestelde vergoeding in de vorm van cash, aandelen en/of warrants<sup>9</sup>.



## 5. De notering van de *business combination*

Gelet op de kenmerken van de SPACs, worden zij in sommige Europese landen genoteerd op segmenten die aan professionele beleggers zijn voorbehouden.

In dat geval, na de vorming van de *business combination* heeft de SPAC opnieuw de kenmerken van een gemeenschappelijke onderneming en zou zij onder bepaalde voorwaarden dus kunnen worden toegelaten tot een marktsegment dat voor iedereen openstaat.

## 6. Cijfermatige illustratie van de vergoeding van de sponsors naar aanleiding van de vorming van de *business combination* en de impact van de dilutie voor de aandeelhouders

Hoewel de **aandeelhouder-particuliere belegger** bij de vorming van de *business combination* de terugbetaling van zijn inleg kan vragen tegen de introductieprijs, zijn de kenmerken van de belegging dusdanig dat hij, na het verstrijken van de terugbetalingsmogelijkheid, **sowieso een dilutie ervaart**. Hoe groot die dilutie is, hangt af van de – doorgaans erg gunstige – voorwaarden waartegen de sponsors op de aandelen van de SPAC kunnen inschrijven, en van het aantal terugbetalingsverzoeken van andere aandeelhouders, i.e. het zogenaamde “uitstappercentage” bij de vorming van de *business combination*.

<sup>9</sup> Samenvattende figuur uit: A sober look of SPACs New York University School of Law - Law and Economic Research Paper Series, Working Paper no. 20-48, October 2020.

Deze dilutie wordt hieronder geïllustreerd met een fictief voorbeeld dat bewust is vereenvoudigd, maar op reële verrichtingen is gebaseerd.

De onderliggende hypothesen luiden als volgt:

- Stap 1: Oprichting van een vennootschap door de sponsors. Daarbij worden 2.500.000 oprichtersaandelen en 2.500.000 oprichterswarrants uitgegeven, waarbij elke warrant het recht verleent om tegen de prijs van 11,5 EUR in te schrijven op een aandeel. De uitgifteprijs voor een aandeel en een warrant bedraagt 0,01 EUR.
- Stap 2: Private uitgifte – voor institutionele beleggers – van 10.000.000 *units* tegen 10 EUR per *unit*. Elke *unit* bestaat uit een aandeel en een warrant.
- Stap 3: Beursnotering van de aandelen en de warrants. De introductieprijs van de aandelen bedraagt 10 EUR. Die koers kan worden verantwoord door de mogelijkheid voor de aandeelhouders om, bij de vorming van de *business combination*, de terugbetaling van hun aandelen te vragen tegen 10 EUR per aandeel als zij, naar aanleiding van de beleggingsbeslissing, geen aandeelhouders wensen te blijven.
- Stap 4: Op het moment van de vorming van de *business combination* wordt de impact van de terugbetalingsaanvragen bekeken in drie scenario's (geen enkele terugbetalingsaanvraag, de terugbetaling van 2.500.000 aandelen en de terugbetaling van 5.000.000 aandelen).

In het voorbeeld worden, om redenen van vereenvoudiging, de kosten voor de beursintroductie becijferd op 3.000.000 EUR en die voor de vorming van de *business combination* op 4.000.000 EUR. Verder worden de aandelen niet gecategoriseerd en vindt ook geen tweede financieringsronde plaats.

Bovendien worden de warrants, die in het voorbeeld wellicht *out of the money*<sup>10</sup> blijven in stappen 1 tot 4, niet in de dilutieberekening opgenomen. De vermelde dilutie is, met andere woorden, een minimaal dilutiescenario.

#### Stap 1: Oprichting van de vennootschap

De SPAC wordt opgericht door sponsors die 25.000 EUR investeren, en 2.500.000 aandelen en 2.500.000 warrants ontvangen. Die vrij symbolische inleg stelt hen in staat om op termijn minstens 20% van de entiteit te bezitten. In dit stadium vertegenwoordigt elk aandeel 0,01 EUR van het eigen vermogen van de vennootschap.

Stap 1	# Aandelen	Prijs/aandeel	Kosten	Geraamd eigen vermogen	EV/Aandeel	#Warrants
Oprichters	2.500.000	0,01 €		25.000 €		2.500.000
Totaal	2.500.000			25.000 €	0,01 €	

<sup>10</sup> Dat betekent dat de warrants op dat moment geen (intrinsieke) waarde hebben aangezien de beurskoers (ver) onder de uitoefenprijs van de warrants ligt.

### Stap 2: Private uitgifte bestemd voor institutionele beleggers

De *units* (die uit een aandeel en een warrant bestaan) worden aan de institutionele beleggers aangeboden tegen een prijs van 10 EUR per *unit*. Bij deze verrichting worden 10.000.000 nieuwe aandelen en 10.000.000 warrants gecreëerd. Noteer dat, na deze tweede fase van de ontwikkeling van de vennootschap, elk aandeel 8 EUR aan geraamd eigen vermogen vertegenwoordigt. Dit is te wijten aan de dilutie-impact van de aandelen die voor de oprichters tegen 0,01 EUR zijn uitgegeven. Een institutioneel belegger die voor 10 EUR inschrijft op een *unit*, ervaart onmiddellijk een dilutie. Die dilutie wordt deels gecompenseerd door de waarde van de warrant. Omdat die warrant *out of the money* is en de SPAC nog geen activiteiten heeft, zal de waarde ervan echter van de toekomstige koers van het aandeel afhangen.

Stap 2	# Aandelen	Prijs/aandeel	Kosten	Geraamd eigen vermogen	EV/Aandeel	#Warrants
Oprichters	2.500.000	0,01 €	0	25.000 €		2.500.000
Institutionele beleggers	10.000.000	10 €	0	100.000.000 €		10.000.000
Totaal	12.500.000			100.025.000 €	8,00 €	12.500.000

### Stap 3: Beursintroductie

De aandelen en de warrants zijn nu effectief genoteerd. De introductieprijs van de aandelen bedraagt 10 EUR. Door het spel van vraag en aanbod kan de markt natuurlijk tot een ander evenwicht komen. Het recht op terugbetaling tegen 10 EUR bij de vorming van de *business combination* zal wellicht tot een bodemkoers van zo'n 10 EUR leiden. De beursintroductie als dusdanig zal geen andere impact op het eigen vermogen hebben dan de impact van de beursintroductiekosten, die hier op 3.000.000 EUR worden geraamd. In dit stadium van de ontwikkeling van de vennootschap vertegenwoordigt elk aandeel 7,76 EUR aan geraamd eigen vermogen.

Stap 3	# Aandelen	Prijs/aandeel	Kosten	Geraamd eigen vermogen	EV/Aandeel	#Warrants
Oprichters	2.500.000	0,01 €		25.000 €		2.500.000
Instit+Publiek	10.000.000	10 €		100.000.000 €		10.000.000
IPO			-3.000.000 €	-3.000.000 €		
Totaal	12.500.000			97.025.000 €	7,76 €	12.500.000

### Stap 4: scenario 1

Er wordt beslist om een *business combination* te vormen. De kosten voor de vorming van die *business combination* worden op 4.000.000 EUR geraamd. In dit scenario vraagt geen enkele aandeelhouder de terugbetaling. Bijgevolg hebben enkel de kosten van de vorming van de *business combination* een impact op het geraamd eigen vermogen, dat 7,44 EUR per aandeel bedraagt. Natuurlijk is het de bedoeling dat de SPAC waarde creëert, en is het mogelijk dat de *business combination* rendementsverwachtingen creëert waarbij de koers van het aandeel hoger ligt dan het eigen vermogen van de SPAC. De oprichters verwachten dat overigens ook.

Stap 4 scenario 1	# Aandelen	Prijs/aandeel	Kosten/Terugbetalingen	Geraamd eigen vermogen	EV/Aandeel	#Warrants
Oprichters	2.500.000	0,01 €		25.000 €		2.500.000
Instit+Publiek	10.000.000	10 €		100.000.000 €		10.000.000
IPO			-3.000.000 €	-3.000.000 €		
Terugbetalingen			0			
Business Combination			-4.000.000 €	-4.000.000 €		
Totaal	12.500.000			93.025.000 €	7,44 €	12.500.000

#### Stap 4: scenario 2

In dit scenario stemmen niet alle aandeelhouders met de *business combination* in en wordt de terugbetaling van 2.500.000 aandelen gevraagd. Die terugbetaling heeft een sterke dilutie-impact, waardoor de waarde van het geraamd eigen vermogen op 6,8 EUR per aandeel uitkomt. De reden daarvoor is het grotere deel dat de aandelen in het bezit van de oprichters uitmaken van het geheel, aangezien zij voor 0,01 EUR op hun aandelen hebben ingeschreven.

Stap 4 scenario 2	# Aandelen	Prijs/aandeel	Kosten/Terugbetalingen	Geraamd eigen vermogen	EV/Aandeel	#Warrants
Oprichters	2.500.000	0,01 €		25.000 €		2.500.000
Instit+Publiek	10.000.000	10 €		100.000.000 €		10.000.000
IPO			-3.000.000 €	-3.000.000 €		
Terugbetalingen	-2.500.000	10 €	-25.000.000 €	-25.000.000 €		
<i>Business Combination</i>			-4.000.000 €	-4.000.000 €		
Totaal	10.000.000			68.025.000 €	6,80 €	12.500.000

#### Stap 4: scenario 3

In dit laatste scenario wordt de terugbetaling gevraagd van 5.000.000 aandelen ofwel de helft van de bij de private aanbieding gecreëerde aandelen. Als gevolg daarvan wordt het eigen vermogen op 5,74 EUR per aandeel geraamd.

Stap 4 scenario 3	# Aandelen	Prijs/aandeel	Kosten/Terugbetalingen	Geraamd eigen vermogen	EV/Aandeel	#Warrants
Oprichters	2.500.000	0,01 €		25.000 €		2.500.000
Instit+Publiek	10.000.000	10 €		100.000.000 €		10.000.000
IPO			-3.000.000 €	-3.000.000 €		
Terugbetalingen	-5.000.000	10 €	-50.000.000 €	-50.000.000 €		
Business Combination			-4.000.000 €	-4.000.000 €		
Totaal	7.500.000			43.025.000 €	5,74 €	12.500.000

**Kort samengevat: in functie van de voorwaarden waaronder de oprichters op de aandelen van de vennootschap inschrijven, en van de terugbetalingsaanvragen bij de vorming van de *business combination*, kan de impliciete verwatering per aandeel heel erg groot zijn, tot 43% in voornoemd voorbeeld. Een aandeelhouder die bij de beursintroductie 10 EUR voor een aandeel heeft betaald, zal dus moeten wachten tot de *business combination* een erg hoge winst oplevert vóór de waarde van het eigen vermogen de initiële aanschaffingswaarde bereikt. Opdat de waarde van het geraamd eigen vermogen 10 EUR per aandeel zou bereiken in scenario 3, moet het eigen vermogen met 4,26 EUR stijgen, of 74% van de theoretische waarde van het geraamd eigen vermogen na de terugbetaling van 5.000.000 aandelen (5,74 EUR per aandeel). Voor de institutionele beleggers zou die verwatering deels kunnen worden gecompenseerd door de warrants die zij bij de private uitgifte hebben verworven.**

Daarentegen zullen de sponsors, los van de rendabiliteit van de *business combination*, de theoretische waarde van het geraamd eigen vermogen van hun aandelen die zij voor 0,01 EUR hebben gekocht, zelfs in het meest ongunstige scenario, tot 5,74 EUR per aandeel zien stijgen. Dat komt neer op een toename met 57400%. Bij die rendabiliteit wordt geen rekening gehouden met de mogelijke rendabiliteit van de warrants.

Verder wordt vermeld dat bepaalde institutionele beleggers voor een strategie zouden kunnen opteren waarbij zij *units* kopen in het kader van de private aanbieding, en daarna de terugbetaling van de aandelen in hun bezit vragen bij de vorming van de *business combination*, terwijl zij hun warrants

behouden, die zij zo gratis hebben verworven en waarmee zij hun voordeel kunnen doen als de *business combination* succesvol zou blijken.

De dilutie is eigen aan de belegging en hangt ook af van onmogelijk te voorspellen factoren, zoals het percentage aandeelhouders dat vraagt om de SPAC te verlaten op het moment van de stemming over de *business combination*.

De dilutie-impact van de nagenoeg gratis inschrijving door de sponsors in de beginfase wordt nog versterkt door de mogelijkheid om de terugbetaling te vragen van de aandelen waarop de andere beleggers bij de vorming van de *business combination* hebben ingeschreven. Hoe groter die vraag is, hoe meer de dilutie-impact van de nagenoeg gratis inschrijving door de sponsors door een klein aantal beleggers zal moeten worden gedragen. Bijgevolg zou voor laatstgenoemde beleggers de impact daarvan dus veel groter zijn.

De FSMA heeft berekend hoe groot de mogelijke dilutie van de aandeelhouders van verschillende bestaande SPACs zou kunnen zijn. Zij heeft daarvoor bepaalde hypothesen toegepast op de informatie in het noteringsprospectus van die SPACs. **Die berekeningen wijzen uit dat de impliciete dilutie voor de aandeelhouders die aandelen op de beurs hebben gekocht tegen de waarde van het recht op terugbetaling, in de onderzochte voorbeelden tot 35% kan oplopen. De literatuur vermeldt zelfs voorbeelden waarbij die impliciete dilutie 50% bedraagt. Vastgesteld wordt dat het vrij gebruikelijk is dat de sponsors zichzelf 20% van het kapitaal van de *business combination* toekennen tegen een prijs die minder dan 2,5% van de boekwaarde bedraagt.**

Tot slot wordt opgemerkt dat bepaalde projecten zo worden georganiseerd dat zij die impliciete dilutie trachten in te dijken, bijvoorbeeld door gebruik te maken van aandelen categorieën, door de verplichting om tegen een geplande *business combination* te stemmen om voor de terugbetalingsmogelijkheid in aanmerking te komen, of ook door de annulatie van de warrants in het bezit van aandeelhouders die de terugbetaling vragen.

## II. Vanuit beleggersoogpunt gaan achter de schijnbare eenvoud van het SPAC-aandeel aspecten schuil die de beoordeling van een dergelijke investeringsbeslissing complex maken

De doelstelling van een SPAC lijkt eenvoudig namelijk een vennootschap oprichten, geld ophalen, een *target* zoeken en daarmee een nieuwe *business combination* vormen. De beursnotering, zeggenschap of stemrecht, toegang tot een vorm van *private equity*, een uitstapmogelijkheid, ... De voordelen lijken legio.

### A. SPACs: voordelen en beloften

SPACs worden veelal opgericht en geleid door financiële experts in complexe overnamedeals en zouden een vermeend hiaat opvullen in de markt voor IPOs en *private equity funding*.

Zo zouden SPAC-IPOs een alternatieve piste vormen voor *targets* die anders moeilijk of geen weg vinden naar een beursnotering. *Targets* van SPACs bezitten vaak specifieke kenmerken of hebben vaak te maken met complexe omstandigheden, zoals (familiale) opvolgingskwesaties, herkapitalisatienood, nichespelers zonder institutionele aanhang of strategische kopers, risicovolle start-ups of buitenlandse bedrijven. Het *target* zou ook meer zekerheid hebben over de overnameprijs omdat het immers onderhandelt met enkel de SPAC-bestuurders als tegenpartij. Zo is zij niet het voorwerp van onzekere vraag- en aanbodcondities op de beurs.

De snelheid waarmee een SPAC-project wordt gerealiseerd door de diverse inherente opgelegde tijdsbeperkingen. En tijdswinst staat voor sommigen gelijk met geldwinst... Volgens sommigen zouden beursnoteringen die op deze manier georganiseerd worden, hierdoor aanvankelijk goedkoper zijn dan klassieke IPOs. Opgemerkt moet worden dat bepaalde vergoedingen aan de sponsors uitgesteld en later in het project kunnen worden uitbetaald.

Voor de belegger is een SPAC-balans relatief eenvoudig. Het verhandelbaar karakter van de SPAC-aandelen en eventueel de warrants biedt beleggers een bijkomende vrijheid ten opzichte van private equity-participaties<sup>11</sup>.

De beleggers hebben meestal een zeggenschap in de feitelijke overname dankzij een stemrecht dat aan hen is toebedeeld en uitgelegd in de oprichtingsclausules van de SPAC.

Beleggers genieten een bescherming doordat de netto-opbrengst van de notering op een escrowrekening wordt geplaatst gedurende de zoektocht naar een *target* na de IPO. Als de *business combination* om welke reden dan ook niet doorgaat en de SPAC wordt vereffend, zouden zij hun nominale inleg terugkrijgen onder afhouding van kosten. Hetzelfde geldt als zij zouden tegenstemmen en willen uitstappen op het moment voor de vorming van de eigenlijke *business combination*.

---

<sup>11</sup> Ook al zou, strikt economisch gesproken, het SPAC-aandeel eerder moeten dalen na de beursintroductie dan stijgen, aangezien de vennootschap geen inkomende cashflows heeft en enkel kosten maakt en is het niet op voorhand duidelijk hoe het met de liquiditeit is gesteld van de SPAC-aandelen.

## B. SPACs: nadelen en risico's

De schijnbare eenvoud van een SPAC-balans kan misleidend zijn. Ze bestaat voornamelijk uit cash waaruit niet veel kan worden opgemaakt. De vennootschap heeft immers geen operationele activiteit, er zijn geen cashflows, er is geen historiek van publieke informatie. Zonder over observeerbare factoren te beschikken, gokken beleggers er in feite op dat de sponsors het project in goede banen zullen leiden.

De introductieprijs van het aandeel van de SPAC wordt bepaald onafhankelijk van factoren zoals een bedrijfswaarderingsmodel, historische feiten, in het verleden behaalde resultaten of een inschatting van de toekomstige prestatie van de uitgevende instelling of een inschatting van de vraag naar de aandelen. Bijgevolg houden de fluctuaties van de beurskoers mogelijk weinig verband met het uiteindelijke economische succes ervan.

Voor beleggers dreigt de beoordeling van het eigenlijke project snel complex te worden als bijvoorbeeld de *target*, diens geografische locatie en/of het industriële segment nog niet precies zijn afgebakend, als het een cross-border *business combination* zou betreffen, en/of als de *target* een start-up zou zijn waarvan de waardering minder evident is.

SPACs zijn er in alle kleuren en maten en het is dus van belang voor de beleggers in het prospectus van elk project niet alleen de economische maar ook alle juridische aspecten grondig te bestuderen, immers:

- er zijn verschillende soorten aandelen en warrants,
- stemmingsprocedures kunnen variëren,
- er kunnen aan de uitstapregeling vanwege de escrowrekening en uitoefeningsmogelijkheden van de warrants tijd- en hoeveelheidsbeperkingen kleven,
- het karakter van de participaties van de verschillende stakeholders in het vermogen van de SPAC verandert in de loop van de tijd, en
- het verholen kostenplaatje vanwege de dilutie, kan een beoordeling van de SPAC-belegging snel behoorlijk lastig maken.

Er is een onmiddellijke dilutie vanaf de IPO. Vervolgens zullen de gewone aandeelhouders die ervoor kiezen mee te stappen in het fusie- of overnameverhaal, op diverse momenten een verdere aanzienlijke maar moeilijk te anticiperen dilutie ervaren die mogelijk niet wordt goedge maakt door de verhoopte waarde stijging van de nieuwe *business combination*.

### 1. Risico op ondeugdelijk bestuur en belangenconflicten

Het scenario waarin er *geen target* zou worden gevonden, legt een grote druk op de sponsors niet alleen omdat zij in dat geval ook hun verlies moeten slikken maar vooral doordat hun reputatie op het spel staat. Om dit te vermijden, zouden de sponsors overhaast te werk kunnen gaan en een overname van een onderneming voorstellen die niet of onvoldoende in het belang is van investeerders.

Mogelijk zijn de sponsors al actief bij andere bedrijven. Het risico bestaat dat ze onvoldoende tijd besteden aan de SPAC omwille van hun andere projecten, of dat ze de betere investeringsmogelijkheden behouden voor hun privéondernemingen. Via de SPAC kunnen contracten of overnames worden aangegaan met partijen gerelateerd aan de sponsors. SPACs worden opgericht en geleid door financiële experts die potentiële belangenconflicten mogelijk niet zouden kunnen weerstaan: het is immers in het direct

belang van de sponsors dat de opzet binnen de opgelegde termijn slaagt mogelijk ten koste van de zorgvuldigheid van de transactievoorwaarden. Hoewel het risico op ondeugdelijk bestuur en belangenconflicten zich ook kan voordoen bij andere ondernemingen, komt dit bij SPACs duidelijker op de voorgrond<sup>12</sup>.

Het zijn enkel de sponsors die onderhandelen over overnames en over de overnameprijs met het targetbedrijf. Er kan een neiging zijn om het targetbedrijf onder te waarderen om zo makkelijker een positieve instemming van de beleggers te bekomen en de kans op een operatie te vergroten binnen de vooropgestelde tijdslimiet. Niets belet de oprichters om net voor de beslissingsdatum stemgerechtigde aandelen in de secundaire markt op te kopen, vooral als ze daarmee potentiële "nee"-stemmers zouden kunnen neutraliseren. De door hen op dat moment verworven aandelen zijn immers niet geblokkeerd en zouden kort na de overname weer kunnen worden verkocht. Eventuele verliezen daarop zullen meer dan worden gecompenseerd door het belang van 20% dat de oprichters tegen nominale kosten hebben verworven. En als, zelfs na het kopen van aandelen van potentiële tegenstemmers, de overname wordt afgewezen, krijgen de oprichters op dat deel de nominale inleg terug, aangezien deze aandelen (in tegenstelling tot de oprichtersaandelen) recht hebben op een evenredig deel van de escrowrekening<sup>13</sup>.

## 2. De vergoedingsstructuur van de sponsors houdt het risico in dat de belangen van de sponsors en de beleggers niet gelijklopend zijn

Het risico om een transactie voor te stellen die kwalitatief ontoereikend is, wordt nog versterkt door het feit dat de sponsors, dankzij hun vergoeding (in de vorm van (nagenoeg) gratis aandelen en warrants), een aanzienlijk rendement kunnen behalen van bij de aanvang van het project, en ook daarna, ook al is het geen kwaliteitsvolle overname die het mogelijk maakt om (binnen een redelijke termijn) de grote dilutie te compenseren die de retailbeleggers treft.

Als de acquisitiedeel binnen de vooropgestelde periode wordt afgesloten kan een tweede ronde van vergoedingen volgen. De sponsors hebben dankzij de warrants een belangrijk opwaarts potentieel. Het is niet onbelangrijk eraan te herinneren dat de sponsors dergelijke voorwaarden in de oprichtingsstatuten zelf opstellen en dat zij eenheden van warrants bekomen tegen een symbolische prijs terwijl de andere investeerders fracties van warrants verkrijgen als onderdeel van de aangeboden *unit* ten tijde van de IPO.

Een geanonimiseerd voorbeeld uit de praktijk: ABC SPAC haalde via een IPO 200 miljoen USD op. De sponsors ontvingen 5,8 miljoen foundersshares voor hun management rol in de SPAC en kochten 5,8 miljoen warrants tegen 1 USD per warrant. Dus de totale opbrengst van de IPO + warrants bedroeg 205,8 miljoen USD. Dankzij de sponsor's promote, was hun inleg van 5,8 miljoen USD bijgevolg direct zo'n 42 miljoen USD waard.

---

<sup>12</sup> Er bestaan beschermingsmechanismen tegen dit risico, zoals een *fairness opinion* van een onafhankelijk expert die is aangesteld door de onafhankelijke bestuurders, of een *first review right* voor de SPAC als de sponsors een investeringsmogelijkheid hebben buiten de genoteerde vennootschap: het investeringsvoorstel moet in de eerste plaats gericht worden aan de SPAC. De sponsors zijn echter geenszins verplicht om in een *first review right* te voorzien. Doen zij dat toch, dan kunnen de omstandigheden waaronder dit recht kan worden uitgeoefend in meerdere of mindere mate restrictief zijn.

<sup>13</sup> Journal of Applied Finance, why SPAC investors should listen to the market, T. Jenkinson and M. Sousa.



### 3. Besluitvorming over de *business combination*

Een typisch kenmerk van SPACs is de zeggenschap die aan beleggers wordt voorbehouden over de te vormen *business combination*. Beleggers nemen ook een actieve rol op tijdens de levensloop van de SPAC. Het bekomen van de instemming van de beleggers over het vervolg van het project, kan op verschillende manieren worden georganiseerd. Het voorstel kan worden voorgelegd aan de algemene vergadering (bv. bij een fusie of een andere procedure waarvoor een beslissing van de algemene vergadering is vereist, of bij een principieel besluit over het bestuur van de SPAC). Ofwel kan de investeringsbeslissing worden genomen op het niveau van de raad van bestuur (met goedkeuring door een gekwalificeerde meerderheid van de bestuurders, tenzij het gaat om de overname van een met de sponsors verbonden vennootschap, waarvoor soms unanimitéit vereist is). Dus met andere woorden, gelet op de manieren waarop het een en ander georganiseerd kan worden, hebben de beleggers geen zekerheid dat zij als aandeelhouder te allen tijde mee kunnen beslissen over de voorgestelde acquisitie.

### 4. De opbrengst van de SPAC-notering op een escrowrekening biedt investeerders geen absolute zekerheid dat ze hun volledige inleg kunnen recupereren

De middelen die worden opgehaald bij de notering van de SPAC worden in contanten aangehouden op een escrowrekening om de investeerders te kunnen terugbetalen mocht er binnen de twee jaar geen enkel project worden voorgesteld, of mochten de investeerders bij het overnameproject gebruik maken van hun uitstaprecht.

De escrowrekening zorgt er evenwel niet voor dat de beleggers steeds volledig van risico's worden gevrijwaard. Afgezien van het feit dat het feitelijk beroep op de escrowrekening aan bepaalde voorwaarden is onderworpen en beperkt is in de tijd, namelijk uitsluitend ten tijde van de stemming over de *business combination*, kosten het besturen van een bedrijf, de IPO en het analyseren van acquisitiedossiers (evenals de IPO) geld, en beleggers moeten immers hun deel daarvan dragen. De voorwaarden rond de escrowrekening kunnen variëren (waarvoor kan die worden gebruikt, in welke financiële instrumenten kan worden belegd...) en de rentevergoeding op de escrowrekening is niet altijd positief. Ook kunnen aan de uitstapmogelijkheid condities kleven, zoals tijd- en hoeveelhedsbeperkingen of uitstap op straffe van verlies van andere rechten. De partij bij wie de escrowrekening wordt aangehouden, kan failliet gaan, of derden kunnen rechten laten gelden op de rekening.

In het beste geval hebben beleggers recht op terugbetaling, op pro rata basis, van de introductieprijs van de aandelen in de escrowrekening. Een aandeel gekocht op de secundaire markt boven de introductieprijs geeft enkel recht op het netto nominale deel ervan in de reserverekening.

Bijgevolg moet de belegger bijzondere aandacht besteden aan de informatie die in het prospectus is opgenomen over deze rekening en onder meer met het feit dat de middelen toebehoren aan de vennootschap waardoor er een risico op faillissement en acties van derden is, en dat de middelen bij insolventie van de financiële tussenpersoon niet onder de bescherming vallen van het Belgische Garantiefonds. De eventuele bevestiging door een onafhankelijke deskundige dat de middelen op de escrowrekening volstaan voor de overname en voor de terugbetaling van de investeerders die uit het project wensen te stappen, is belangrijke informatie voor de belegger.

## 5. Dilutie is verankerd in de SPAC-structuur

Er is een onmiddellijke dilutie vanaf het moment van de IPO van de SPAC. Gewone aandeelhouders die ervoor kiezen mee te stappen in het overnameverhaal, zullen op diverse momenten in de levensloop van een SPAC een verdere aanzienlijke maar moeilijk te anticiperen dilutie ervaren die mogelijk niet wordt goedgemaakt door de verhoopde waardeverhoging van de te vormen nieuwe *business combination*. De warrants, een van de bouwstenen van het ontwerp van SPACs, zijn verantwoordelijk voor verdere dilutie in de loop van de tijd van de SPAC.

Hierdoor wordt de investering ongetwijfeld complex aangezien de aandeelhouder onmogelijk kan voorspellen hoeveel zijn aandeel verwaterd zal zijn op het ogenblik dat hij moet beslissen of hij zijn deelneming aanhoudt of zich laat terugbetalen.

## 6. SPACs worden gewaardeerd aan de hand van projecties, inschattingen en scenario's.

Zoals reeds werd aangegeven wordt de introductieprijs van het aandeel van de SPAC bepaald onafhankelijk van factoren zoals een bedrijfswaarderingsmodel, historische feiten, in het verleden behaalde resultaten of een inschatting van toekomstige prestatie van de uitgevende instelling of een inschatting van de vraag naar de aandelen.

Het risico bestaat dat de SPAC na de notering (ver) beneden de introductiekoers zakt, zeker als er geen enkele indicatie bestaat over de geplande acquisitie of als de deal complex is, de sponsors veel kosten maken<sup>14</sup> of als het *target* een start-up betreft.

Zoals bij veel trends in de financiële markt bestaat ook rond SPACs een hype risico, het risico dat beleggers niet of onvoldoende geïnformeerd instappen in een voor hen ongeschikte belegging, uit vrees om de boot te missen. Zoals vaak het geval is met hypes in de financiële markten wordt er rond SPAC-projecten veel onzin verkondigd, zoals overdreven optimistische of onrealistische rendementsbeloften of onvoldoende financiële onderbouwing.

---

<sup>14</sup> Cross-border bedrijfscombinaties riskeren uitermate complex te zijn waarbij de uiteindelijke transactiestructuur mede zal afhangen van fiscale, boekhoudkundige en vennootschapsrechtelijke factoren van jurisdicties van zowel de SPAC als het doelwit als de beurs.

Een veeg teken is als er een beroep wordt gedaan op bekende sportlui of andere beroemdheden met veel volgers op sociale media, die zich opwerpen als *stock influencers* voor de promotie en marketing van SPACs. Dergelijke sterren beschikken meestal niet over de juiste bagage omtrent SPACs en kunnen verwarring zaaien bij het publiek omtrent de aard van de belegging<sup>15 16</sup>.

Indien de SPAC na de notering ver boven de introductiekoers stijgt, kan dat duiden op zo'n hype omdat de aandelenprijs in principe rond de aangehouden cashwaarde (ofwel aan de introductieprijs minus gemaakte kosten per aandeel) van de vennootschap zou moeten noteren.

## 7. Academisch onderzoek wijst op constant teleurstellende prestaties van *post-business combination* SPACs

Uit cijfers verzameld via <https://stockmarketmba.com/listofshellcompanies.php> blijkt dat van de SPACs die voor 2020 zijn opgericht, er ruim 40 % vooralsnog geen overname-(aankondiging) heeft kunnen realiseren, hetgeen opmerkelijk is aangezien dat nu net het enige unieke objectief van zo'n vennootschap is<sup>17 18</sup>.

De resultaten in de tabel hieronder geven aan dat post-merger bedrijfscombinaties vrijwel constant teleurstellend presteren of negatief renderen in vergelijking met een referentie. In onderhavig onderzoek is de vergelijking gemaakt van SPACs en de Russell 2000 index respectievelijk de Renaissance Capital IPO-index en wordt onderscheid gemaakt in "HQ", (high-quality sponsors, ofwel goed bekend staande specialisten) vs. "Non-HQ" (non-high quality sponsors).

---

<sup>15</sup> <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-12-09/hedge-funds-love-spacs-but-retail-investors-should-watch-out>, *The Economist*, February 18th, 2021, "SPAC invasion: Why SPAC's are Wall Street's latest craze": "...an unlikely trio sponsors a special-purpose acquisition company (SPAC), a listed pot of capital that seeks a firm to take public through a merger. Mr O'Neal is not the only sportsman turned SPACman. Colin Kaepernick, the former quarterback famous for kneeling during America's national anthem to protest against racism, has teamed up with a private-equity firm to launch a 'socially conscious' SPAC. Alex Rodriguez, a former baseball player, plans to raise up to \$575m for a SPAC targeting sports-related firms".

<sup>16</sup> The Tesla Effect and the Mispricing of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) Kanis Saengchote\* Chulalongkorn Business School.

<sup>17</sup> Zie voor ander anekdotisch bewijs: [Renaissance Capital](#): "of the 313 SPAC's of 2015, 93 have completed mergers and taken a company public. Of these 93, the common shares have delivered an average loss of -9.6% and a median return of -29.1 % compared to the average aftermarket return of 47.1% for traditional IPOs since 2015. Only 29 or nearly a third of the SPAC's in this group had positive returns".

<sup>18</sup> Recent doken er berichten op dat hedgefondsen die niet betrokken geweest waren bij de initiële financiering van bepaalde SPACs, sommige de-SPAC combinaties zijn beginnen te *shorten* en dus anticiperen op felle waardedalingen van bepaalde aldus gevormde bedrijfscombinaties (Bloomberg).

*Table 6: Post-Merger SPAC Returns – 2019-2020 Merger Cohort*

	Three-Month			Six-Month			Twelve-Month		
	All	HQ	Non-HQ	All	HQ	Non-HQ	All	HQ	Non-HQ
Mean Return	-2.9%	31.5%	-38.8%	-12.3%	15.8%	-37.6%	-34.9%	-6.0%	-57.3%
Median Return	-14.5%	-4.6%	-46.9%	-23.8%	-15.9%	-43.0%	-65.3%	-34.6%	-66.3%
Mean Return (Excess over IPO Index)	-13.1%	25.1%	-53.0%	-33.0%	0.4%	-63.1%	-47.1%	-11.8%	-74.6%
Median Return (Excess over IPO Index)	-32.8%	7.1%	-52.1%	-43.2%	-31.0%	-56.3%	-56.5%	-54.8%	-89.9%
Mean Return (Excess over Russell 2000)	-1.3%	37.5%	-41.9%	-10.9%	22.5%	-41.0%	-21.5%	9.7%	-45.7%
Median Return (Excess over Russell 2000)	-16.1%	16.9%	-47.2%	-17.5%	-2.4%	-57.0%	-44.9%	-36.3%	-55.0%
N SPACs	47	24	23	38	18	20	16	7	9

*“We find, first, that for a large majority of SPACs, post-merger share prices fall, and second, that these price drops are highly correlated with the extent of dilution, or cash shortfall, in a SPAC. This implies that SPAC investors are bearing the cost of the dilution built into the SPAC structure, and in effect subsidizing the companies, they bring public. We question whether this is a sustainable situation”.*<sup>19</sup>

<sup>19</sup> M. Klausner & M. Ohlrogge, “A sober look at SPACs”, New York University School of Law - Law and Economic Research Paper Series, Working Paper no. 20-48, October 2020, p. 1 et p. 34 (Table 6). Verder verwijzen wij naar de bijgesloten literatuurlijst.

### III. De FSMA stelt maatregelen voor ter bewaking van het evenwicht tussen een vlotte kapitaalmarktwerking en het beleggersbelang

SPAC-dossiers zijn onderhevig aan de vigerende beurs- en toezichtregels zoals het opstellen van een prospectus en financiële rapporteringsvereisten. Het prospectus beschrijft onder meer de beperkte financiële balans, het management en governance, de geïdentificeerde targetsector en de strategie van het overname- en/of fusieproject.

Uit al wat voorafgaat blijkt dat, achter de schijnbare eenvoud van het SPAC-aandeel, aspecten schuilgaan die de beoordeling van de investering potentieel zeer complex maken.

In aansluiting op de stappen die zij al heeft ondernomen, zoals het verbod op al te risicovolle producten via twee banning-reglementen<sup>20</sup> of het beperken van de complexiteit van gestructureerde producten via een moratorium op de commercialisering van te complexe producten<sup>21</sup>, acht de FSMA het noodzakelijk om minimumregels op te leggen die een omkadering vormen voor het aanbod en de commercialisering van aandelen die worden uitgegeven door SPAC's.

De FSMA stelt in dit opzicht vier maatregelen voorop voor de structurering van SPACs, de informatie over en verhandeling van SPAC-aandelen. Deze standaarden doen geen afbreuk aan andere aspecten waaraan de FSMA bijzondere aandacht zal besteden bij de analyse van het prospectus van SPAC-IPOs. Verder zullen deze maatregelen noodzakelijkerwijze evolueren in functie van haar voortschrijdend inzicht en van eventuele initiatieven op Europees en/of internationaal vlak.

Van sponsors die deze minimumstandaarden niet volgen, verwacht de FSMA dat ze dit uitdrukkelijk aangeven op de voorpagina van het IPO-prospectus.

#### A. De beheerstructuur van de SPAC en de regels in verband met de besluitvorming rond *business combinations* moeten de beleggers maximaal beschermen tegen belangenconflicten

De FSMA vindt het aangewezen dat de investeringsbeslissing ('*business combination*') wordt genomen door de algemene vergadering van aandeelhouders en niet door de raad van bestuur van SPAC.

Rekening houdend met de verschillende aandelen categorieën, moet de algemene vergadering, die een besluit dient te nemen, voor elke categorie een stemming organiseren met, ten minste, een quorum van 50% en een meerderheid van 50% plus één stem, met dien verstande dat als er restrictievere quorum- of meerderheidsdrempels vereist zijn door de aard van de voorgenomen verrichting, die voor elke aandelen categorie moeten worden toegepast. Belangrijk is ook te vermijden dat de oprichters die aandelen op de markt zouden hebben verworven, kunnen deelnemen aan de stemming in de andere aandeelhouders categorie en hun stemming kunnen beïnvloeden.

---

<sup>20</sup> <https://www.fsma.be/nl/faq/2-wat-wordt-verboden-onder-het-reglement>

<sup>21</sup> [https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/press/2011/nipic/fr/fsma\\_2011\\_02.pdf](https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/press/2011/nipic/fr/fsma_2011_02.pdf)

Om het risico op belangenconflicten dat inherent is aan SPAC's te beperken, is de FSMA van oordeel dat, ingeval de oprichters/sponsors een investeringsopportunity hebben buiten de genoteerde vennootschap, dit investeringsvoorstel in de eerste plaats moet worden gericht aan vennootschap (ruim *first review right*).

Als de overname van een vennootschap die verbonden is met de oprichters wordt overwogen, zou een unaniem besluit vereist moeten zijn van de bestuurders in hoofde van wie er geen belangenconflict mogelijk is, om de overname voor te stellen aan de algemene vergadering die zal stemmen volgens de hogervermelde regels voor quorum en meerderheid.

Tot slot zal de onderneming een strikte *dealing code* moeten invoeren die de sponsors meer bepaald zou verbieden om effecten te verhandelen op de beurs tijdens de onderhandelingsperiode van de *business combination*.

**B. De uittredingsmodaliteiten van de SPAC moeten beleggers die beslissen hun deelneming aan te houden, maximaal beschermen tegen dilutie**

Volgens de FSMA is het zinvol om de terugbetaling van de aandelen bij de *business combination* voor te behouden aan de aandeelhouders die tegengestemd hebben. Zoals blijkt uit het bovenstaande voorbeeld, leidt elke terugbetaling onmiddellijk tot dilutie. Als wordt toegestaan dat eenzelfde belegger vóór stemt en aandelen terugbetaald krijgt, zal de dilutie voor de overige aandeelhouders sterk toenemen. Bovendien is het niet logisch dat, bijvoorbeeld, beleggers die aandelen en warrants aanhouden en vóór stemmen, hun aandelen terugbetaald krijgen en voordeel blijven halen met hun warrants, terwijl de overige aandeelhouders, die het volledige risico van de SPAC dragen, een sterke dilutie ondergaan.

**C. Het SPAC-prospectus moet verschillende dilutiescenario's bevatten en moet aangeven welk rendement nodig is om de dilutie van de investeerder te neutraliseren**

Het prospectus voor de notering van de aandelen zal de basisinformatie vormen voor de beleggers die effecten op de markt wensen te verwerven. Het prospectus moet dus alle informatie bevatten die nodig is om de structuur en haar werkingsmechanismen te begrijpen.

Zoals aangegeven in het bovenstaande punt 1, C, 6 zouden de aandeelhouders (in het bijzonder retailbeleggers die vóór de *business combination* aandelen zouden kopen op de secundaire markt) die beslissen om niet uit te stappen op het ogenblik van de overname van de vennootschap, een aanzienlijke dilutie kunnen ervaren (afhankelijk van verschillende factoren zoals het uitstappercentage en de vergoedingsvoorwaarden van de sponsors) met het risico dat met de overname (binnen een redelijke termijn) onvoldoende waarde kan worden gecreëerd om deze dilutie te compenseren.

Bij de beoordeling van het prospectus van SPAC's zal de FSMA dan ook bijzondere aandacht besteden aan de manier waarop de beleggers worden geïnformeerd over de impact van de dilutie.

Het prospectus moet meer bepaald een cijferanalyse bevatten die gebaseerd is op de voorwaarden van de aanbieding en onder meer de volgende elementen vermelden:

- de dilutie van de waarde van het aandeel omwille van de verschillende instapvoorwaarden die gelden voor het publiek, de gekwalificeerde beleggers en de sponsors;
- de bijkomende dilutie die de overblijvende aandeelhouders ervaren wanneer de 'dissidente' aandeelhouders worden terugbetaald;
- een raming van het jaarlijkse rendement dat de vennootschap moet behalen opdat de belegger die blijft ten minste het *break-evenpoint* zou bereiken ten opzichte van de voorziene terugbetalingswaarde op het ogenblik van de *business combination*, rekening houdend met de kosten die verbonden zijn aan de structuur en de overnameprocedures.

Er zouden verschillende scenario's moeten worden toegelicht in de vorm van een analyse van de gevoeligheid die leidt tot schommelingen van het percentage terugbetalingsaanvragen op het ogenblik van de *business combination*.

De dilutiesimulaties blijven niettemin noodzakelijkerwijze een theoretische oefening waarbij de uiteindelijke dilutie zal afhangen van diverse onzekere factoren en bijgevolg eenvoudigweg onvoorspelbaar is. Een investering in een start-up houdt altijd een groot risico in op verlies van waarde, maar de SPAC onderscheidt zich daarenboven doordat het hier een onmiddellijke waardeverschuiving betreft naar de sponsors, die maakt dat de winst- en verlieskansen van de aandeelhouders niet gelijk zijn.

Omdat de beoordeling van een belegging in het SPAC-aandeel hierdoor een zeer complex karakter krijgt, zal de FSMA vragen dat een specifieke waarschuwing wordt opgenomen op de voorpagina van het prospectus met specifieke verwijzing naar de sectie over de dilutie.

#### D. SPAC-aandelen zullen op de Euronext Brussels de specifieke vermelding dragen dat ze voorbehouden zijn aan professionele beleggers.

Volgens de FSMA is het aangewezen om SPAC's, gezien hun complexe aard, te verhandelen in een groep dat voorbehouden is aan professionele beleggers<sup>22</sup>. De tussenpersonen zouden rekening moeten houden met de gevolgen hiervan voor de toepassing van de gedragsregels bij transacties die verricht worden op de markt. Volgens diezelfde logica meent de FSMA dat het aanbod van *units* voorbehouden moet worden aan de gekwalificeerde beleggers in de zin van artikel 2 van de prospectusverordening<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> In de zin van artikel 4(1) 10) van MiFID II

<sup>23</sup> Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.

Het feit dat de SPAC-aandelen op Euronext Brussels de vermelding krijgen dat zij voorbehouden zijn aan professionele beleggers, belet niet dat particuliere beleggers ze verwerven.

Retailklanten kunnen, met betrekking tot SPAC-aandelen, aan- en verkooporders uit eigen initiatief plaatsen bij hun financiële instelling die ze dan voor hun rekening aan- of verkoopt. Om voornoemde redenen is de FSMA van oordeel dat, in dit geval, bij de uitvoering de passendheid moet worden getoetst (*'appropriateness test'*). Dit betekent dat de aangezochte financiële instelling moet nagaan of de klant voldoende kennis en ervaring heeft. Zo niet, moet de financiële instelling meedelen dat de transactie niet passend is. Wil de belegger toch met de transactie doorgaan, dan is het risico integraal voor hem/haar<sup>24</sup>.

Ook is het mogelijk dat zij, in het kader van discretionair vermogensbeheer of beleggingsadvies, een dergelijke investering verwerven voor zover aan alle geschiktheidsvoorwaarden is voldaan (*'suitability test'*): kennis, ervaring, financiële situatie (incl. vermogen om verliezen te dragen) en beleggingsdoelstellingen (incl. risicotolerantie), en dit onverminderd de productgovernanceregels.

## E. Bijkomende aanbevelingen

Zoals reeds is aangegeven, kunnen SPAC's verschillende vormen aannemen en beleggers verschillende maten van bescherming bieden. De FSMA moedigt potentiële emittenten van SPAC's aan om maximale bescherming in te bouwen in de vehikels die zij daartoe opzetten.

Beschermende elementen die zij kunnen toevoegen zijn bijvoorbeeld:

- voorwaarden koppelen aan de investering wat het minimum gebruikspercentage van de middelen betreft, de bevestiging door een deskundige dat de nodige cash voor de investering beschikbaar is en de werking ervan;
- een zeer hoog positief stemmingspercentage opleggen voor de aanvaarding van de *business combination* tijdens de algemene vergadering;
- voorzien in een vergoeding voor de oprichters die gekoppeld is aan waardecreatie (zoals bijvoorbeeld: een welbepaalde beurskoers bereiken) en niet aan een upfrontbetaling via de toekenning van nagenoeg kosteloze aandelen;
- ...

**Marktpartijen worden uitgenodigd reacties en suggesties op deze analyse en de voorstellen in te dienen op het adres [Consult1@fsma.be](mailto:Consult1@fsma.be) van 10 tot en met 31 mei 2021.**



## Literatuurlijst

- Bai, J., A. Ma & M. Zheng, "Reaching for yield in the going-public market evidence from SPACs", February 2021. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3746490> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746490>
- Berger, R. "SPACs: "An Alternative Way to Access the Public Markets", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 20, no. 3, 2008, 68-75
- Blomkvist, M. & M. Vulcanovic, "SPAC IPO Waves", *Economic Letters* vol. 197, 2020. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3686498>
- Chatterjee, S., N.K. Cidambaran & G. Goswami, "Security design for a non-standard IPO: the case of SPACs", *Journal of International Money and Finance* vol. 69, 2016, 151-178
- Cumming, D., L.H. Haß & D. Schweitzer, "The fast track IPO - success factors for taking firms public with SPACs", *Journal of Banking & Finance*, vol. 47, 2014, 198-213
- Jenkinson, T. & M. Sousa, "Why SPAC investors should listen to the market", *Journal of Applied Finance*, vol. 21, no. 2, 2011
- Klausner, M. & M. Ohlrogge, "A sober look at SPACs", New York University School of Law - Law and Economic Research Paper Series, Working Paper no. 20-48, October 2020
- Kolb, J. & T. Tykova "Going public via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs do not turn into princes", *Journal of Corporate Finance*, vol. 40, 2016, 80-96
- Michielotto, N. "Special Purpose Acquisition Companies in Italy, an empirical analysis", Master's Thesis, Università degli Studi di Padova - 2016-2017
- Saengchote, K. "The Tesla effect and the mispricing of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)", Chulalongkorn Business School, 2021. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3800323>
- Schachmurove, Y. & M. Vulcanovic, "SPAC IPOs", in *The Oxford Handbook of IPOs*, ed. D. Cumming and S. Johan, Oxford University Press, 2019, 301-330