
FSMA_Standpunt_2021_04 van 21/06/2021

Minimumstandaarden voor de structurering van SPAC's, de informatieverstrekking over de aandelen van SPAC's en de verhandeling van die aandelen op Euronext Brussels

Toepassingsgebied:

Dit standpunt is van toepassing op de aanbiedingen aan het publiek, de toelating tot de verhandeling en de verhandeling op een van de markten die uitgebraat worden door Euronext Brussels, van aandelen die zijn uitgegeven door SPAC's, alsook op de commercialisering van die aandelen bij retailbeleggers op het Belgisch grondgebied, voor zover voor die openbare aanbiedingen/toelatingen, krachtens Verordening 2017/1129¹ (de 'Prospectusverordening'), de wet van 11 juli 2018² of de ter uitvoering ervan genomen bepalingen, de verplichting geldt om een prospectus te publiceren dat ter goedkeuring van de FSMA moet worden voorgelegd, of om een informatienota te publiceren.

Structuur:

Dit document bestaat uit drie luiken. In het eerste luik wordt het algemene kader van dit standpunt geschetst. In het tweede luik wordt nader ingegaan op de minimumstandaarden. Het derde luik bevat bijkomende aanbevelingen.

Samenvatting/Doelstellingen:

De FSMA heeft minimumstandaarden uitgewerkt die een omkadering bieden voor de aanbiedingen aan het publiek, de toelatingen tot de verhandeling en de verhandeling van aandelen die zijn uitgegeven door SPAC's, alsook voor de commercialisering van die aandelen bij retailbeleggers op het Belgisch grondgebied. Dit standpunt van de FSMA werd voorgelegd aan de sector via een openbare consultatie die op 31 mei 2021 werd afgesloten.

I. Algemeen kader

Een SPAC of *Special Purpose Acquisition Company* is een vennootschap met als enig doel geld op te halen, naar de beurs te gaan en vervolgens, binnen een strak tijdsbestek (doorgaans uiterlijk binnen

¹ 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.

² Wet van 11 juli 2018 op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt.

24 maanden) een fusie met of een overname van een niet-genoteerde vennootschap (het *target*)³ te zoeken en te financieren, om dat target vervolgens te incorporeren in de SPAC teneinde een *business combination* te vormen en ipso facto het target naar de beurs te brengen.

De vennootschap bewaart de netto-opbrengsten van de beursnotering in de vorm van liquide middelen doorgaans op een rekening met een blokkeringsmechanisme of op een geblokkeerde rekening. De aldus bewaarde fondsen zullen worden aangewend voor de financiering van de acquisitie van het target en/of voor de dekking van de uitstapregeling van de beleggers die dat wensen op het ogenblik dat de investeringsbeslissing (*'business combination'*) wordt genomen.

Voor een gedetailleerde beschrijving van de stappen en de kenmerken van een SPAC-project, verwijzen wij naar de tekst van de [raadpleging](#), meer bepaald naar deel I B, p. 6-13.

Dit type vennootschap, dat in Europa nog relatief weinig voorkomt, is al wijdverbreid in de Verenigde Staten en in Azië. In België zijn er, op datum van deze publicatie, geen genoteerde SPAC's.

In de rechtsgebieden waar dit fenomeen al bestaat, zijn marktpraktijken ontstaan voor de werking van SPAC's. Hoewel de basisfilosofie van de SPAC's doorgaans dezelfde is (namelijk fondsen ophalen met een genoteerd vehikel om een niet-genoteerde 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.

SPAC's hebben kenmerken die hen onderscheiden van andere ondernemingen die naar de beurs gaan.

Bij de beursintroductie van een SPAC verwerven de oprichters/sponsors van de SPAC direct een aanzienlijk belang in de vennootschap dat niet in verhouding staat tot de economische waarde van hun eigen inbreng in contanten, door de gunstigere inschrijvingsvoorwaarden die voor hen gelden. 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. SPAC's zijn een heterogeen, complex beleggingsproduct. Dit maakt het voor niet ervaren beleggers moeilijk om er zich een geïnformeerd oordeel over te vormen.

Om die redenen doet de FSMA een voorstel voor minimumstandaarden die gebaseerd zijn op wetenschappelijke literatuur en praktijkvoorbeelden in andere Europese landen. Deze minimumstandaarden hebben betrekking op de structuur van de SPAC's, de informatieverstrekking en de uittredingsmodaliteiten voor de investeerders.

De FSMA neemt ook een standpunt in over de mate waarin SPAC's geschikt, en dus toegankelijk, moeten zijn voor de particuliere belegger. Dit standpunt moet het evenwicht bewaren tussen de normale, vlotte kapitaalmarktwerking en de nodige vereisten opdat beleggers over SPAC's geïnformeerde beleggingsbeslissingen zouden kunnen nemen.

³ In deze fase wordt de beslissing over de *business combination* doorgaans onderworpen aan een of andere vorm van goedkeuring.

SPAC-dossiers zijn onderworpen aan de gebruikelijke beurs- en toezichtsregels, zoals het opstellen van een prospectus en het naleven van financiële rapporteringsvereisten.

De hieronder beschreven standaarden van de FSMA doen geen afbreuk aan andere aspecten waaraan de FSMA bijzondere aandacht zal besteden bij de analyse van het prospectus van SPAC-IPOs of de informatienota van SPAC's. Verder zullen deze standaarden noodzakelijkerwijze evolueren in functie van het voortschrijdend inzicht van de FSMA in de materie en van eventuele initiatieven op Europees en/of internationaal vlak.

Van oprichters/sponsors die de voor hen geldende minimumstandaarden niet volgen, verwacht de FSMA dat ze dit uitdrukkelijk aangeven op de voorpagina van het IPO-prospectus of in de informatienota⁴.

II. Minimumstandaarden

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 de 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.

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 de vennootschap (ruim *first review right*).

Als de overname van een vennootschap die verbonden is met de oprichters/sponsors 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 voormelde regels voor quorum en meerderheid.

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

⁴ Bij een informatienota beveelt de FSMA aan dit te vermelden in deel I van bijlage I of II van het koninklijk besluit van 23 september 2018 over de publicatie van een informatienota, dat meer bepaald tot doel heeft de prospectuswet van 11 juli 2018 ten uitvoer te leggen.

B. De uittredingsmodaliteiten van de SPAC moeten beleggers die beslissen om 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. Elke terugbetaling leidt immers 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 prospectus of de informatienota van de SPAC moet verschillende dilutiescenario's bevatten en aangeven welk rendement nodig is om de dilutie van de investeerder te neutraliseren

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

De aandeelhouders (in het bijzonder de 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 *business combination*, kunnen een aanzienlijke dilutie ervaren (afhankelijk van verschillende factoren zoals het uitstappercentage en de vergoedingsvoorwaarden van de oprichters/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 prospectussen of de informatienota's⁵ 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 bij verschillende stappen in het project.

Het prospectus of de informatienota⁶ 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 oprichters/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

⁵ In het kader van de *a posteriori*-controle van de informatienota's die de FSMA verricht.

⁶ Bij een informatienota beveelt de FSMA aan dit te vermelden in deel I van bijlage I of II van het koninklijk besluit van 23 september 2018 over de publicatie van een informatienota, dat meer bepaald tot doel heeft de prospectuswet van 11 juli 2018 ten uitvoer te leggen.

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. Net als een investering in een start-up, houdt een investering in een SPAC altijd een groot risico in op verlies van waarde. De SPAC onderscheidt zich daarenboven doordat het hier een onmiddellijke waardeverschuiving betreft naar de oprichters/sponsors, die maakt dat de winst- en verlieskansen van de aandeelhouders niet gelijk zijn.

Omdat de beoordeling van een belegging in een SPAC-aandeel hierdoor een zeer complex karakter krijgt, is de FSMA van mening dat er een specifieke waarschuwing moet worden opgenomen op de voorpagina van het prospectus of, in voorkomend geval, in de informatienota, met specifieke verwijzing naar de sectie over de dilutie.

D. SPAC-aandelen zullen op 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 die voorbehouden is aan professionele beleggers⁷. Bij het verlenen van beleggingsdiensten rond financiële instrumenten die zijn uitgegeven door SPAC's, zouden de tussenpersonen 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* tijdens de IPO voorbehouden moet worden aan gekwalificeerde beleggers in de zin van artikel 2 van de Prospectusverordening.

De vermelding dat SPAC-aandelen die genoteerd zijn op Euronext Brussels of, in voorkomend geval, op Euronext Growth of Euronext Access, zijn voorbehouden aan professionele beleggers, belet niet dat particuliere beleggers ze verwerven.

Retailklanten kunnen immers, 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 moeten 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/haar⁸.

Ook is het mogelijk dat retailklanten, 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 (inclusief het vermogen om verliezen

⁷ In de zin van artikel 4(1) 10) van MiFID II.

⁸ <https://www.fsma.be/nl/mifid-ii-richtlijn-een-betere-bescherming-voor-de-beleggers>.

te dragen) en beleggingsdoelstellingen (inclusief risicotolerantie), en dit onverminderd de productgovernanceregels.

E. Vermelding in het prospectus of in de informatienota

Van oprichters/sponsors die de voor hen geldende minimumstandaarden niet volgen, te weten standaard A, B en C, verwacht de FSMA dat ze dit op de voorpagina van het IPO-prospectus of in de informatienota⁹ uitdrukkelijk als volgt aangeven: *'De voormelde emittent hanteert niet de minimumstandaarden voor de structurering van SPAC'S, de informatieverstrekking over de aandelen van SPAC'S en de verhandeling van die aandelen op Euronext Brussels / de volgende standaard(en): [...], als voorgesteld door de FSMA in haar standpunt van 21 juni 2021, beschikbaar op www.fsma.be.*'

III. 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 verwezenlijking van de *business combination* wat het minimumgebruikspercentage 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 (bijvoorbeeld: een welbepaalde beurskoers bereiken binnen een bepaalde termijn) en niet aan een upfrontbetaling via de toekenning van nagenoeg kosteloze aandelen;
- ...

⁹ Bij een informatienota beveelt de FSMA aan dit te vermelden in deel I van bijlage I of II van het koninklijk besluit van 23 september 2018 over de publicatie van een informatienota, dat meer bepaald tot doel heeft de prospectuswet van 11 juli 2018 ten uitvoer te leggen.