
FSMA_Opinion_2021_04 du 21/06/2021

Standards minimaux concernant la structuration des SPACs, la diffusion d'informations sur les actions de SPACs et la négociation de ces actions sur Euronext Brussels

Champ d'application:

La présente opinion s'applique aux offres publiques, l'admission à la négociation et la négociation sur un des marchés exploités par Euronext Brussels d'actions émises par des SPACs ainsi qu'à la commercialisation de ces actions auprès d'investisseurs de détail sur le territoire belge, pour autant que ces offres publiques/admissions entraînent l'obligation, en vertu du règlement 2017/1129¹ (« Règlement Prospectus »), de la loi du 11 juillet 2018² ou des dispositions prises en exécution de ceux-ci, de publier un prospectus soumis à l'approbation de la FSMA ou une note d'information.

Structure:

Le présent document comporte trois parties. La première partie esquisse le cadre général dans lequel s'inscrit l'opinion. La deuxième partie expose les standards minimaux. La troisième partie contient des recommandations additionnelles.

Résumé/Objectifs:

La FSMA définit des standards minimaux visant à encadrer les offres publiques, les admissions à la négociation, la négociation d'actions émises par les SPACs ainsi que la commercialisation de ces actions auprès d'investisseurs de détail sur le territoire belge. La position de la FSMA sur ces questions a été présentée au secteur lors d'une consultation publique qui s'est clôturée le 31 mai 2021.

I. Cadre général

Une SPAC, ou *Special Purpose Acquisition Company*, est une société dont le seul but est de lever des fonds, d'entrer en bourse, puis de trouver et de financer à brève échéance (généralement dans un délai de 24 mois au plus) la fusion avec, ou l'acquisition d'une société non cotée (la cible)³, ensuite

¹ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.

² Loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés.

³ A ce stade, la décision concernant la *business combination* est généralement soumise à l'une ou l'autre forme d'approbation.

d'intégrer la cible dans la SPAC pour former une *business combination* et ipso facto introduire la cible en bourse.

La société conserve le produit net de l'introduction en bourse sous forme de liquidités, généralement sur un compte doté d'un mécanisme de blocage ou sous séquestre. Les montants ainsi conservés serviront à financer l'acquisition de la cible et/ou à couvrir le mécanisme de sortie des investisseurs qui souhaiteront se retirer au moment de la formation de la décision d'investissement (« *business combination* »).

Pour une description détaillée des étapes et des caractéristiques d'un projet SPAC, veuillez vous référer au texte de la [consultation](#) et en particulier à la section IB pages 6-13.

Encore relativement peu fréquent en Europe, ce type de société est très répandu aux États-Unis et en Asie. En Belgique, à la date de la présente publication, il n'y a pas encore de SPAC cotée.

Des pratiques de marché se sont développées concernant le fonctionnement des SPACs dans les juridictions où ce phénomène existe déjà. Bien que la philosophie de base des SPACs soit généralement la même (c.à.d. levée de fonds par un véhicule coté pour acquérir une cible non cotée), la structuration doit répondre aux spécificités de chaque droit national et peut varier également d'une SPAC à l'autre.

Les SPACs présentent des caractéristiques qui les distinguent d'autres entreprises entrant en bourse.

Avec l'introduction en bourse de la SPAC, les fondateurs/sponsors de la SPAC y acquièrent immédiatement un intérêt important, disproportionné par rapport à la valeur économique de leur propre apport en numéraire, en raison des conditions plus favorables de souscription dont ils bénéficient. Il n'existe en outre pas nécessairement de relation entre le montant levé grâce à l'introduction en bourse et le prix d'acquisition de la cible. Une SPAC n'est pas valorisée en fonction de critères habituels dans les marchés financiers et connus des investisseurs. Étant donné qu'une dilution à différents moments de l'existence d'une SPAC est inhérente à sa structure, les probabilités de gain ou de perte risquent de ne pas être identiques pour les différentes parties prenantes. Les SPACs sont un produit d'investissement hétérogène et complexe, sur lequel les investisseurs non aguerris auront dès lors du mal à se forger une opinion en connaissance de cause.

C'est pourquoi la FSMA présente une proposition de standards minimaux basée sur la littérature spécialisée et sur des exemples pratiques tirés d'autres pays européens. Ces standards minimaux ont trait à la structure des SPACs, aux informations à diffuser et aux modalités de sortie des investisseurs.

La FSMA prend également position quant à la mesure dans laquelle les SPACs sont adaptées aux investisseurs de détail et devraient donc leur être accessibles. Cette position doit préserver un équilibre approprié entre un fonctionnement normal, harmonieux, du marché des capitaux et les contraintes à imposer pour que les investisseurs puissent prendre des décisions d'investissement éclairées à l'égard des SPACs.

Les dossiers de SPACs sont soumis aux règles habituelles qui régissent les opérations boursières et leur contrôle. Ces règles prévoient notamment l'établissement d'un prospectus et des exigences en matière de reporting financier.

Les standards de la FSMA décrits ci-dessous ne portent pas préjudice aux autres aspects que la FSMA analysera attentivement lors de l'analyse des prospectus d'IPO ou des notes d'information de SPACs. Ils évolueront nécessairement en fonction des opinions que la FSMA aura développées en la matière et en fonction des éventuelles initiatives prises au niveau européen et/ou international.

La FSMA attend des fondateurs/sponsors qui ne suivent pas les standards minimaux qui les concernent qu'ils l'indiquent explicitement sur la page de garde du prospectus d'IPO ou dans la note d'information⁴.

II. Standards minimaux

A. ***La structure de gestion de la SPAC et les règles relatives à la prise de décision sur les business combinations doivent offrir aux investisseurs une protection maximale contre les conflits d'intérêts***

La FSMA est d'avis qu'il est indiqué que la décision d'investissement («*business combination*») revienne à l'assemblée générale des actionnaires et non au conseil d'administration de la SPAC.

Tenant compte des différentes catégories d'actions, il convient que l'assemblée générale appelée à statuer organise des votes dans chaque catégorie avec, au minimum, un quorum de 50 % et une majorité de 50 % plus une voix, étant entendu que si la nature de l'opération projetée nécessite des seuils de quorum ou de majorité plus restrictifs, ceux-ci trouvent à s'appliquer dans chaque catégorie d'actions. Il est aussi important d'éviter que les fondateurs qui auraient acquis des actions sur le marché puissent participer au vote dans l'autre catégorie des actionnaires et influencer leur vote.

Pour mitiger le risque de conflits d'intérêts inhérent aux SPAC, la FSMA est d'avis que dans l'hypothèse où les fondateurs/sponsors ont une opportunité d'investissement en dehors de la société cotée, cette proposition d'investissement doit être faite en premier lieu à la société (droit de *first review* large).

Si l'acquisition d'une société liée aux fondateurs/sponsors est envisagée, la décision unanime des administrateurs qui ne sont pas en conflits d'intérêt, devrait être requise pour proposer l'acquisition à l'assemblée générale, laquelle votera suivant les règles de quorum et de majorité énoncées ci-dessus.

Enfin, la société devra prévoir un *dealing code* strict qui interdirait notamment aux fondateurs/sponsors de traiter des titres en bourse pendant la période de négociation de la business combination.

B. ***Les modalités de sortie de la SPAC doivent offrir aux investisseurs décidant de maintenir leur participation une protection maximale contre la dilution***

La FSMA estime utile que le remboursement des actions lors de la business combination soit réservé aux actionnaires ayant voté contre celle-ci. En effet, tout remboursement a un effet dilutif immédiat. Permettre le vote positif et le remboursement dans le chef d'un même investisseur aura pour effet d'accentuer fortement la dilution des autres actionnaires. Par ailleurs, il n'est pas logique que, par exemple, des investisseurs détenant des actions et des warrants, votent positivement, se fassent

⁴ Dans le cas d'une note d'information, la FSMA recommande de l'indiquer dans la partie I de l'annexe I ou II de l'arrêté royal du 23 septembre 2018 relatif à la publication d'une note d'information et visant notamment à mettre en œuvre la loi prospectus du 11 juillet 2018.

rembourser leurs actions et bénéficient toujours de leurs warrants, le tout en diluant fortement les actionnaires restant qui, eux, assument pleinement le risque de la SPAC.

C. Le prospectus ou note d'information de la SPAC doit présenter différents scénarios de dilution et indiquer quel sera le rendement nécessaire pour neutraliser la dilution de l'investisseur

Le prospectus, ou note d'information, de cotation des actions constituera l'information de base pour les investisseurs qui souhaiteront acquérir des titres via le marché. Le prospectus, ou note d'information, devra dès lors comprendre toute l'information nécessaire à la compréhension de la structure et de ses mécanismes de fonctionnement.

Les actionnaires (en particulier les investisseurs de détail qui achèteraient des actions sur le marché secondaire avant la business combination) qui décident de ne pas sortir lors de la business combination pourraient subir une dilution significative (en fonction de différents facteurs tels que le taux de dissidence et les conditions de rémunération des fondateurs/sponsors) avec le risque que l'acquisition ne permette pas de créer de valeur suffisante (endéans un délai raisonnable) pour compenser cette dilution.

Lors de l'examen des prospectus ou des notes d'information⁵ de SPAC, la FSMA prêtera dès lors une attention toute particulière à la manière dont les investisseurs sont informés de l'impact de la dilution à différentes étapes du projet.

Le prospectus ou la note d'information⁶ devra notamment reprendre une analyse chiffrée, basée sur les conditions de l'offre, qui présente entre autre les éléments suivants :

- La dilution subie sur la valeur de l'action en raison des conditions d'entrée distinctes entre le public, les investisseurs qualifiés et les fondateurs/sponsors;
- La dilution supplémentaire subie par les actionnaires restant lors du remboursement des actionnaires « dissidents » ;
- Une évaluation du rendement annuel que doit réaliser la société pour que l'investisseur restant atteigne au minimum le *break even* par rapport à la valeur de remboursement prévue lors de la business combination en tenant compte des coûts liés à la structure et aux démarches d'acquisition.

Plusieurs scénarios devraient être présentés sous la forme d'une analyse de sensibilité faisant varier le taux de demande de remboursement au moment de la business combination.

Toutefois, les simulations de dilution restent nécessairement un exercice théorique, sachant que la dilution finale dépendra de divers facteurs incertains et qu'elle est par conséquent tout simplement impossible à prévoir. Tout comme un investissement dans une start up, l'investissement dans une SPAC comporte toujours un risque élevé de perte de valeur. La SPAC se distingue de surcroît par le

⁵ Dans le cadre du contrôle *a posteriori* que la FSMA effectue sur les notes d'information.

⁶ Dans le cas d'une note d'information, la FSMA recommande de l'indiquer dans la partie I de l'annexe I ou II de l'arrêté royal du 23 septembre 2018 relatif à la publication d'une note d'information et visant notamment à mettre en œuvre la loi prospectus du 11 juillet 2018.

fait qu'elle implique un transfert immédiat de la valeur vers les fondateurs/sponsors, ce qui signifie que les probabilités de gain ou de perte pour les actionnaires ne sont pas égales.

Comme l'évaluation d'un investissement dans l'action d'une SPAC acquiert de ce fait un caractère très complexe, la FSMA est d'avis qu'un avertissement spécifique, comportant un renvoi à la section sur la dilution, doit être repris sur la page de garde du prospectus ou, le cas échéant, dans la note d'information.

D. Les actions de SPACs cotées sur Euronext Brussels porteront une mention spécifique indiquant qu'elles sont réservées aux investisseurs professionnels

La FSMA estime que, eu égard à leur complexité, les SPACs devraient être négociées sur un groupe réservé aux professionnels⁷. En cas de prestation de services d'investissement portant sur des instruments financiers émis par des SPACs, les intermédiaires devraient en tirer les conséquences au niveau de l'application des règles de conduite en cas de transactions faites sur le marché. Dans le même ordre d'idées, la FSMA est d'avis que l'offre d'unités lors de l'IPO devrait être réservée aux investisseurs qualifiés au sens de l'article 2 du Règlement Prospectus.

Le fait qu'il soit mentionné que les actions de SPACs cotées sur Euronext Brussels ou, le cas échéant, Euronext Growth ou Euronext Access, sont réservées aux investisseurs professionnels, n'empêchera pas les investisseurs de détail de les acquérir.

Les clients de détail peuvent en effet, de leur propre initiative, passer des ordres d'achat ou de vente d'actions de SPACs auprès de leur organisme financier, qui exécutera alors ces ordres pour leur compte. Pour les motifs énoncés ci-dessus, la FSMA estime que l'exécution devra en ce cas se faire moyennant un test du caractère approprié (*appropriateness test*). Cela signifie que l'organisme financier sollicité devra vérifier si le client possède suffisamment de connaissances et d'expérience en la matière. Si tel n'est pas le cas, l'organisme financier devra informer son client que la transaction n'est pas appropriée pour lui. Si l'investisseur souhaite néanmoins poursuivre l'opération, il en assumera l'intégralité du risque⁸.

Il est également possible pour les clients de détail d'acquérir un tel investissement dans le cadre de la gestion discrétionnaire de portefeuille ou d'un conseil en investissement, pour autant que toutes les conditions d'adéquation de la transaction envisagée soient remplies (*suitability test*): connaissances, expérience, situation financière (y compris la capacité à subir des pertes) et objectifs d'investissement (y compris la tolérance au risque) et ce, sans préjudice des règles en matière de "product governance".

E. Mention dans le prospectus ou dans la note d'information

La FSMA attend des fondateurs/sponsors qui ne suivent pas les standards minimaux qui les concernent, à savoir les standards A, B et C, qu'ils l'indiquent explicitement sur la page de garde du prospectus d'IPO ou dans la note d'information⁹ de la manière suivante : « L'émetteur mentionné

⁷ Dans le sens de l'article 4(1) 10) de MiFID II.

⁸ <https://www.fsma.be/fr/la-directive-mifid-ii-une-protection-renforcee-pour-les-investisseurs>

⁹ Dans le cas d'une note d'information, la FSMA recommande de l'indiquer dans la partie I de l'annexe I ou II de l'arrêté royal du 23 septembre 2018 relatif à la publication d'une note d'information et visant notamment à mettre en œuvre la loi prospectus du 11 juillet 2018.

ci-dessus ne suit pas les standards minimaux concernant la structuration des SPACs, la diffusion d'informations sur les actions de SPACs et la négociation de ces actions sur Euronext Brussels/le(s) standard(s) suivant(s) :[...], comme proposé par la FSMA dans son opinion du 21 juin 2021, disponible sur www.fsma.be. »

III. Recommandations additionnelles

Comme indiqué ci-avant, les SPACs peuvent revêtir différentes formes et apporter aux investisseurs différents niveaux de protection. La FSMA encourage les émetteurs éventuels de SPACs à apporter un maximum de protection dans les véhicules qu'ils fondent dans cette perspective.

Les éléments de protection qu'ils peuvent ajouter sont par exemple de prévoir :

- des conditions liées à la réalisation de la business combination au niveau du pourcentage minimum d'utilisation des fonds, de la confirmation par un expert de la disponibilité du cash nécessaire à l'investissement et à son fonctionnement ;
- l'adoption d'un taux de vote positif très élevé pour accepter la business combination en assemblée générale ;
- l'organisation d'une rémunération des fondateurs qui soit liée à la création de valeur (comme par exemple : atteindre un niveau déterminé de cours de bourse dans un certain délai) et non à un paiement up front par l'octroi d'actions quasi gratuites.
- ...