SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES (SPACS) Inleidende beschouwingen naar Belgisch en Europees kapitaalmarktenrecht[1]

Michiel De Muynck[2] en Benoît van den Hove[3]

1. Algemene inleiding . . . 156
2. Onderzoeksvragen en afbakening . . . 156
3. SPACs: een omschrijving . . . 157
4. Regelgevende economie: opportuniteiten en risico's . . . 161
5. Conceptuele beschouwingen m.b.t. het huidige normenkader . . . 162
a. AIFM . . . 162
b. Prospectusverordening . . . 163
c. Verordening marktmisbruik . . . 165
d. Overnamewetgeving . . . 166
e. Koninklijk besluit primaire marktpraktijken . . . 166
6. Slotoverwegingen . . . 166

SAMENVATTING

Special Purpose Acquisition Companies of "SPACs", beroeren in immer toenemende mate de Europese kapitaalmarkten. Als vennootschappen zonder commerciële activiteit bij oprichting, beogen SPACs via een beursgang geld op te halen bij investeerders voor de verwerving van één (of meer) bestaande vennootschap(pen), of ten minste een aanzienlijk minderheidsbelang. Via een zgn. reverse merger, wordt het private overnamedoelwit een genoteerde vennootschap. Deze bijdrage beoogt een eerste analyse van SPACs, nl. de levensloop van de SPAC, de voornaamste actoren, de regelgevende economie alsook hoe SPACs ingebed worden in het bestaande, niet op maat gesneden normenkader m.b.t. de levensloop van genoteerde vennootschappen. Hierbij wordt in het bijzonder gefocust op (i) de AIFM richtlijn, (ii) de prospectusverordening, (iii) de verordening marktmisbruik, (iv) de overnamerichtlijn en (v) het koninklijk besluit primaire marktpraktijken.

RÉSUMÉ

Les Special Purpose Acquisition Companies, ou « SPACs », sont de plus en plus nombreuses à faire leur entrée sur les marchés des capitaux européens. Ces sociétés, sans activité commerciale au moment de leur constitution, visent à lever des fonds auprès d'investisseurs par le biais d'une IPO afin d'acquérir une (ou plusieurs) société(s) existante(s), ou au moins une participation minoritaire significative. Grâce à une reverse merger, la cible privée devient une société cotée. Cette contribution a pour objectif de faire un premier état des lieux sur les SPACs, et notamment sur leur cycle de vie, les principaux acteurs, l'économie politique ainsi que la façon dont les SPACs sont intégrées dans le cadre normatif existant – inadapté à leurs besoins – du cycle de vie des sociétés cotées. L'accent sera mis sur (i) la directive AIFM, (ii) le règlement prospectus, (iii) le règlement abus de marché, (iv) la directive concernant les offres publiques d'acquisition et (v.) l'arrêté royal relatif aux pratiques de marché primaire.

1. Bijdrage bijgehouden tot 15 april 2021.
2. Docent Financieel Recht UA, Onderzoeksgroep Onderneming en Recht.
3. Head of Listing Euronext Brussels. De opinies uitgedrukt in deze bijdrage zijn de persoonlijke opinies van de auteur.

1. ALGEMENE INLEIDING

"*Four letters sum up 2020's equity market: S-P-A-C. And 2021 should be more of the same*"[4]

1. *Special Purpose Acquisition Companies*, beter bekend onder de abbreviatie "SPACs", beroeren in immer toenemende mate de Europese kapitaalmarkten. Als "lege huls" vennootschappen[5], i.e. vennootschappen zonder commerciële activiteit bij oprichting, beogen SPACs via een beursgang geld op te halen bij investeerders voor de verwerving van één (of meer) bestaande vennootschap(pen), of ten minste een aanzienlijk minderheidsbelang.[6] Via een zgn. omgekeerde overname (*reverse merger*), wordt het private overnamedoelwit een publieke vennootschap. Beleggers vertrouwen hierbij essentieel in het vermogen van de oprichters of "sponsors" van de SPAC, veelal gereputeerde beleggers of beurshuizen (en naar verwachting in toenemende mate tevens "klassieke" *corporates*), om binnen een termijn van 24-36 maanden waarde te creëren via een (of meer) overname(s).

2. Zoals niet zelden, betreffen deze zgn. "*blank cheque companies*" een financiële innovatie, rechtstreeks overgewaaid uit de Verenigde Staten. Na decennia van obscuur en zelfs iet wat louche[7] bestaan (SPACs danken hun ontstaan overigens aan een *loophole* in de toenmalige IPO regelgeving in de Verenigde Staten), zijn SPACs sinds kort, mede dankzij enkele opmerkelijke beursintroducties, volledig terug van nooit helemaal weg geweest. SPACs zijn *hot stuff*. In de Verenigde Staten haalden een paar honderdtal SPACs in 2020 niet minder dan $78 miljard publiek geld op.[8] Met een IPO van $4 miljard, tekende hefboomfonds-miljardair Bill Ackman voorbije zomer voor één van de meest in het oog springende transacties.[9] Het is drummen. Voor de potentiële doelwitten (veelal groeibedrijven) biedt de SPAC de mogelijkheid van een nieuw soort *dual track*: IPO of overname door een SPAC.

3. In continentaal Europa is er vooralsnog geen sprake van een mature markt voor SPACs: in 2020, werd via 3 aanbiedingen een totaal volume van minder dan 1,5 miljard EUR, of ongeveer 2% van het globale volume, opgehaald.[10] Enkele in het oog springende transacties, waaronder Pegasus, de SPAC van voormalig Unicredit CEO Jean Pierre Mustier samen met financier Bernard Arnault en Tikehau, duiden niettemin de opmars van en het groeiend momentum voor de continentale SPAC.[11] In de financiële pers wordt er eveneens gewag gemaakt van de eerste Belgische SPACs.[12]

4. De opkomst van SPACs impliceert een nieuwerwetse investeringsopportuniteit voor vele Europese beleggers. Naast evidente voordelen, brengen SPACs echter een aantal voorname risico's en beleidsoverwegingen met zich mee. Hierbij kan onder meer melding worden gemaakt van zgn. "principaal-agent"-problemen tussen beleggers en het management van de SPAC.

In deze context is het opportuun om SPACs verder te onderzoeken: wat is een SPAC? Hoe zijn deze vehikels ingebed in het Belgisch en Europees kapitaalmarktenrecht? En is (bijkomende) regulering opportuun, onder meer ter verzekering van een efficiënte marktwerking alsook vanuit het perspectief van de bescherming van (particuliere) beleggers?

2. ONDERZOEKSVRAGEN EN AFBAKENING

5. Onze bijdrage beoogt een eerste analyse van SPACs. In het bijzonder wordt hierbij ingegaan op de levensloop van de SPAC, de voornaamste actoren alsook de regelgevende economie a.d.h.v. een bespreking van de potentiële opportuniteiten en risico's voor beleggers. In afwezigheid van een specifiek regelgevend kader, wordt hierbij tevens onder-

4. Bloomberg Markets, Twitter, 23 december 2020.
5. H.M. VAN KESSEL en D.J.R. LEMSTRA, "De SPAC (special purpose acquisition company)", *Ondernemingsrecht*, 2020/143, 795; H. KIM, J. KO, C. JUN en K. SONG, "Going public through mergers with special purpose acquisition companies", *International Review of Finance* 2020, (1) 1-2; L. DIMITROVA, "Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the 'poor man's private equity funds'", *Journal of Accounting and Economics*, oktober 2016, (99) 102.
6. H.M. VAN KESSEL en D.J.R. LEMSTRA, *o.c.*, 795.
7. K. VAN HAMME, "Blancochequebedrijven zijn de jongste beurshype", *De Tijd*, 31 juli 2020.
8. Bloomberg Markets, "No End in Sight for Blank-Check Firms After Year of the SPAC", www.bloomberg.com, 23 december 2020.
9. Pershing Square Tontine Holdings, Ltd. genoteerd op de NYSE. Zie www.pstontine.com/. Zie ook: Financial Times, "Ackman raises $4 billion in blank-cheque IPO", 22 juli 2020, www.ft.com.
10. Bron: Dealogic.
11. 2MX Organic beoogt een verticale integratie van de gefragmenteerde Europese markt voor organisch voedsel. Zie ook Financial Times, "Xavier Niel-backed Spac looks to build organic food 'champion'", 29 november 2020, www.ft.com.
12. *De Tijd*, "Eerste Belgisch blancocheque bedrijf in de maak", 2 februari 2021, en "Vindevogel stapt op trein van lege beursvehikels", 12 maart 2021; zie www.tijd.be.

zocht hoe SPACs ingebed worden in het bestaande, niet op maat gesneden normenkader m.b.t. de levensloop van publieke vennootschappen. Het is hierbij niet de bedoeling om alle aandachtspunten of alle gevolgen exhaustief te behandelen: de analyse focust in het bijzonder op (i.) de AIFM richtlijn, (ii.) de prospectusverordening[13], (iii.) de verordening marktmisbruik[14], (iv.) de overnamerichtlijn[15] en (v.) het koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken.[16] Het vennootschapsrecht[17] en fiscale kader blijven in beginsel buiten beschouwing, behoudens indien dienend voor de analyse onder het kapitaalmarktenrecht. In deze zin wordt niet ingegaan op de overname van een Belgische vennootschap door een buitenlandse SPAC. Het onderzoek besluit met enkele voorname aandachtspunten en beleidsoverwegingen.

3. SPACs: EEN OMSCHRIJVING

6. Afwezigheid van een juridische definitie – Zoals hierboven aangegeven, bestaat er op vandaag op Europees, noch Belgisch niveau een bijzondere normering inzake SPACs. Evenmin is er een algemeen aangenomen juridische definitie.[18] Erg kort, kunnen SPACs omschreven worden als "*a listed pot of capital that seeks a firm to take public through a merger*".[19] In een technische nota[20] begrijpt de *Financial Conduct Authority* (FCA) in het Verenigd Koninkrijk, de SPAC als een "*new company incorporated to identify and acquire a substantial business opportunity or opportunities*". De FCA voegt eraan toe dat de fondsen worden opgehaald bij een beursgang, of net daarvoor. Onverminderd bovenstaande beschouwingen, sluiten we ons hierna aan bij de SPAC-definitie van Van Kessel en Lemstra: (1) vennootschappen zonder commerciële activiteit bij oprichting, die (2) via een beursgang geld beogen op te halen bij investeerders voor (3) de verwerving van één (of meer) bestaande vennootschap(pen), of ten minste een aanzienlijk minderheidsbelang. Via een omgekeerde overname, wordt (4) het private overnamedoelwit een publieke vennootschap.[21] De Franse marktregulator, de *Autorité des marchés financiers* (hierna AMF), heeft in een recente beleidsverklaring (hierna de beleidsverklaring van de AMF) een zeer gelijkaardige definitie gegeven.[22]

7. De SPAC is een, in essentie, contractueel vehikel. Er bestaat dan ook niet zoiets als "de SPAC". De notie "SPAC" is eerder een paraplubegrip: elke SPAC heeft haar specificiteit die contractueel wordt bepaald in de (i.) statuten, (ii.) eventuele aandeelhoudersovereenkomsten en (iii.) aanbiedingsvoorwaarden; dit met inachtneming van de lokaal toepasselijke dwingende vennootschapsrechtelijke bepalingen. In deze bijdrage zullen we ons beperken tot de meest voorkomende SPAC-structuren.

8. Contractuele vrijheid – Belangrijk is hierbij de notie dat voornoemde statutaire bepalingen en aanbiedingsvoorwaarden de resultante zijn van een marktwerking, en meer in het bijzonder een pre-IPO-dialoog tussen kandidaat-investeerders en de sponsors. Via zgn. "marktpeilingen" (*market*

13. Verordening (EU) nr. 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 gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van richtlijn nr. 2003/71/EG (hierna: prospectusverordening).
14. Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijnen nrs. 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie Voor de EER relevante tekst (hierna: verordening marktmisbruik).
15. Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (voor de EER relevante tekst) (*Pb.*L. 142, 30 april 2004, p. 12 (hierna: *overnamerichtlijn*).
16. *BS* 18 juni 2007, p. 32.924.
17. Onder meer inzake de procedure tot goedkeuring van de voorgenomen overname door de algemene vergadering van de SPAC, de bescherming van minderheidsaandeelhouders (die tegenstemmen), e.d.m. Voor de vennootschaps- en fiscaal rechtelijke aspecten van de SPAC, zie A. COIBION, A. DE SELYS en V. BURKI, "Are we ready for the SPAC? Testing the Belgian legal framework", *TRV-RPS* (te verschijnen), sectie 4.
18. Af en toe worden SPACs ook als "blank check company" gedefinieerd. We gaan beiden in dit artikel niet vereenzelvigen omdat deze laatste een aparte definitie heeft in Amerikaans financieel recht. In de Verenigde Staten heeft deze term een specifieke definitie onder Rule 419 van Securities Act. Onder deze regel is een blank check company een onderneming die:
is a development-stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated that its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, or other entity or person; and
is issuing "penny", as defined in Rule 3a51-1 under the Securities Exchange Act of 1934.
"Penny" aandelen verwijst naar effecten uitgegeven door zeer kleine ondernemingen met een beurswaarde lager dan $5 per effect.
19. The Economist, " SPAC invasion ", 20 februari 2021, 55.
20. Financial Conduct Authority, Technical Note Cash shells and special purpose acquisition companies (SPACs), januari 2018, www.fca.org.uk/publication/ukla/tn-420-2.pdf, laatst geraadpleegd op 18 april 2021.
21. H.M. VAN KESSEL en D.J.R. LEMSTRA, "De SPAC (special purpose acquistion company)", *Ondernemingsrecht*, 2020/143, 795.
22. De AMF definieert SPACS inderdaad als volgt: "Les Special Purpose Acquisition Companies ("SPAC") sont des sociétés nouvellement constituées, dépourvues d'activité opérationnelle, qui s'introduisent en bourse afin de lever des fonds destinés à financer une ou plusieurs opérations d'acquisition non encore identifiées à la date de l'introduction en bourse."; zie "Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs", te raadplegen op www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/le-cadre-juridique-francais-permet-daccueillir-les-spac-paris-tout-en-veillant-la-protection-des, 15 april 2021.

sounding) zullen de sponsors als verkoper van de door de SPAC uit te geven financiële instrumenten – voorafgaand aan de aankondiging van een transactie – in dialoog gaan met één of meerdere potentiële beleggers. Marktpeilingen dienen te gebeuren met inachtneming van de verordening inzake marktmisbruik (zie *infra*, randnrs. 42 *et seq.*).[23] De feedback van potentiële beleggers zal mede de omvang en structuur van het aanbod bepalen. De vaststelling dat de overvloed van SPAC-aanbiedingen in de VS de evenwichten tussen sponsors en investeerders heeft her-ijkt, is in dit kader vermeldenswaardig. Amerikaanse investeerders blijken – tijdens de voorbereidingsfase van de SPAC – inderdaad in toenemende mate te wegen op de structurering en uitgifte-voorwaarden. Dit heeft geleid tot nieuwe, meer "*investor driven*" marktstandaarden en *benchmarks*.

9. Sponsors – In de meeste gevallen staat of valt de fondsenwerving van een SPAC met de geloofwaardigheid en de expertise van de oprichters of zgn. sponsors die de "*fit and proper*" toets van de kandidaat-investeerders moeten doorstaan. Dergelijke toets vindt niet enkel plaats op individueel niveau maar viseert tevens de (complementariteit van) de sponsors op collegiaal niveau. Een goede illustratie hiervan is de Parijse beursgang van *2MX Organic*, de SPAC van telecom-miljardair Xavier Niel, rockster-bankier Matthieu Pigasse en industrie-expert Moez-Alexandre Zouari, waarbij, naast financiële en M&A-expertise, ook de aanwezigheid van sectoriële expertise investeerders over de streep hielp.

Oprichters moeten in het verleden bewezen hebben dat ze succesvolle overnames met waardecreatie voor hun aandeelhouders hebben kunnen verwezenlijken. Hun adresboekje en netwerk moeten voorts de nodige deuren openen in de zoektocht naar een overnamedoelwit en eventuele *add-on mergers* na de *de-SPAC-ing*. Bepaalde investeerders zullen voorts de keuze van de SPAC inzake de begeleidende zakenbanken en externe adviseurs in aanmerking nemen bij hun beleggingsbeslissing. Dit zeker in het geval van minder "*high profile*" sponsors.

10. Remuneratie van de sponsors – Sponsors kunnen in regel geen aanspraak maken op enige vergoeding tijdens de eerste fase van de SPAC. Integendeel: veelal worden oprichtings- en werkingskosten tot het moment van *de-SPAC-ing* exclusief gedragen door de oprichters (!) die een substantieel bedrag geïnvesteerd hebben in de SPAC. Dit is evident een belangrijke incentive voor sponsors tot realisatie van *de-SPAC-ing* binnen de (statutaire) voorziene termijn.

11. In geval van *de-SPAC-ing* is het vergoedingsniveau voor de sponsors veelal significant. De remuneratiestructuur is typisch opgebouwd rond de toekenning van warranten. Ingevolge deze effecten verwerven de sponsors het recht om bij een succesvolle *de-SPAC-ing* (zie *infra*, randnr. 17) aandelen te kopen van de beursgenoteerde entiteit. Vergoedingsstructuren waarbij het management de mogelijkheid heeft om een aandelenparticipatie tot 20% te verwerven zijn daarbij niet ongewoon. Sponsors krijgen voorts zicht op een bestuurdersrol in de *post-de-SPAC-ing*-entiteit.

12. Het risico van niet gelijklopende incentives tussen beleggers en de sponsors van de SPAC is hierbij niet denkbeeldig. Voornoemde remuneratiestructuur zou sponsors er bijvoorbeeld kunnen toe aanzetten om een suboptimale overname te promoten met het oog op *de-SPAC-ing* (trigger-event voor uitoefening warranten) ter vermijding van ambtshalve ontbinding van de SPAC bij gebreke van overname binnen de statutair bepaalde termijn (waarbij de aan de sponsors toegekende warranten zonder waarde zijn en de gemaakte werkingskosten mogelijk ten laste van de sponsors blijven). Dit is evenwel eerder theoretisch: ingevolge de hierboven al aangehaalde marktdiscipline (zie *supra*, randnr. 8 inzake de *investor-driven* marktstandaarden), kan worden verondersteld dat investeerders de sponsors veelal zullen nopen tot het voorzien van (statutaire) beschermingsmechanismen. Mocht het evenwel zo ver niet komen en de SPAC – bij gebreke van overnamedoelwit binnen de voorziene termijn – ontbonden worden, dan zullen de sponsors zich onderaan de ladder van de zgn. *waterfall* voor de terugbetalingen aan de schuldeisers van de SPAC (andere investeerders inbegrepen) bevinden.

13. Gelijkaardige vehikels – Bovenstaande definitie (zie *supra*, randnr. 6) laat toe om de SPAC af te zetten tegenover andere vehikels actief op de (publieke en private) kapitaalmarkten, in het bijzonder:

– *lege beursgenoteerde schelpen*: deze reeds bestaande ondernemingen hadden een effectieve operationele activiteit waarmee ze gestopt zijn (ongeacht waarom) en houden op hun balans enkel cash (of met cash gelijkgestelde instrumenten, zoals o.a. korte termijnobligaties) aan. Net als SPACs kunnen lege beursschelpen als vehikels dienen voor de overname van een niet-beursgenoteerde entiteit die via omgekeerde overname een beursnotering zal verwerven. In tegenstelling tot een SPAC bestaat, na de acquisitie, met dit soort vehikels evenwel het risico dat er spreekwoordelijke lijken (bv. schadeclaims) uit de kast vallen – verbonden aan de voormalige operationele activiteit van de beursschelp. Voorbeelden in België zijn onder meer Cumulex (het voormalige Sucraf van beleggersactivist Peter-Paul de Vries) en Evadix (het voormalige Casterman, de uitgever van Kuifje);
– *private equity (PE-) fondsen*: PE-fondsen hebben *grosso modo* dezelfde doelstelling als SPACs met een

23. Over de praktische aspecten inzake marktpeiling: zie website FSMA (www.fsma.be/nl/content/marktmisbruik) alsook de AFM, Leeswijzer Marktpeilingen, te raadplegen op: www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/marktmisbruik/marktpeilingen.

enigszins verschillende (remuneratie)structuur rond de oprichters. Waar SPACs veelal de verwerving van een directe individuele positie van een investeerder in de overgenomen onderneming beogen (zie *infra*, randnr. 29), zijn PE-fondsen evenwel per definitie een structuur voor collectieve belegging in participaties via een fondsenstructuur. Voorts blijft een PE-fonds, eveneens per definitie, echter privaat – en is het dus niet beursgenoteerd. De beleggingsstrategie van een PE-fonds kan voorts verschillen en is veelal niet gekoppeld aan de verwerving van controlerend- of aanzienlijk minderheidsbelang (zie *infra* nr. 16). Een ander verschilpunt is voorts het tijdstip van opvraging van de toegezegde fondsen bij investeerders. PE-fondsen werken typisch met een zgn. "cash call", waarbij de investeerders bij een acquisitie slechts kortelings voor de realisatie van de aandelenoverdracht (*closing*) geld op tafel moeten leggen. Daarentegen, dienen SPAC investeerders het volledige bedrag te volstorten bij intekening. Deze tijdsdelta heeft – althans in een genormaliseerde monetaire omgeving – een invloed op de zgn. *internal rate of return* (*IRR*) van de respectievelijke investeringen (ingevolge de zgn. "*time value of money*"), mede gelet op het feit dat de SPAC statutair veelal niet toegestaan is de cash alternatief te beleggen in afwachting van *de-SPAC-ing*. Een laatste noemenswaardig verschil heeft te maken met de levensloop van de entiteit. Tenzij verlengd, wordt het PE-fonds opgedoekt na de vooraf bepaalde levensloop ervan: de participaties worden gedesinvesteerd en de fondsen worden met een meer- of minwaarde terugbetaald aan de investeerders. De sponsors van het PE-fonds kunnen hierbij aanspraak maken op een substantieel deel van de gecreëerde meerwaarde. De SPAC wordt daarentegen enkel opgedoekt als er geen *de-SPAC-ing* plaatsvindt binnen de voorziene termijn. Investeerders ontvangen in dit geval hun geïnvesteerde fondsen terug;

– *beursgenoteerde holdingmaatschappijen*: holdingmaatschappijen hebben – in regel – reeds bij hun beursgang een gediversifieerde portefeuille aan participaties die ze achteraf actief beheren. Beursgangen van holdings in België zijn de laatste jaren eerder uitzonderlijk. Voorbeelden zijn onder meer Sofina (1910), GIMV (1980) en Ackermans en Van Haaren (1984).

14. Wijze van aanbieding – Onverminderd de afwezigheid van een formeel wettelijk kader in die zin, zullen sponsors van SPACs zich voornamelijk richten tot zgn. institutionele beleggers. Op vandaag worden in Europa de SPACs aangeboden onder de vorm van een private plaatsing (zie *infra*, randnr. 32). In Nederland geldt als "*market practice*" op vandaag een minimale inschrijving van 100.000 EUR. In Frankrijk geldt zelfs een drempel van 1.000.000 EUR. Behoudens zogenaamde *High Net Worth Individuals*, zullen particuliere beleggers bijgevolg –bij de primaire aanbieding – veelal uit de boot vallen.

De in het prospectus opgenomen verkoopsbeperkingen ("*Selling restrictions*") kunnen particuliere beleggers uitsluiten van de aanbieding. Onder MiFiD II geldt tevens de verplichting voor de zgn. ontwikkelaar (*manufacturer*) om een analyse te maken van de beoogde doelmarkt (*target market assessment*).[24] Dergelijke analyse zal zich eveneens dienen uit te spreken over een eventuele aanbieding aan (of uitsluiting van) particuliere beleggers.

De keuze voor een private plaatsing, belet *per definitie* echter niet dat retail beleggers SPAC-aandelen of -warranten verwerven op de secundaire markten.

15. De investeerders zullen intekenen op een private plaatsing van zogenaamde *units*, samengesteld uit aandelen en warranten. Beide instrumenten zullen bij de beursgang afzonderlijk noteren en los van elkaar verhandelbaar zijn. Vermeldenswaardig is dat deze units niet als een zogenaamd "complex product" kwalificeren en het *Moratorium* van de FSMA en financiële sector op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten[25] niet speelt; dit bij afwezigheid van een derivatencomponent zoals gedefinieerd door het *Moratorium*.[26]

16. Overnamedoelwit – De SPAC heeft de overname van een niet beursgenoteerd bedrijf tot doel. Ingevolge een omgekeerde overname (*reverse merger*) verwerft het overnamedoelwit een beursnotering. In de mate dat SPACs minstens een aanzienlijk minderheidsbelang beogen, zijn ze vaak minder flexibel dan PE-fondsen die er ruimere beleggingsstrategieën op na kunnen houden (bv. het nemen van een pure financiële minderheidsparticipatie zonder de verwerving van controle). Een *de-SPAC-ing* behelst gewoonlijk een combinatie met een bedrijf waarvan de marktwaarde twee tot vier keer[27] groter is dan de fondsen die werden opgehaald bij de beursgang van de SPAC. Dergelijke veel-

24. Zie richtlijn nr. 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn nr. 2002/92/EG en richtlijn nr. 2011/61/EU (herschikking) (voor de EER relevante tekst) en in het bijzonder art. 9, 9. gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

25. Mededeling FSMA_2011_02 d.d. 20 juni 2011, Moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten, te raadplegen op www.fsma.be (het *Moratorium*). Zie hierover ook: R. STEENNOT, "Het moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde financiële instrumenten", te raadplegen op: www.biblio.ugent.be/publication/1999178/file/6765062.pdf.

26. Zie definitie van "gestructureerde producten", p. 4 van het *Moratorium*.

27. Zie Harvard Law School Forum on Corporate Governance, "Update on Special Acquisition Companies", augustus 2020, laatst geraadpleegd op 18 april 2021, www.corpgov.law.harvard.edu/2020/08/17/update-on-special-purpose-acquisition-companies/. Recente studies hebben vastgesteld dat in de VS, de gemiddelde waarde van het overgenomen bedrijf 2,9 keer de fondsen van de beursgang overtroffen.

vouden kunnen de dilutieve impact van de bevoorrechte aandelen en warranten van de sponsors beperken. Een SPAC kan desalniettemin een kleinere onderneming overnemen, met als stelregel dat de waarde van het overnamedoelwit minimaal 80% van de door de SPAC opgehaalde fondsen dient te bedragen. Alternatief kan de SPAC ervoor opteren om simultaan een aantal kleinere overnames te doen waarvan de waarde overeenstemt met het voornoemde minimumbedrag. In dat geval zal de stemming op de algemene vergadering die zich uitspreekt over de *de-SPAC-ing* de diverse overnames in beschouwing nemen. Voor een efficiënte aanwending van de fondsen van de SPAC moeten de verschillende overnames zo simultaan mogelijk plaatsvinden. Deze laatste operationele vereiste blijkt in de praktijk veelal een moeilijke horde te zijn. Een structuur met diverse simultane overnames is bijgevolg eerder de uitzondering dan de regel.

Onverminderd het voorgaande zijn de statuten op dit punt leidend en kunnen verdere beperkingen/uitzonderingen voorzien.

17. ***De-SPAC-ing en optionele terugbetaling*** **–** Een sleutelmoment in de levensloop van de SPAC is de combinatie (door overname of fusie) met het overnamedoelwit, ook wel de "*de-SPAC-ing*" genoemd. De SPAC vormt zich om van een zgn. *closed-end* fonds in een zgn. *open-ended* fonds. Vanaf dit ogenblik wordt de SPAC een operationele onderneming en is het – *dixit* de notie "*de-SPAC-ing*" – *de facto* geen SPAC meer. Afhankelijk van de statuten wordt het *de-SPAC-ings*besluit genomen door de raad van bestuur of de algemene vergadering[28], al dan niet met toepassing van bijzondere meerderheden.

18. De investeerders lopen in de pre-"*de-SPAC-ing*"-fase een beperkt financieel risico: de door hun geïnvesteerde cash wordt immers geïmmobiliseerd of "geparkeerd" op de balans van de SPAC of op een door een derde partij aangehouden escrow-account.[29] Dit verandert op het ogenblik van *de-SPAC-ing*: de totaliteit van de liquide middelen van de SPAC zullen dan respectievelijk (i) worden aangewend om de overname van het doelwit te financieren, dan wel (ii) terugvloeien naar de investeerders. Investeerders kunnen er bij *de-SPAC-ing* inderdaad typisch voor opteren om hun aandelen door de SPAC te laten terugkopen aan de intekenprijs (de investeerders genieten vaak immers een zgn. *redemption right* of een soort putoptie en dit veelal ongeacht hun instemming met het *de-SPAC-ings*besluit).

19. Belangrijk is dat investeerders, ook in het scenario waarbij het optionele terugbetalingsrecht wordt uitgeoefend, hun warranten behouden. In Frankrijk, beschouwt de AMF dit als een essentieel element inzake structurering.[30] Dit is een mogelijke verklaring waarom hefboomfondsen of *hedge funds* gretig blijken in te schrijven op SPAC-aanbiedingen. Naast het feit dat hun volstortte cash aan een nulrente wordt geïnvesteerd (en ze zo negatieve interestvoeten veelal van toepassing op deposito's aangehouden door institutionele investeerders vermijden), kunnen ze bij *de SPAC ing* beslissen of en wanneer ze deelnemen aan de 2.0 van de SPAC. Zelfs indien er wordt geopteerd voor de optionele terugbetaling *tegen intekenprijs*, beschikken dergelijke investeerders immers nog steeds over de mogelijkheid om hun warranten op een later tijdstip uit te oefenen, dan wel op de secundaire markt door te verkopen aan derden.

Een en ander leidt tot een ongelijkheid, respectievelijk tussen investeerders in de primaire markt (i.e. investeerders die *units* aankochten bij de initiële aanbieding) en in de secundaire markt (i.e. investeerders die enkel aandelen of warranten verwierven). Deze ongelijkheid kan de investeringsbeslissing in belangrijke mate sturen: waar een "secundaire investeerder" enkel oog zal hebben op de opportuniteit van de *de-SPAC-ing*, kan de "primaire investeerder" ingevolge de unitstructuur op twee paarden wedden, en er bijvoorbeeld voor opteren om 100% van zijn intekenprijs te recupereren door uitoefening van het optionele terugbetalingsrecht en parallel niettemin een positie behouden via de warranten.

20. **Externe investeerders (PIPE) –** Bij de voorstelling van het *de-SPAC-ings*besluit zal het bestuur tevens bekendmaken welke derde partij(en) bereid gevonden is (zijn) om mee te investeren in het overnamedoelwit en zo de overnamefinanciering rond te maken. Dit betreft een zogenaamde "*PIPE*", of *private investor in public equity*. Naast (i.) de delta tussen de door de SPAC-aanbieding opgehaalde fondsen en de overnameprijs, kunnen de "PIPEs" onder meer ook (ii.) de *outflow* van cash ingevolge de uitoefening van het optionele terugbetalingsrecht ondervangen. Ook sponsors kunnen op het moment van *de-SPAC-ing*, zoals hierboven aangegeven (zie *supra*, randnr. 11), hun warranten uitoefenen.

21. De kapitaalverhoging naar aanleiding van de intrede van een PIPE zal in regel een kapitaalverhoging met uitsluiting van het voorkeurrecht voor de bestaande aandeelhouders zijn. Voorheen, onder het voormalige Wetboek Vennootschapsrecht, gold in dit scenario een minimumprijs gelijk aan de gemiddelde beurskoers van de emittent van de laatste 30 dagen voorafgaand aan de uitgifte van nieuwe aandelen. Ingevolge artikel 7:193 van het nieuwe Wetboek Vennootschappen en Verenigingen werd deze verplichting evenwel geschrapt. Voortaan wordt de prijszetting jegens de aandeelhouders verantwoord in een bijzonder verslag van de raad van bestuur en van de commissaris. Die verhoogde vrij-

28. De algemene vergadering heeft dan de bevoegdheid als een gereserveerde materie, *cf.* art. 7:93 WVV.
29. Voor een gedetailleerde beschrijving van de escrowregeling voor de Belgische SPACs, zie A. COIBION, A. DE SELYS en V. BURKI, *o.c.*, sectie 4.1.2.
30. In de ogen van de AMF, is de mogelijkheid tot optionele terugbetaling inderdaad een essentieel element in de structurering van de SPAC (beleidsverklaring van de AMF). De Franse marktregulator heeft verklaard aandachtig toe te zien of er dergelijke mechanismes aanwezig zijn.

heid bij het bepalen van de prijs van het aandeel, brengt een verscherpte verantwoordelijkheid – en bijgaand eventuele aansprakelijkheid – van de raad van bestuur met zich mee.

22. Levensloop – Een SPAC heeft een beperkte levensduur, tussen de 24 en de 36 maanden. In Europa dient de *de-SPAC-ing* typisch binnen de 24 maanden na de beursnotering plaats te vinden. In de praktijk is dit een relatief korte periode, zeker in vergelijking met de gemiddelde levensduur van een private equity fonds (60 maanden). Binnen deze periode (i) dient het overnamedoelwit geïdentificeerd te worden, (ii) de overeenkomst inzake de aandelenoverdracht (*share purchase agreement* of "SPA") onderhandeld te worden, (iii) dienen de investeerders in te stemmen met de bedrijfscombinatie, (iv) eventueel bijkomende – externe – investeerders te worden aangezocht (PIPEs) en (v) dient de aandelenoverdracht (closing) te hebben plaatsgevonden. Om enige flexibiliteit te behouden, bijvoorbeeld voor het geval dat de overeenkomst inzake de aandelenoverdracht met het overnamedoelwit voorziet in belangrijke opschortende voorwaarden (*conditions precedent*) (bv. goedkeuring door een toezichthouder of mededingingsautoriteit), wordt daarom in regel voorzien dat de levensduur van de SPAC contractueel verlengd kan worden door de algemene vergadering van de aandeelhouders, al dan niet met specifieke meerderheden. Wordt er evenwel geen overnamedoelwit geïdentificeerd tijdens de voorziene levensduur van de SPAC, dan wordt (i) de SPAC van rechtswege ontbonden en (ii) het geïnvesteerde bedrag terugbetaald aan de investeerders.

4. REGELGEVENDE ECONOMIE: OPPORTUNITEITEN EN RISICO'S

23. Regelgevende economie – SPACs impliceren een nieuwerwetse investeringsopportuniteit voor vele Europese beleggers. Naast evidente voordelen, gaan voornoemde investeringen eveneens gepaard met een aantal belangrijke risico's. Alvorens enkele verdere beschouwingen inzake de juridische inbedding van SPACs in het kapitaalmarktenrecht (*infra*, randnrs. 28 *et seq.*), wordt hieronder nader ingegaan op de regelgevende economie. Hiertoe analyseren we enkele voorname (1) opportuniteiten alsook (2) risico's voor marktparticipanten en de efficiëntie van het financiële systeem.

24. Opportuniteiten – SPACs kunnen de efficiëntie van het financiële systeem bevorderen. Hierna worden de voornaamste opportuniteiten kort toegelicht.

– Het meest gekende voordeel voor het overnamedoelwit van de SPAC is een geaccelereerd pad tot een beursnotering. Waar er gewoonlijk wordt vanuit gegaan dat de voorbereiding van een beursgang 6 tot 9 maanden in beslag neemt, kan deze termijn herleid worden tot 3 à 4 maanden bij *de-SPAC-ing* / *reverse merger*. Het IPO-proces wordt letterlijk geoutsourcet aan de sponsors van de SPAC en hun adviseurs. Direct listings, waarbij een bedrijf de toelating van aandelen tot de verhandeling op een gereglementeerde markt verwezenlijkt zonder aanbieding ervan aan externe investeerders, vormen een alternatieve piste om versneld te noteren op de beurs. Deze methode staat, in de regel, evenwel enkel open voor emittenten met een zeer sterke naam, zoals bijvoorbeeld Spotify.[31]

– Voorts is er bij SPACs ook minder (lang) onzekerheid betreffende de prijszetting van het overnamedoelwit. Tijdens de voorbereiding van een traditionele beursgang wordt de prijszetting immers mede gestuurd door factoren zoals het onderzoek van de analysten (*analysts research*) en investeerders' feedback (ingevolge wallcrossing ervan in de *pre-deal investor education*-fase (*PDIE*) en de *roadshows*). Dit proces loopt door tot de finale prijszetting of *pricing*, daags voor de beursnotering. Externe (macro) gebeurtenissen – zoals bijvoorbeeld geopolitieke onrust of monetaire bewegingen – kunnen hierbij de IPO-prijsvork sturen. Bij een SPAC wordt de prijs daarentegen onderhandeld tussen de sponsors en de aandeelhouders van het overnamedoelwit. Hoewel de aandeelhouders van de SPAC deze waardering *ex-post* dienen te bekrachtigen biedt dit proces meer zekerheid en efficiëntie voor de aandeelhouders van het overnamedoelwit.[32,33] De SPAC geeft aan de aandeelhouders van het doelwit een exit-opportuniteit, meestal in cash. De bedrijfscombinatie van de SPAC en het overnamedoelwit kan deze laatste versterken door de specifieke (operationele, sectoriële, …) expertise van de sponsors aan boord te brengen. Voor de aandeelhouders van het overnamedoelwit kunnen tevens *earn-outs* (of gelijkaardige incentives) worden voorzien mits bepaalde criteria worden behaald. Een klassieke beursgang laat uitbetalingen aan de historische aandeelhouders via dergelijke mechanismes niet toe. De SPAC biedt bijko-

31. Zie hierover: Financial Times, "Spotify's direct listing is a template for unicorns riding high", 30 januari 2018, www.ft.com.
32. H.M. VAN KESSEL en D.J.R. LEMSTRA, "De SPAC (special purpose acquisition company)", *Ondernemingsrecht*, 2020/143, 794.
33. Die efficiëntie heeft wel een prijs. Bij de voorbereiding van de beursgang ontmoet het management van het doelwit honderden investeerders aan dewelke de equity story en het business model worden toegelicht. Die investeerders kennen het bedrijf. Ze hebben het geanalyseerd en kunnen in een later stadium het bedrijf steunen bij een kapitaalverhoging of gewoon door aandelen (bij) te kopen. Bij een SPAC moet, na de combinatie, die opleiding van de investeerder nog volledige plaatsvinden. Die stap moet niet onderschat worden. Het voordeel is wel dat het management dat achteraf, zonder tijdsdruk, kan doen.

mende flexibiliteit inzake verloning. De bij een beursnotering geboden liquiditeit, geeft de historische aandeelhouders van het overnamedoelwit voorts de opportuniteit om bijkomende partiële desinvesteringen ("*exits*") te realiseren op een later tijdstip en zo potentieel mee te kunnen profiteren van opwaartse koersbewegingen van de entiteit post-fusie.
– Verder kan worden aangehaald dat SPACs het aanbod van gediversifieerde groeifinanciering en investeringsopties voor investeerders kunnen verhogen en zo bijdragen aan de doelstellingen van de Kapitaalmarkten Unie.[34] Op die manier zouden SPACs tevens kunnen bijdragen tot inclusievere kapitaalmarkten (SPACs worden wel eens aangemerkt als "*the poor man's private equity fund*").
– Ten slotte kunnen onder meer lagere structureringskosten in vergelijking tot een klassieke beursgang worden vermeld.

25. Risico's – Naast evidente voordelen, brengen SPACs een aantal belangrijke risico's en beleidsoverwegingen met zich mee.

26. Hierbij kan onder meer melding worden gemaakt van zgn. "principaal-agent"-problemen tussen beleggers en het bestuur van de SPAC. Dit vooreerst ingevolge van informatiefalen[35]: de traditionele – beleggers beschermende – rol van het prospectus stoot bij SPACs inherent op haar limieten. Waar het prospectus immers alle noodzakelijke informatie dient te bevatten om beleggers in staat te stellen met kennis van zaken een investeringsbeslissing te nemen, is de identiteit van het overnamedoelwit op datum van het prospectus bij SPACs nog niet bekend (zie *infra*, randnr. 34). In die zin, kunnen SPACs worden beschouwd als een omzeiling van het klassieke IPO-proces waarbij een uitvoerig prospectus ter beschikking wordt gesteld van de kandidaat-investeerders. Bij de fusie tussen de SPAC en het overnamedoelwit zal er inderdaad slechts een beperkt informatiedocument dienen te worden gepubliceerd (zie *infra*, randnr. 40).

27. Zoals hierboven aangegeven (zie *supra*, randnr. 12), is het risico van niet gelijklopende incentives tussen beleggers en de sponsors van de SPAC niet denkbeeldig. Als voornaam risico kan inderdaad onder meer worden verwezen naar het belang van een juiste *interest alignment* tussen sponsors en investeerders in het licht van de theoretische incentives ingevolge de toekenning van warranten uitoefenbaar bij *de-SPAC-ing* aan de sponsors. De Franse marktregulator AMF heeft dit in haar analyse aangemerkt als een aandachtspunt bij het beoordelen van SPAC-dossiers.[36] Men kan verwachten dat de FSMA een gelijkaardig standpunt zal innemen. Een ander aandachtspunt is voorts het engagement van de sponsors. Investeerders dienen er inderdaad over te waken dat de sponsors voldoende tijd investeren in de SPAC naast hun overige werkzaamheden en mandaten.

5. CONCEPTUELE BESCHOUWINGEN M.B.T. HET HUIDIGE NORMENKADER

a. AIFM

28. Kwalificatie onder de AIFM richtlijn? – Dient een SPAC gekwalificeerd te worden als een *alternatieve instelling voor collectieve belegging*, of AICB overeenkomstig de AICB- wetgeving?[37] Indien een SPAC zou kwalificeren als een AICB, zullen de sponsors moeten voldoen aan de in de AIFM richtlijn opgenomen voorwaarden, waaronder de vergunnings- en registratieplicht[38], organisatorische voorschriften[39], regelgeving inzake belangenconflicten[40], permanent toezicht van de FSMA, e.d.m.

29. Ook al blijkt hieromtrent enige controverse mogelijk te zijn[41], in haar "pure" vorm kan een SPAC o.i. niet als een AICB worden gezien omdat het geen entiteit ("instelling") is voor collectieve belegging. Een noodzakelijk kenmerk van een AICB is immers: "*the undertaking pools together capital raised from its investors for the purpose of investment with a view to generating a pooled return for those investors*".[42] Het typische model van een SPAC is erg anders: de doelstelling is niet een collectieve belegging met een "*pooled rendement*", maar integendeel een structuur om individuele beleggers een individuele kapitaalparticipatie te bezorgen in een beursgenoteerde onderneming die in wezen bestaat uit een commercieel project. Dit wordt weliswaar nagestreefd via een tussenstap en voor de *de-SPAC-ing* plaatsvindt heeft een SPAC kenmerken die kunnen doen denken aan een AICB: een entiteit met diverse aandeelhou-

34. Zie hierover onder meer: www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_nl.
35. D. D'ALVIA, "The International financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices", *Journal of Banking Regulation* 2019, 109.
36. Beleidsverklaring van de AMF.
37. Wet van 14 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders (*BS* 17 juni 2014).
38. Zie art. 6 *et seq.* AIFM richtlijn.
39. Zie art. 18 *et seq.* AIFM richtlijn.
40. Zie art. 14 AIFM richtlijn.
41. Zie onder meer D. D'ALVIA, "The International financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices", *Journal of Banking Regulation* 2019, 110.
42. ESMA, *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 2013, p. 5.

ders, aangestuurd door de "sponsors" en een enkel actief bestaande uit de geïnvesteerde liquiditeiten. Maar dit is echter maar een tussenstap, die nooit de eindtoestand van een SPAC-transactie zal zijn. Ten gronde blijken AICBs en SPACs veelal een verschillend zakelijk of bedrijfsdoel (collectieve beleggingsdienstverlening vs. individuele beleggingsopportuniteit) en bedrijfsmodel te hebben. Die vaststelling zal o.i. praktisch ook betekenen dat geen sprake is van een vooraf vastgesteld beleggingsbeleid (*defined investment policy*).[43]

30. Belangrijk is bijgevolg dat de vraag of een SPAC kwalificeert als een AICB, *case-by-case* dient te worden geanalyseerd. Bepaalde SPACs, met beleggingsstrategieën die aanleunen bij PE-fondsen die als ICBE kwalificeren en/of met een vooraf vastgesteld beleggingsbeleid (noteer dat de notie "vastgesteld beleggingsbeleid" door ESMA in hun *guidance* erg breed wordt geïnterpreteerd), kunnen dan ook onder het toepassingsgebied van de AIFM richtlijn vallen.

Bij het structureren van een SPAC zullen de sponsors daarom bijzondere aandacht willen besteden aan het toepassingsgebied alsook de uitsluitingsgronden van de AIFM richtlijn. Na de *de-SPAC-ing* kan in het bijzonder de vrijstelling voor "holdings" hier een rol spelen. Een holding wordt onder de AIFM richtlijn gedefinieerd als een onderneming met een aandeel in een of meer andere ondernemingen die als zakelijk doel heeft via die deelnemingen een strategie te voeren gericht op langetermijnwaarde.[44]

31. In de praktijk, zal bovenstaande analyse inzake de al dan niet kwalificatie van de SPAC als AICB door de FSMA plaatsvinden in het kader van het prospectustoezicht. De sponsors zullen hierbij dienen aan te tonen dat de hierboven besproken criteria niet vervuld zijn om de toepassing van de AIFM richtlijn te vermijden.

b. Prospectusverordening

32. Prospectusplicht – Bij een SPAC kan men drie evenementen identificeren die mogelijks aanleiding kunnen geven tot het opstellen van een prospectus in toepassing van de prospectusverordening: (i) de initiële aanbieding van de effecten en de aanvraag voor een toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, (ii) de *de-SPAC-ing* verrichting en de fusie met het overnamedoelwit (zie *supra*, randnr. 17) alsook (iii) de mogelijke tussenkomst van de PIPE (zie *supra*, randnr. 20). In sommige gevallen zal de SPAC kunnen genieten van een vrijstelling van prospectus. Dit zal evenwel steeds zorgvuldig voorafgaandelijk met de FSMA afgetoetst moeten worden.

33. Hierboven werd reeds aangegeven dat SPACs veelal via een private aanbieding geplaatst worden (zie *supra*, randnr. 14). Bijgevolg kan er beroep worden gedaan op de *private placement exemption.*[45] Op vandaag blijken SPACs veelal te noteren op een gereglementeerde markt. Dienovereenkomstig zal het SPAC-prospectus in de regel een "listing prospectus" zijn; met als voornaamste gevolg een lichtere disclosure-verplichting dan bij publieke aanbiedingsprospectussen.[46] Door het karakter van de private plaatsing, noteren de Franse SPACs van Euronext Parijs op een specifiek segment voorbehouden voor de investeerders met een MiFiD professioneel statuut.[47] Investeerders met een retail statuut zullen enkel effecten van de Franse SPACs kunnen verwerven op hun eigen initiatief en mits uitdrukkelijk geïnformeerd te zijn door de financiële tussenpersoon omtrent de specificiteit van het segment en de aandelen die erop noteren. Men zou kunnen verwachten dat er in België een gelijkaardig initiatief wordt genomen door de FSMA en Euronext Brussel.

34. Inhoud van het prospectus – Het initiële SPAC-prospectus (veelal een listing prospectus, zie *supra*) dient alle noodzakelijke informatie te bevatten om beleggers in staat te stellen zich met kennis van zaken een oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van een onderneming die financiële instrumenten uitgeeft. Het (listing) prospectus dient in het bijzonder informatie te bevatten over (1) de activa en passiva, winst/verliezen, de financiële positie van de emittent (en eventueel garant), (2) de aan de effecten verbonden rechten en (3) de redenen voor de uitgifte en de impact daarvan op de emittent.[48]

35. De prospectusverordening voorziet voorts de mogelijkheid voor toezichthouders om emittenten toe te staan bepaalde informatie weg te laten, onder meer, indien de informatie minder van belang is voor een specifieke aanbieding of wanneer de gegevens niet bij de activiteiten of rechtsvorm van de uitgevende instelling aansluiten.[49] Op

43. Zie ook LEMSTRA, p. 799.
44. Zie art. 4, 1., *sub* o) AIFM richtlijn. Zie ook LEMSTRA, p. 799 en A. COIBION, A. DE SELYS en V. BURKI, *o.c.*, sectie 4.2.2.
45. Zie art. 1, 4. van de prospectusverordening inzake "Private placement exemption". Zijn in het bijzonder vrijgesteld van een aanbiedingsprospectus: aanbiedingen die (1) uitsluitend gericht zijn op gekwalificeerde beleggers (bv: kredietinstellingen, pensioenfondsen, overheden, verzekeraars, pensioenfondsen, ...) of (2) aan minder dan 150 natuurlijke personen of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn.
46. Zie hierover onder meer: M. DUPLAT en T. FLAMENT, "Le nouveau Règlement Prospectus et ses conséquences sur la loi du 16 juin 2006", *TRV-RPS*, 17/7, p. 805-843 en J. DINANT, "Een nieuw prospectusregime het voorstel van de Europese Commissie nader bezien", *TFR*, nr. 11, november 2016, 449 *et seq.*
47. AMF Règlement Général, Regels 516-18 en 516-19 en ook Euronext Paris Rule Book II, Regel P.1.0.2.
48. Art. 6, 1. prospectusverordening.
49. Art. 18, 1. prospectusverordening.

vandaag hebben een aantal marktregulatoren alvast bijkomende *guidance* op dit punt voorzien. Het verdient aanbeveling dat ESMA in de toekomst via technische reguleringsnormen de mogelijke weglating van informatie verduidelijkt om te komen tot een verdere harmonisatie ter zake.[50]

36. Beschouwingen met betrekking tot het initiële SPAC-prospectus – Hierboven werd reeds aangegeven dat bepaalde prospectusvereisten op inherente limieten botsen bij SPACs. SPAC-prospectussen kunnen niet terugvallen op specifieke "*building blocks*" in de gedelegeerde prospectusverordening[51], en dit ondanks het feit dat SPACs nog geen volledig "operationele" bedrijven zijn. De voornaamste secties in het prospectus zullen onder meer de sectie rond de aanwending van de opgehaalde middelen ("*use of proceeds*"), de beschrijving van de activiteiten ("*business description*"), het deugdelijk bestuur (met inbegrip van de wijze waarop mogelijke belangenconflicten zullen beheerd worden) en de risicofactoren zijn.[52] Wat de risicofactoren betreft, tonen recente precedenten dat bijzondere aandacht moet gevestigd worden onder meer op het feit dat[53]:

– de SPAC net opgericht werd en enkel kosten zal hebben tot de *de-SPAC-ing* zonder dat de zekerheid bestaat dat de SPAC in de toekomst inkomsten zal genereren;
– er mogelijks geen overnamedoelwit geïdentificeerd zal worden binnen de levensduur van de SPAC en dat kosten kunnen gemaakt worden voor potentiële *de-SPAC-ings* die uiteindelijk niet plaatsvinden;
– het succes van de SPAC afhankelijk is van een kleine groep van personen (de sponsors en hun entourage) die voldoende tijd zullen moeten vrijmaken om de *de-SPAC-ing* te realiseren;
– er verschillende potentiële belangenconflicten zijn tussen de sponsors en de houders van effecten van de SPAC; en
– de uitoefening van het recht tot optionele terugbetaling door investeerders tot dilutie kan leiden voor de investeerders die dat recht niet uitoefenen.

Tevens zal de beschrijving van de sponsors' track record (zowel op het niveau van hun expertise over de beoogde industrie, de omvang van de reeds gerealiseerde overnames en hun successen, de expertise tot sourcing van nieuwe verrichtingen, …) een belangrijke sectie uitmaken van het prospectus.

37. Waar de prospectusverordening emittenten in regel opdraagt om investeerders zo specifiek mogelijk te informeren, zullen de sponsors van de SPAC er per definitie, en tot behoud van maximale manoeuvreerruimte, belang bij hebben om bij hun informatieverstrekking zo breed mogelijk te blijven onder meer met betrekking tot het overnamedoelwit en de risico's verbonden aan de *de-SPAC-ing*.

38. Een SPAC-prospectus zal over het algemeen bondiger zijn dan een prospectus voor een operationeel bedrijf. De sectie over de financiële cijfers zal tot een minimum beperkt zijn vermits de SPAC kortelings voor de aanbieding zal opgericht worden. Derhalve bestaat er geen historische financiële informatie over de drie voorafgaande boekjaren (en zal de SPAC aan de toezichthouder en in deze een vrijstelling moeten vragen).[54]

39. De toezichthoudende praktijk kan in de toekomst nadere invulling geven over hoe SPAC-emittenten aan hun informatieverplichtingen onder de prospectusverordening dienen te voldoen. Onverminderd beleggersbescherming als een legitieme betrachting, is het hierbij van belang om een *unlevel playing field* ingevolge nationale initiatieven of *gold plating* te vermijden. ESMA kan op dit punt – via technische reguleringsnormen – een nuttige rol spelen bij de totstandkoming van een uniforme interpretatie van de prospectusverordening m.b.t. SPACs.

40. *Quid bij de de-SPAC-ing?* – De *de-SPAC-ing* zal veelal juridisch technisch de vorm nemen van een fusie tussen de SPAC en het overnamedoelwit. Artikel 1, 5., f) van de prospectusverordening geeft een vrijstelling van prospectus voor de toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt van effecten die werden uitgegeven ten gevolge van een fusie voor zover een document ter beschikking wordt gesteld aan het publiek dat informatie bevat ter beschrijving van de transactie en het effect ervan op de SPAC als overnemende entiteit. Voornoemd document moet beschikbaar worden gesteld voor het publiek overeenkomstig artikel 21, 2. van de prospectusverordening. Aan die beschikbaarheidsvereiste wordt voldaan indien het document in elektronische vorm gepubliceerd is op één van de volgende websites:

– de website van de SPAC of van de nieuwe fusie-entiteit;
– de website van de gereglementeerde markt waar de toelating tot de handel is aangevraagd.

50. Zie art. 18, 4. prospectusverordening
51. Zie gedelegeerde verordening (EU) nr. 2019/980 van de Commissie van 14 maart 2019 tot aanvulling van verordening (EU) nr. 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de vorm, de inhoud, de controle en de goedkeuring van het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten, en tot intrekking van verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie (voor de EER relevante tekst).
52. Zie ook de beleidsverklaring van de AMF.
53. Zie hierover ook: A. COIBION, A. DE SELYS en V. BURKI, *o.c.*, sectie 4.2.1. (i).
54. De SPAC zal dan ook – bij de indiening van het dossier bij Euronext – een aantal vrijstellingen moeten vragen op het Euronext Rule Book. Men denke bv. aan dezelfde vereiste van 3 jaar historiek voor de financiële informatie (Regel 6301/1 van het Rule Book I). Vrijstellingen kunnen toegekend worden op basis van Regel 6301/2 van het Rule Book I.

De tussenkomst van de zogenaamde externe investeerder (of PIPE; zie *supra*, randnr. 20) zal eveneens van een prospectusvrijstelling genieten (art. 1, 5., a) prospectusverordening) voor zover de aandelen uitgegeven ten voordele van deze nieuwe investeerder minder dan 20% vertegenwoordigen van het aantal effecten dat reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt is toegelaten en dit over een periode van 12 maanden. Mocht de tussenkomst van de externe investeerder voornoemde drempel van 20% overschrijden, dan dient er een prospectus te worden opgesteld[55] en goedgekeurd door de FSMA.

41. In het geval van een prospectusvrijstelling, zal het niettemin van belang zijn dat de aan de markt verstrekte informatie van goede kwaliteit is en de investeerders voldoende worden ingelicht over de baten en de risico's van de voorgestelde *business combination*. Het initiële SPAC-prospectus bevat beperkte informatie (en uitsluitend generieke informatie over potentiële overnamedoelwitten) en de *business combination* met het overnamedoelwit zal in dit geval geschieden op basis van niet door de FSMA goedgekeurde documentatie. Een klassiek IPO-prospectus houdt daarentegen een zeer gedetailleerde beschrijving in van het bedrijf dat naar de beurs trekt. Indien de informatie in een IPO-prospectus ontoereikend, misleidend of foutief is kan dit aanleiding geven tot prospectusaansprakelijkheid. In deze context kan men zich de (beleidsmatige) vraag stellen of de sponsors, door het gebruik van de SPAC-route, de prospectusaansprakelijkheid niet (gedeeltelijk) uithollen.

Buiten het kader van de prospectusaansprakelijkheid, en dus onder het gemeen recht, zullen beleggers geen beroep kunnen doen op het vermoeden vervat in artikel 26, § 2 van de Belgische prospectuswet. Op basis van dit vermoeden, wordt het nadeel dat de belegger wordt berokkend, behoudens tegenbewijs, geacht het gevolg te zijn van het ontbreken van of het misleidende of onjuiste karakter van de informatie in het prospectus (en de eventuele aanvullingen hierop), indien het ontbreken van deze informatie of het misleidende of onjuiste karakter ervan, van die aard is dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoopprijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed.

c. Verordening marktmisbruik

42. SPACs zijn, net als klassieke emittenten, onderworpen aan de verordening marktmisbruik.[56] De identificatie door de sponsors van het overnamedoelwit zal hierbij als "bevoorrechte informatie" of "voorwetenschap" kwalificeren, zodra er sprake is van (1) een niet openbaar gemaakte informatie die concreet is, (2) die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een uitgevende instelling, en (3) indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten.[57] Over de nadere invulling van voorafgaande definitie is er reeds talrijke rechtsleer en rechtspraak gepubliceerd die *mutatis mutandis* van toepassing is voor SPACs. De overname van een doelwit is trouwens de *raison d'être* van een SPAC en investeerders verwachten eigenlijk niets anders dan een *de-SPAC-ing*. Er is o.i. dan ook geen nood aan een afwijkend regime voor SPACs wat betreft de definitie van voorwetenschap. De sponsors zullen weliswaar met de verordening marktmisbruik rekening moeten houden bij de concretisering van de discussies met een overnamedoelwit. De SPAC zal de openbaarmaking van voorwetenschap kunnen uitstellen indien *cumulatief* voldaan is aan de volgende voorwaarden: (1) de onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan haar rechtmatige belangen als emittent (bv. het mislukken van de onderhandeling met het overnamedoelwit), (2) het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid (bv. de onderhandeling tussen SPAC en overnamedoelwit druist niet in tegen marktverwachtingen?) en (3) de SPAC in staat is om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.[58]

43. Net als voor de prospectusverordening, dient ook hier gewaakt te worden over de vermijding van distorsies ingevolge van nationale interpretatie van de verordening marktmisbruik.

44. Een verder aandachtspunt is ten slotte de uitoefening van de warranten door de sponsors. Deze transacties zullen onderworpen zijn aan een meldingsplicht binnen de 3 werkdagen voor "leidinggevenden" bij de toezichthouder (via eMT-platform).[59]

55. Verschillende SPACs hebben hierop een oplossing gevonden door een reserve van eigen aandelen op hun balans aan te houden. Die aandelen worden toegelaten tot de verhandeling op de gereglementeerde markt van bij hun creatie op basis van het initiële prospectus. In andere jurisdicties is het inschrijven op eigen aandelen toegestaan. In België zal wellicht een andere oplossing moeten gevonden worden.
56. Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijnen nrs. 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (voor de EER relevante tekst).
57. Art. 7 verordening marktmisbruik.
58. Zie art. 17, 4. verordening marktmisbruik. Zie onder meer ook ESMA Richtsnoer 2016/1478.
59. Art. 19 verordening marktmisbruik.

d. Overnamewetgeving

45. Als voorlaatste element van het bestaande normenkader kan ook de toepassing van de Belgische wetgeving betreffende openbare overnamebiedingen bestudeerd worden. Zoals hierboven aangegeven (zie *supra*, randnr. 40) zal *de-SPAC-ing* over het algemeen de vorm aannemen van een fusie tussen de SPAC en het overnamedoelwit. Een fusie geniet een vrijstelling van overnameprospectus voor zover de persoon die, alleen of in onderling overleg, meer dan 30% van de stemrechten van de verkrijgende vennootschap verwerft, niet het merendeel van de stemmen heeft uitgebracht bij de stemming over de beslissing tot fusie van de algemene vergadering van aandeelhouders van de te fuseren vennootschap.[60]

46. En wat met het recht op optionele terugbetaling van de aandeelhouders bij de *de-SPAC-ing* (zie *supra*, randnr. 17)? Moet de SPAC in dit geval een overnameprospectus opstellen en laten goedkeuren door de FSMA? Deze analyse kan niet afgezonderd worden van de vennootschapsvorm van de SPAC. Gezien een SPAC de optionele terugbetaling van de aandeelhouders aan een vaste prijs inhoudt, is er naar Belgisch recht wellicht geen andere passende rechtsvorm dan de besloten vennootschap. Het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen heeft de mogelijkheid uitgebreid voor een toelating tot de verhandeling van deze rechtsvorm (art. 5:2). Op vandaag heeft slechts één Belgische besloten vennootschap obligaties laten noteren. De besloten vennootschap heeft, als nieuwe vennootschapsvorm, een bijkomend voordeel: de statuten kunnen bepalen dat aandeelhouders het recht hebben uit de vennootschap te treden ten laste van haar vermogen (art. 5:154) mits het voldoen aan een aantal voorwaarden.[61] Die uittreding ten laste van het vermogen van de SPAC zou in dit scenario geen aanbod uitmaken "dat gericht is tot de houders van effecten van de doelvennootschap om al of een deel van hun effecten te verwerven, ongeacht of het bod vrijwillig of verplicht is" (art. 3, § 1, 2° van de wet van 1 april 2007 over de openbare overnamebiedingen). De toepassing van deze wetgeving zou zo aldus volledig uitgesloten kunnen worden.

e. Koninklijk besluit primaire marktpraktijken

47. In de hypothese dat de units van de SPAC openbaar worden aangeboden, dienen de sponsors rekening te houden met het koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken[62] (hierna het KB primaire marktpraktijken). Het KB primaire marktpraktijken voorziet immers in een verplicht vervreemdingsverbod of *lock-up* van één jaar voor de sponsors wanneer zij, in het jaar voorafgaand aan de eerste toelating, aandelen van de SPAC verwierven aan een prijs lager dan de prijs van de publieke aanbieding. Er bestaan evenwel een aantal uitzonderingen op deze verplichte lock-up.[63] Zoals eerder aangegeven, zullen sponsors veelal opteren voor een private plaatsing en zal deze beperking aldus niet van toepassing zijn.

6. SLOTOVERWEGINGEN

48. Met drie verrichtingen in de 1ste kwartaal van 2021 en een hele rist van aangekondigde verrichtingen voor het 2de kwartaal, lijkt de markt voor SPACs ook in continentaal Europa uit de startblokken te schieten. De toekomst zal uitwijzen of deze Europese SPACs allen zullen leiden tot nieuwe genoteerde ondernemingen. Naast de verwachte globale stormloop voor "klassieke" beursgangen, kunnen SPACs een alternatief instrument zijn om bedrijven versneld naar de beurs te brengen. Dit biedt ook Belgische bedrijven een belangrijke opportuniteit.

In deze bijdrage kwamen een aantal belangrijke opportuniteiten en risico's inzake SPACs aan bod. Hierbij kan onder meer melding worden gemaakt van snellere toegang tot kapitaalmarkten, portefeuillediversificatie maar ook potentiële belangenconflicten en informatieasymmetriën.

49. Op vandaag is er op Europees niveau geen afzonderlijk, in het bijzonder op SPACs gericht normenkader. Hoewel (Europese) beleidsmakers en regelgevers nauwgezet dienen te waken over de efficiënte marktwerking, bescherming van (particuliere) beleggers en vermijding van systemische risico's, dient regelgevende en toezichthoudende *overreach* te worden vermeden. De regelgevende evenwichtsoefening bestaat er inderdaad in om een voldoende beschermend kader te garanderen voor SPAC-beleggers, zonder evenwel het innoverend vermogen van SPACs en hun bijdrage tot efficiëntere kapitaalmarkten in de weg te staan. Een aantal Europese marktregulatoren (onder meer AMF, FCA) verduidelijkte d.m.v. regulatory guidance reeds het reglementaire speelveld van SPACs. In die zin, kunnen in België ook verdere FSMA richtsnoeren worden verwacht. Van belang is echter, om regelgevende distorsie, ingevolge *goldplating* op het nationale niveau en de creatie van een *unlevel playing field*, te vermijden. ESMA kan hier – via technische reguleringsnormen – een belangrijke rol spelen.

60. Art. 52, § 1, 6° van het koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen.
61. Zie A. COIBION, A. DE SELYS en V. BURKI, "Are we ready for the SPAC? Testing the Belgian legal framework", *TRV-RPS* (te verschijnen), sectie 4.3.3.
62. *BS* 18 juni 2007, p. 32.924.
63. Art. 11, § 2 KB primaire marktpraktijken.

* * *

Post-scriptum:

Op 5 mei 2021, na het finaliseren van bovenstaande bijdrage, heeft de FSMA een publieke consultatie gelanceerd over een voorstel inzake minimumstandaarden voor de (i) structurering, (ii) informatievertrekking en (iii) verhandeling van SPACs op Euronext Brussels. De hoofdlijnen van voornoemde consultatie, die tevens een definitie en uitgebreide beschrijving van de levensloop van SPACs bevat, worden verder in dit nummer kort toegelicht (*infra* p. 168)