Publieke consultatie door de FSMA over een voorstel van minimumstandaarden voor de structurering, de informatieverstrekking en de verhandeling van SPACs op Euronext Brussels (5 mei 2021)[1]

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

Op 5 mei 2021 lanceerde de FSMA, onder meer in navolging van de *Financial Conduct Authority* in de UK[4], een publieke consultatie over voorgestelde minimumstandaarden voor de (1) structurering, (2) informatievertrekking en (3) verhandeling van SPACs op Euronext Brussels. Met de Consulatie, beoogt de FSMA "*het evenwicht te bewaren tussen de normale, vlotte kapitaalmarktwerking en de vereisten die nodig zijn zodat beleggers ter zake SPACs geïnformeerde beleggingsbeslissingen kunnen nemen*".[5] De FSMA is hier geenszins aan haar proefstuk toe: eerdere vergelijkbare initiatieven van de Belgische markttoezichthouder zijn onder meer het verbod op al te risicovolle producten via twee banningreglementen alsook het beperken van de complexiteit van gestructureerde producten via een moratorium op de commercialisering van te complexe producten.[6]

Met de Consultatie, schept de FSMA transparantie inzake haar toekomstige toezichthoudende praktijk inzake SPACs. Het kan evenwel worden betreurd dat de toezichthouder Europese initiatieven ter zake niet heeft afgewacht. De FSMA stelt anderzijds dat de in de Consultatie voorgestelde maatregelen "*noodzakelijkerwijze [zullen] evolueren in functie van haar [de FSMA, nvdr.] voortschrijdend inzicht en van eventuele initiatieven op Europees en/of internationaal vlak*".[7] De in de Consultatie opgenomen minimumstandaarden hanteren het "*comply or explain*" principe: de FSMA verwacht inderdaad dat sponsors die wensen af te wijken van de minimumstandaarden dit uitdrukkelijk bekendmaken op de voorpagina van het listing prospectus.[8]

De FSMA hanteert een gedetailleerde omschrijving van de SPAC, nl.: "*een nieuw opgerichte vennootschap met als specifiek doel om geld op te halen, een beursnotering aan te vragen en vervolgens om binnen een strak tijdsbestek -doorgaans uiterlijk binnen 24 maanden- een fusie of een overname van een privéonderneming, het target, te financieren en dat target met de vennootschap te incorporeren en dat bedrijf op die manier naar de beurs te brengen*."[9] De inleiding van de Consultatie gaat voorts uitgebreid in op de levensloop/fasen van de SPAC[10] en bevat tevens een omschrijving van de voornaamste baten en risico's.[11]

Na een uitvoerige inleiding, stelt de FSMA in de Consultatie 5 bijzondere categorieën van maatregelen voor:

1° **bescherming van de beleggers tegen belangenconflicten zowel in de *governance* van de SPAC als bij de besluitvorming over de business combinatie**

Prerogatief algemene vergadering. De FSMA is vooreerst van oordeel dat de beslissing omtrent *de-SPAC-ing* door de algemene vergadering dient te worden genomen. *De-SPAC-ing*sbesluitvorming door de raad van bestuur wordt m.a.w. door de FSMA uitgesloten. Voor de algemene vergadering die tot *de-SPAC-ing* besluit, beoogt de FSMA de minimumdrempel inzake aanwezigheid en meerderheid, nl.: in elke aandelencategorie – een quorum van 50% en een meerderheid van 50% plus één stem. De invoering van restrictievere aanwezigheid- en goedkeuringsdrempels binnen één enkele aandelencategorie is niet toegestaan: uniforme drempels

1. Hierna: de "Consultatie". Te raadplegen op https://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/consultaties/2021/20210505_consultatie_spac_nl.pdf.
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.
4. Ook de FCA wenst inderdaad het UK SPAC-keurslijf aan te passen. Het bestaand regime voorziet immers in een opschorting van handel van de aandelen bij de identificatie van het overnamedoelwit. Sinds 30 april 2021 consulteert de FCA alle stakeholders over mogelijke versoepelingen voor grotere SPACs beleggersbeschermingen hebben ingebouwd in hun structuur. Zie hierover: https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp21-10-investor-protection-measures-special-purpose-acquisition-companies-proposed-changes-listing.
5. Consultatie, p. 3.
6. Mededeling FSMA_2011_02 dd. 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: https://biblio.ugent.be/publication/1999178/file/6765062.pdf. Zie definitie van 'gestructureerde producten', pagina 4 van het Moratorium.
7. Consultatie, p. 21.
8. Consultatie, p. 21.
9. Zie Consultatie, pagina 4 en vergelijk met de definitie van H.M. VAN KESSEL en D.J.R. LEMSTRA, "De SPAC (special purpose acquistion company)", Ondernemingsrecht 2020/143, 795 (zie DE MUYNCK en B. VAN HOVE, *o.c.*158).
10. Zie Consultatie, p. 6-13.
11. Zie Consultatie, p. 14-20.

voor alle aandelencategorieën is de regel.[12] Voornoemde harmonisering dient de gelijkheid onder investeerders en sponsors te waarborgen.

Beperking stemrechten oprichters. Ter vermijding van belangenconflicten m.b.t. het *de-SPAC-ing* besluit, beoogt de FSMA voorts het stemrecht van de oprichters van de SPAC te beperken; dit in het bijzonder indien de oprichters naast hun preferentiële aandelen ook aandelen van een andere categorie verwerven op de secundaire markt. In haar minimumstandaarden verbiedt de FSMA in dat geval de uitoefening, door de oprichters, van de aan de niet-preferentiële aandelen verbonden stemrechten.[13]

Right of first refusal. Zoals in andere Europese landen is de FSMA van oordeel dat de SPACs eveneens moeten genieten van een *right of first refusal* in het geval dat de oprichters/sponsors van de SPAC een investeringsopportuniteit hebben buiten de SPAC structuur om. De sponsors zullen in dit geval de potentiële overname eerst ter beschouwing moeten voorleggen aan de SPAC. Slechts in zoverre de SPAC dergelijke overname-opporuniteit afwijst, kunnen de sponsors een rechtstreekse overname/investering buiten de SPAC om overwegen.[14]

Overnamedoelwit verbonden aan sponsors. De Consultatie gaat nader in op business combinaties die, in het kader van *de-SPAC-ing*, voorgesteld worden met een onderneming die verbonden is aan één (of meer) oprichters/sponsors. In voorkomend geval vereist de FSMA, alvorens het overnamedoelwit ter goedkeuring voor te leggen aan de aandeelhouders, een unanieme beslissing van de bestuurders in hoofde van wie er geen belangenconflict mogelijk is.[15]

Dealing code. Om belangenconflicten te vermijden voorziet de Consultatie tenslotte in het opstellen door de SPAC van een strikte *dealing code* die van toepassing is op de sponsors. De *dealing code* dient te voorzien in een verbod tot handel op de beurs in de effecten van de SPAC tijdens de onderhandelingsperiode van de business combinatie.[16]

2° **bescherming van de beleggers tegen dilutie**

In de inleiding van de Consultatie, wordt – onder meer aan de hand van cijfervoorbeelden – uitvoerig ingegaan op het dilutie-risico voor beleggers.[17] Teneinde de gevolgen van de dilutie te beperken voor de aandeelhouders die aan boord blijven post *de-SPAC-ing*, behoudt de FSMA de mogelijkheid tot optionele terugbetaling uitsluitend voor beleggers die op de algemene vergadering tegen de business combinatie stemden. M.a.w.: de aandeelhouders die voor de business combinatie stemden, of zich onthielden, zullen zich niet op het optionele terugbetalingsrecht kunnen beroepen.[18]

3° **publicatie in het prospectus van verschillende dilutiescenario's en van het vereiste minimumrendement om de dilutie te neutraliseren**

Dilutiescenario's. Met het oog op geïnformeerde beleggingsbeslissingen, verlangt de FSMA dat het listing prospectus bepaalde scenario's inzake dilutie uiteenzet. Voornoemde scenario's (met hypotheses inzake drempels van terugbetaling) beogen (retail)beleggers te informeren over de dilutie en het minimumrendement dat vereist is om die dilutie te neutraliseren. Het prospectus moet in het bijzonder een cijferanalyse bevatten die gebaseerd is op de voorwaarden van de aanbieding en onder meer de volgende elementen vermelden:

- de dilutie van de waarde van het aandeel omwille van de verschillende instapvoorwaarden die gelden voor het publiek, de gekwalificeerde beleggers en de sponsors;
- de bijkomende dilutie die de overblijvende aandeelhouders ervaren wanneer de 'dissidente' aandeelhouders worden terugbetaald;
- een raming van het jaarlijkse rendement dat de vennootschap moet behalen opdat de belegger die blijft ten minste het break-evenpoint zou bereiken ten opzichte van de voorziene terugbetalingswaarde op het ogenblik van de business combinatie, rekening houdend met de kosten die verbonden zijn aan de structuur en de overnameprocedures.[19]

Waarschuwing. De FSMA is van oordeel dat de belegging in SPAC-effecten kwalificeert als "zeer complex". Derhalve verlangt de FSMA een specifieke waarschuwing op de voorpagina van het prospectus met bijzondere verwijzing naar de voornoemde prospectussectie inzake dilutie.[20]

4° **verhandeling van de SPAC-aandelen op Euronext Brussel via een specifieke trading group**

Specifieke trading group. In de opinie van de FSMA moeten de effecten van de SPAC bij de primaire aanbieding voorbehouden worden voor gekwalificeerde beleggers in de zin van artikel 2 van de Prospectusverordening. Voor de secundaire markt, dienen de SPAC aandelen te noteren op een specifieke *trading group* van Euronext Brussels. Deze *trading group* dient te worden voorbehouden voor MiFiD professio-

12. Zie Consultatie, p. 21.
13. Zie Consultatie, p. 21.
14. Zie Consultatie, p. 22.
15. Zie Consultatie, p. 22.
16. Zie Consultatie, p. 22.
17. Zie Consultatie, p. 9-13.
18. Zie Consultatie, p. 22.
19. Zie Consultatie, p. 23.
20. Zie Consultatie, p. 23.

nele beleggers zoals het segment op Euronext Parijs (zie dit nummer p. 164, nr. 33).[21]

Execution-only. Retailbeleggers zullen onder dezelfde voorwaarden als in Frankrijk de aandelen mogen verhandelen (zie *supra*). Het (aankoop- of verkoop)order zal voorts uitsluitend onder het "*execution-only*" regime geplaatst mogen worden en enkel nadat de financiële instelling de retailbelegger volledig heeft ingelicht over de kenmerken van een dergelijke investering. De informatieverstrekking t.a.v. retailbeleggers is verregaand.[22]

Waarschuwingsverplichting. De door de belegger aangezochte financiële instelling dient de kandidaat-investeerder, ongeacht het beleggingsprofiel, voorts immers te melden dat zij de voorgenomen transactie zelf niet passend acht. Wil de belegger -onverminderd voorgaande waarschuwing- toch met de transactie doorgaan, dan is het risico integraal voor hem/haar.[23]

Discretionair vermogensbeheer. Voor beleggers met een overeenkomst tot discretionair vermogensbeheer, zal de vermogensbeheerder erover moeten waken dat een investering in de effecten van een SPAC (i) overeenstemt met het risicoprofiel van de cliënt, en (ii) "beantwoordt aan een voldoende diversificatie".[24]

5° **Bijkomende aanbevelingen**

Ten slotte moedigt de FSMA potentiële emittenten van SPAC's aan om "maximale bescherming in te bouwen in de vehikels die zij daartoe opzetten".[25] De FSMA verduidelijkt in het bijzonder een aantal door de sponsors te overwegen bijkomende maatregelen (fairness opinion, zeer hoge drempels voor de algemene vergadering,…).

21. Zie Consultatie, p. 23.
22. Zie Consultatie, p. 24.
23. Zie Consultatie, p. 24.
24. Zie Consultatie, p. 24.
25. Zie Consultatie, p. 24.