

## LE SPAC, L'ÂGE DE RAISON ?

par Marina Guérassimova & David Chekroun<sup>1</sup>



Une « coquille vide » et un « chèque en blanc », telles sont les formules lapidaires par lesquelles on propose le plus souvent de définir le SPAC. Ces deux expressions, trop fréquemment utilisées en raison de leur caractère évocateur et par emprunt au vocabulaire américain, ne rendent pourtant qu'imparfaitement compte de la réalité des *Special Purpose Acquisition Companies*. Aussi leur préférera-t-on la définition du Club des juristes, à savoir : « ces sociétés dénuées d'activité opérationnelle qui procèdent à une introduction en bourse afin de lever des capitaux pour réaliser ensuite l'acquisition d'une ou plusieurs sociétés cibles »<sup>2</sup>.

Cette difficulté peut surprendre car les SPACs ne datent pas d'hier. Apparues aux Etats-Unis dans les années 1980, sous la forme de *Blank check companies*, elles ont été régulées dès les années 1990. Mais il est vrai que leur succès est venu tardivement, à partir de 2018. C'est en effet l'abondance de liquidités sur les places financières qui a permis la croissance exponentielle du marché des SPACs, lequel a atteint son record en 2021. C'est ce que rappellent Thomas Le Vert et Jean Paszkudzki chez White & Case LLP : « le nombre de SPACs introduits en bourse y est passé de 59 en 2019, à 245 en 2020, puis à 610 en 2021 » atteignant un montant cumulé des fonds levés à 150 milliards de dollars ! 2022 est assurément l'année de la normalisation, comme le formule Sambacor N'Diaye chez Bank of America, en raison des nouvelles réglementations et du sérieux tour de vis, pourrait-on ajouter avec Anne Drif<sup>3</sup>, tant la *Securities and Exchange Commission* (SEC) entend durcir la responsabilité des banques conseils des opérations de SPAC, en cas de déclarations inexactes.

En France, ce phénomène, parfois comparé au *private equity* il y a 25 ans, est une opportunité pour l'entrepreneuriat et les acteurs économiques de la place financière de Paris. Assurément, certains professionnels voudront ajouter cette « corde à leur arc », estime Emmanuel Hasbanian au sein de la Deutsche Bank qui a accompagné 4 des 6 SPACs cotés sur la place de Paris. « De notre point de vue, il ne s'agit pas d'un phénomène de mode. Nous sommes convaincus de la pérennité des SPACs », insiste-t-il.

Quelles sont les qualités des SPACs qui expliquent cette confiance ? Ce véhicule permet une cotation rapide. Il offre la possibilité d'éviter certaines difficultés, liées notamment à l'introduction en Bourse des sociétés technologiques dont le *business model* n'est pas toujours facile à déchiffrer. Lorsqu'il s'agit d'une société n'ayant pas de comparables cotés, le SPAC est un outil pertinent, à condition que ses fondateurs soient des spécialistes du secteur, capables d'éva-

luer le *business model*. C'est pourquoi le fait d'avoir une ou plusieurs personnalités importantes derrière le SPAC semble être un atout majeur. Mais il ne faut pas oublier que « la personnalité est moins importante que la légitimité... Le *sponsor* n'est pas là en tant que « personnalité » mais en tant que professionnel », rappelle Emmanuel Hasbanian. « Le *sponsor* doit apporter une véritable expertise ... Il doit apporter son réseau, son sens du business, sa capacité à sourcer des deals. » Selon Marc Menasé, entrepreneur de la tech, fondateur du SPAC Dee Tech, « le sérieux, l'expertise et l'implication des fondateurs sont absolument indispensables ».

Par ailleurs, le SPAC offre la « certitude de l'introduction en Bourse et la réduction du risque de prix dû à la volatilité du marché », résume David Koch chez GP Bullhound, fondateur du SPAC GP Bullhound Acquisition I.

Quels sont, à l'opposé, les principaux dangers du SPAC? Sans doute, la période de 24 mois pour le *de-SPACing*, parfois réduite à 18, voire à 12 mois aux Etats-Unis, qui semble insuffisante. Certes, cette difficulté mérite d'être nuancée. Selon Julien Fabre chez Deutsche Bank, « cette échéance de 24 mois est certes une contrainte mais elle ne représente pas un obstacle majeur » car « la réflexion des sponsors ne commence pas le jour de l'annonce de la création du SPAC, mais bien avant ». Mais il n'en reste pas moins que pendant ces 24 mois, le SPAC doit non seulement trouver la cible pertinente mais aussi convaincre la société en question : « Ce n'est pas tant le fait de convaincre une cible de se coter via un SPAC qui représente un défi ; encore faut-il d'abord convaincre la cible que la cotation est la bonne solution, quelle que soit la manière d'y arriver. », confie Emile Daher au sein de Goldman Sachs.

Quelles sont les tendances et perspectives d'avenir pour les SPACs aux Etats-Unis, en Europe et en France ? Aux Etats-Unis, comme nous l'avons évoqué, le marché des SPACs est en phase de normalisation après une phase de croissance très accélérée. En revanche, le marché des SPACs en Europe « poursuit son développement à un rythme stable et régulier... Ce marché peut continuer son développement de manière progressive, linéaire, sans connaître de phase équivalente à celle que l'on a connu aux Etats-Unis », estime Sambacor N'Diaye chez Bank of America. Comme le soulignent Thomas Le Vert et Jean Paszkudzki chez White & Case, le marché des SPACs est aujourd'hui « à la recherche de son point d'équilibre ». C'est un marché qui devient de plus en plus sélectif où les investisseurs « portent une très grande attention à la qualité des *sponsors* ».

Quel sera alors le point d'attention pour la période débutée en 2022 en France ? Sans conteste, le *de-SPACing* ! Pour Jeanne Theuret chez Cleary Gottlieb, « Il y a eu beaucoup d'activité au premier semestre 2021. 2022 sera sûrement l'année de la deuxième phase : le *de-SPACing*. » Olivier de Vilmorin, Arnaud Berdou et Céline Icardi chez Sullivan & Cromwell proposent, utilement dans ce numéro une explication détaillée des opérations de *de-SPAC* en France. « Le *de-SPACing* est l'enjeu majeur du SPAC », insiste Jeanne Theuret. « ... Peut-être y aura-t-il une nouvelle vague derrière, une fois que l'instrument aura fait ses preuves », s'interroge-t-elle.

---

***Les concepteurs de ce dossier souhaitent remercier Gilles Pillet, professeur de droit des affaires à ESCP Business School, et Luc Paugam, professeur de comptabilité et contrôle de Gestion à HEC Paris, et les étudiants d'ESCP Business School et de HEC Paris ayant contribué à ce numéro pour leur précieux soutien.***

---

<sup>1</sup> Professeur de droit des affaires et directeur de l'option Law & Business à ESCP Business School.

<sup>2</sup> Le rapport « Paris : place financière en première ligne pour les SPAC », Rapport du Club des Juristes, Commission ad hoc, décembre 2021, p. 5.

<sup>2</sup> Anne Drif, « SPAC : sous la pression du régulateur, Wall Street sonne la retraite générale », les Échos en date du 10 mai 2022.

## SPAC : « LE SÉRIEUX, L'EXPERTISE ET L'IMPLICATION DES FONDATEURS SONT ABSOLUMENT INDISPENSABLES »



*Interview de Marc Menasé,  
entrepreneur de la tech,  
fondateur du Venture Studio européen  
Founders Future  
et du SPAC DEE tech*

***L'idée du SPAC Dee Tech, comment est-elle née ? Quelles ont été les principales étapes de cette création ?***

L'idée du SPAC est née du constat qu'outre-Atlantique, ce mode de financement et de cotation en bourse de sociétés d'avenir a connu un grand engouement. En Europe, et particulièrement en France, les perspectives sont grandes et beaucoup d'opportunités existent pour un tel système. De plus, le secteur de la tech et du digital n'a jamais été abordé par les SPAC alors qu'il y a de forts enjeux à faire émerger un géant européen qui viendra concurrencer les plus grands groupes, américains notamment. Le succès de ce placement démontre la qualité et l'intérêt de notre projet, tout comme l'enthousiasme que suscite le secteur de la tech et du digital en Europe et l'attractivité de la place financière de Paris.

Dee Tech s'est d'abord constituée en véhicule d'acquisition puis, nous avons levé, avec succès, 165 millions d'euros. Après notre introduction en bourse le 25 juin dernier sur Euronext Paris, nous recherchons aujourd'hui une entreprise de service ou de logiciel dont la vocation est d'accompagner au mieux la digitalisation et le développement du commerce électronique des grandes organisations. C'est d'ailleurs l'origine du nom DEE pour « digital and e-commerce enabler ».

***Quels sont les principaux ingrédients pour le succès d'un SPAC ?***

Trois ingrédients sont nécessaires pour garantir le succès d'un SPAC. D'abord, il faut des fondateurs expérimentés et qui s'associent avec une thèse d'investissement précise. On ne peut pas créer un SPAC sans projet ! Avec Dee Tech, nous avons la conviction que le potentiel du secteur de la tech et du digital est fort et qu'un géant européen peut émerger. Ensuite, il faut réussir son entrée en bourse. Pour Dee Tech, c'est chose faite puisque nous avons levé avec succès 165 millions d'euros à l'été dernier et nous sommes côté sur Euronext depuis le 25 juin. Enfin, et c'est peut-être le plus grand pari, il faut investir dans une entreprise en bonne santé, compétitive, avec un modèle d'avenir, et qui répondent aux attentes des investisseurs et de ses clients dans la durée. Avec Dee Tech, notre stratégie consiste à nous intéresser aux entreprises qui développent des solutions de digitalisation et l'e-commerce, qui soient dotées d'un modèle commercial et d'une plateforme solide, avec de bonnes performances financières.

***Le rôle des fondateurs, est-il déterminant ?***

Bien sûr, leur crédibilité est importante à toutes les étapes. Que ce soit pour la levée de fonds, l'entrée en bourse, le partenariat avec les fondateurs ou managers

ou le rapprochement avec l'entreprise cible du SPAC, le sérieux, l'expertise et l'implication des fondateurs sont absolument indispensables. En réalité, dans la plupart des cas aujourd'hui, c'est la renommée des fondateurs qui intéresse les investisseurs. Nous sommes fiers d'avoir réuni des acteurs aussi complémentaires qu'expérimentés, bénéficiant d'un track record remarquable et appuyés de deux investisseurs institutionnels de renom, MACSF et IDI.

***Dans ce projet, quel est le rôle de chacun des fondateurs, y compris celui de MACSF ?***

Dans un projet de SPAC, tous les fondateurs ont leur rôle à jouer. C'est bien l'association de plusieurs forces qui fait la force et la crédibilité de l'initiative. Avec Dee Tech, nous avons créé l'alliance de cinq entrepreneurs et investisseurs très complémentaires.

Les trois fondateurs opérationnels (Marc Menasé, Michaël Benabou et Charles Hubert de Chaudenay) apportent leur expertise dans l'univers du digital et du e-commerce. Leurs parcours respectifs démontrent leur capacité à faire grandir de très belles sociétés et à les adosser, si besoin, à des groupes qui les aident à poursuivre leur développement.

MACSF, mutuelle professionnelle d'assurance, détient près de 30 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Sa capacité à concilier la maîtrise du risque et la rentabilité justifie son investissement. Quant à IDI, il s'agit d'un pionnier du private equity en France, coté en bourse depuis 1991. Investir dans un SPAC est un prolongement naturel de ses activités d'investissement.

***La personnalité du (des) fondateur(s), pourquoi est-elle si importante lors de la création d'un SPAC ? Constatez-vous des différences entre l'Europe et les États-Unis ?***

La personnalité des fondateurs est très importante ! Tant en France ou en Europe qu'aux États-Unis. C'est l'expérience et le sérieux du ou de ces personnalité(s) qui vont donner la crédibilité, et souvent dicter la stratégie du SPAC. Aux États-Unis, plus encore qu'en Europe, le marché fonctionne beaucoup sur des stars de la finance. Lorsque ces derniers fondent un SPAC, leur image est associée au SPAC et elle influencera nécessairement son succès. Dans le cas de Dee Tech, les fondateurs ont bâti un projet qui leur permet de mettre à profit leurs compétences et leurs expériences passées. Michaël Benabou s'est illustré dans l'impressionnant développement commercial de Veepee. Hubert de Chaudenay a acquis une vaste expérience en matière de M&A dans le secteur des TMT acquise dans des banques françaises et internationales de premier plan avant d'être directeur général de Veepee jusqu'en 2020. Pour ma part, j'espère avoir apporté une contribu-

tion positive au succès de Kelkoo, Nextedia, Epicery ou TEADS.

***Pourquoi avoir choisi la taille de SPAC de 165 M€ ?***

La taille initiale de la levée n'est qu'une composante parmi d'autres. L'essentiel réside dans la crédibilité du projet et l'adéquation entre les sponsors du SPAC et le projet de la cible. Cela permet d'espérer un faible taux de rédemption des actionnaires initiaux ainsi qu'un succès du PIPE (Private Investment in Public Entity) pour financer l'opération. Par ailleurs, plus le SPAC est petit, moins il y a de dilution liée au promote. DEE Tech en a fait un élément important de sa stratégie de manière à parler aux actionnaires et futurs associés de l'entreprise avec qui nous établirons notre partenariat. À noter que plus de 45M€ ont été investis par des sponsors dans l'opération.

***Pourquoi avoir choisi la place Euronext Paris ?***

La majorité des SPAC européens choisissent aujourd'hui Euronext Amsterdam. Dans notre volonté de devenir le premier SPAC français du secteur du digital et de la tech il était logique de choisir Euronext Paris, principale place boursière de la zone euro avec plus de 1.900 émetteurs représentant une capitalisation boursière totale de 6.400 milliards d'euros.

Par ailleurs, plus de 800 sociétés sont cotées à Paris, qui est le marché de référence pour les licornes et entreprises françaises de la tech.

***Quel est l'objectif d'acquisition ? Quelles sont les géographies visées et pourquoi ? Quels sont les secteurs visés ? Quelle est la taille d'acquisition visée ?***

L'objectif est aujourd'hui pour Dee Tech et ses équipes de se rapprocher d'une cible à fort potentiel, créatrice de valeur pour l'ensemble de ses actionnaires, dans les secteurs de la technologie et du digital en Europe. Ce marché est en plein développement notamment parce que le Covid a accéléré la digitalisation des entreprises. Par ailleurs, les marchés en expansion connaissent toujours une phase de consolidation faisant émerger un ou plusieurs leaders. Nous souhaitons participer à ce mouvement et apporter toute notre expertise opérationnelle.

***Pourriez-vous expliquer la tentative de rachat de Colis Privé ?***

Dee Tech s'est rapprochée de Colis Privé à la fin de l'année 2021 afin de créer un leader européen de la livraison e-commerce et développer sa plateforme technologique dans les marchés émergents.

Nous avons décidé, au mois de janvier 2022, de mettre fin à notre projet de rapprochement avec Colis Privé car nous



ne sommes pas parvenus à un accord sur les modalités de mise en œuvre d'un projet industriel commun. Colis Privé a développé un projet alternatif. Dee Tech, de son côté, a perçu une indemnité de 8,5 millions d'euros à cette occasion et poursuit son objectif avec conviction.

### *Quels sont vos conseils juridiques et financiers ?*

White & Case LLP est notre conseil sur le volet juridique. Pour la partie financière, nous avons été accompagnés par Deutsche Bank en tant que Global Coordinator et Joint Bookrunner et par Société Générale en tant que Joint Bookrunner.

### *Au-delà de la tech, quels sont les principaux secteurs convoités par les SPACs ? Pouvez-vous expliquer le choix du secteur pour votre SPAC ?*

Au-delà de la tech, les SPAC couvrent de nombreux secteurs de notre économie. En 2021, plus d'une trentaine de SPAC ont fait leur entrée sur les marchés européens. Si quelques-uns s'insèrent dans le secteur du digital, d'autres, les plus actifs, s'intéressent aux secteurs financiers, industriels ou à l'énergie. Le secteur de la santé est aussi très convoité par les SPAC.

Pour les raisons précédemment évoquées, nous avons choisi le secteur de la tech et du digital car nous pensons qu'il constitue un terrain porteur et d'avenir en Europe. Aussi, nos expertises individuelles nous amènent à connaître particulièrement ce secteur et ces enjeux et nous avons fait le choix d'un secteur qui nous ressemble.

### *Quel est selon vous l'avenir des SPACs en Europe et dans le monde ?*

Il faut bien dissocier les régions. Aux Etats-Unis, les SPAC sont très utilisés, depuis 15 ans et avec un boom depuis 2020. Sans dire qu'ils se sont banalisés, je pense que l'on peut considérer que la pratique s'est installée avec pas moins de 600 SPAC à Wall Street l'an passé ! La qualité de certains projets n'a d'ailleurs pas toujours été au rendez-vous. En Europe, le marché est plus sélectif car les SPAC sont plus récents. Beaucoup considèrent 2021 comme l'année du décollage en Europe, et il y a de fortes chances que tout cela ne s'arrête pas car les SPAC sont devenus une véritable opportunité pour les places de cotation. Toutefois, il faut rester vigilant et éviter de reproduire certaines erreurs ou promesses non tenues.

### *Qu'en pensez-vous de l'avenir des corporate SPACs ?*

C'est un marché très récent en Europe et nous n'avons pas de recul sur le succès de ce genre de véhicule. En revanche, il est tout à fait compréhensible que les grandes entreprises utilisent ce genre de structure, c'est un moyen pour elles

d'accélérer leur développement en intégrant de l'innovation dans le financement.

### *Quels sont selon vous les principaux avantages des SPACs et leurs principaux inconvénients ?*

L'avantage principal d'un SPAC c'est qu'il permet l'introduction en bourse rapide d'une entreprise. Le processus classique d'entrée en bourse est long et complexe. Dans certains cas, pour devenir des acteurs mondiaux compétitifs, il peut être intéressant de faire entrer rapidement une entreprise en bourse. Pour cela il faut bien sûr s'assurer de sa solidité et de son potentiel, à savoir délivrer ses objectifs et sa croissance.

Mais les SPAC présentent aussi des risques, surtout s'ils sont conçus à la légère ou sans cohérence. D'ailleurs, aux Etats-Unis la cohérence des SPAC n'a pas toujours été visible par les investisseurs, ce qui explique sûrement que nombre d'entre-deux ne soient pas allés au bout. Je pense qu'en Europe, nous recherchons avant tout la cohérence du SPAC, c'est d'ailleurs le projet de Dee Tech et nous accordons une place essentielle à nos due diligences.

Pour les investisseurs, peu d'investissements leurs permettent de se faire rembourser en cas de désaccord avec le projet. De ce point de vue aussi le SPAC est une véritable innovation.

### *Le principe du SPAC est de lever des fonds sur une place boursière avec la promesse de trouver une cible dans les 24 mois suivants. Cette période peut paraître courte. Qu'en pensez-vous ?*

C'est vrai que la période peut paraître courte mais il ne faut pas oublier que le SPAC, coté en bourse, est un véhicule prêt à accueillir une société cible. Pour la stabilité du marché, il est important de parvenir à trouver le bon candidat dans un délai relativement court.

### *L'entreprise cible accède à la cotation en quelques mois. Le fait d'être cotée dans un délai si bref peut représenter de gros risques pour une entreprise. Comment gérer cette situation ?*

Le risque n'est, en réalité, pas plus important car l'entreprise est accompagnée par le SPAC. Les fondateurs de SPAC sont habitués à ce type d'actions et accompagnent le management dans la relation investisseurs et la mise en œuvre de synergies.

De plus, dans de nombreux cas, les entreprises qui entrent en bourse sont des entreprises qui auraient entamé par elles-mêmes une cotation via un processus d'IPO plus « classique » ou un très gros tour de financement. Elles sont donc prêtes à vivre ce changement de statut.

### *Quelles sont les principales différences entre les SPACs en Europe et aux États-Unis ?*

Aux États-Unis, le marché est plus libre qu'en Europe et la prise de risques des acteurs plus importante. D'ailleurs, au départ (et encore aujourd'hui) le marché européen a eu plus de mal à se lancer. Il y a plusieurs raisons à cela : les réglementations européennes sont plus exigeantes avec un régulateur européen plus pointilleux ; il existe moins de stars de la finance en Europe qu'aux États-Unis ; et l'appétit des parties prenantes pour le risque est bien moins important. En Europe, la rémunération des sponsors du SPAC dépend en grande partie du succès en bourse de la cible cotée, ce qui doit prévenir les investissements trop chers ou hasardeux et permettre un parfait alignement des intérêts. C'est notre cas avec le système de promote en escalier que nous avons retenu.

### *Les entrepreneurs européens de la Tech sont de plus en plus convoités. Cet outil, pourrait-il bouleverser le paysage français / européen de la Tech ?*

De toute évidence, l'intérêt croissant des investisseurs pour les entrepreneurs de la tech et du digital démontre que le secteur a de l'avenir. L'utilisation des SPAC risque en effet de bouleverser ce dernier dans la mesure où, en Europe, il y a encore trop peu de sorties et de liquidité pour ces entreprises.

L'arrivée de Dee Tech sur Euronext et la future entrée en bourse d'une entreprise dans le cadre de notre SPAC montre que la France jouera un rôle central dans la constitution de ce géant européen.

Dans l'objectif de rivaliser avec les GAFAM et autres leaders de la tech américains et chinois, l'Europe peut montrer qu'elle a non seulement les champions mais aussi les fonds et les outils financiers nécessaires.

#### **Marc Menasé**

Marc Menasé, entrepreneur de la tech et fondateur du Venture Studio européen Founders Future, a débuté sa carrière chez Kelkoo - le comparateur de prix revendu à Yahoo - avant de co-fonder Nextedia, leader indépendant du marketing digital, revendu au groupe Lagardère en 2007. En 2010, il a lancé Menlook et Mensquare, cédé au groupe Figaro en 2016 avant de co-fonder Epicery, la marketplace leader des commerces de bouches de proximité.

Fort de cette expérience d'entrepreneur, Marc Menasé est depuis plus d'une décennie un business angel dynamique – parmi les dix premiers français - avec plus d'une centaine de start-ups financées parmi les plus beaux succès de la French Tech : Teads, Lydia, October, Le Petit Ballon, la Fourche, Waterdrop, Molotov, YUKA, Ezra ou encore Taster.

Marc a co-fondé France Digitale, dont il a été co-président et a été élu personnalité e-commerce par e-commerce Magazine en 2012. En 2020, Marc Menasé était le 8<sup>e</sup> plus important business angel en France.

#### **Michaël Benabou**

Michaël Benabou est un investisseur français. Il a démarré sa carrière en tant qu'entrepreneur et a cofondé Vente-privée.com en 2001. Alors en charge du développement commercial et entouré de son équipe, il a propulsé le chiffre d'affaires de la société de 1,3 million € en 2003 à 1,3 milliard € en 2013, faisant de Vente-privée.com l'un des plus grands succès commerciaux en Europe jusqu'à ce jour.

En 2013, il a cédé 90% de ses parts dans la société et créé la Financière Saint James, afin d'investir activement dans l'univers de la Tech. Il accompagne les entrepreneurs en leur apportant son expertise pour développer leur activité. En 2020, Michaël Benabou était le 3<sup>e</sup> plus important business angel en France.

#### **Charles-Hubert de Chaudenay**

Charles-Hubert de Chaudenay est un spécialiste polyvalent de la technologie.

En tant que banquier d'affaires dans le domaine de la technologie, des médias et des télécommunications au Crédit Suisse et au Crédit Agricole, il a participé à de nombreuses opérations de fusions - acquisitions et d'ECM.

Charles-Hubert est devenu membre du conseil d'administration de Vente-privée.com (VEEPEE) en 2008 et a rejoint la société en 2015 où il a agi en tant que DG jusqu'en 2020. Au cours de son mandat, il a dirigé et intégré avec succès plusieurs acquisitions telles que Privalia, Vente-Exclusive, Eboutic, Adot, et d'autres.

En tant que DG de VEEPEE, Charles-Hubert a contribué à la forte croissance du chiffre d'affaires de la société (passant de c.€2bn à €3bn) et à développer l'activité dans 14 pays avec environ 6.000 employés.

« LES SPACS SONT UN EXCELLENT OUTIL  
POUR UN GRAND NOMBRE DE SOCIÉTÉS.  
C'EST UNE OFFRE COMPLÉMENTAIRE  
POUR LES ENTREPRISES QUI SOUHAITENT  
ACCÉDER À LA BOURSE »

*Entretien avec Emmanuel Hasbanian et Julien Fabre, Deutsche Bank*

Deutsche Bank 

©Peter Allan



*Emmanuel Hasbanian*

©Peter Allan



*Julien Fabre*

*Croyez-vous en l'avenir des SPACs ?*

**Emmanuel Hasbanian** : Deutsche Bank a un savoir-faire reconnu sur ce marché, et a notamment accompagné en France 4 des 6 SPACs cotés sur la place de Paris. De notre point de vue, il ne s'agit pas d'un phénomène de mode. Nous sommes convaincus de la pérennité des SPACs. Cet outil peut être très pertinent pour certaines sociétés souhaitant accéder à la Bourse. Il ne s'agit pas pour autant d'une solution miracle.

Aux Etats-Unis, après un pic au premier trimestre 2021, l'activité est restée soutenue. Malgré les différentes critiques, des SPACs ont été créés et des despacings ont été

réalisés chaque mois tout au long de l'année 2021, ainsi qu'au premier trimestre 2022. Ce phénomène fait penser au private equity il y a 25 ans : petit à petit, des fonds d'investissement ont émergé. Aujourd'hui, on voit beaucoup de « repeat SPAC issuers ». Tout comme eux, certains acteurs professionnels voudront ajouter cette corde à leur arc. Un autre élément important concerne l'amélioration du produit, avec notamment un meilleur alignement des intérêts. Enfin, la réduction de la taille des SPACs est une autre tendance que l'on observe aujourd'hui. En Europe, une taille comprise entre 200 et 250 millions d'euros paraît particulièrement approprié.

*Pourquoi n'y a-t-il pas eu davantage de SPACs en France ?*

**Julien Fabre :** Tout d'abord, plusieurs SPACs se sont cotés en France mais aucun des 5 derniers n'a closé son despadding à ce jour. Les investisseurs européens attendent le closing des opérations en cours avant d'investir dans d'autres SPACs. Les investisseurs américains s'intéressent, eux aussi, aux SPACs européens car - encore peu nombreux - ceux-ci ont potentiellement beaucoup de cibles, mais ils se demandent si culturellement les SPACs représentent un produit intéressant pour les vendeurs, les détenteurs d'actifs. Aux Etats-Unis, il y a eu un certain nombre d'exemples de belles entreprises étant passées par un SPAC. Le marché a compris : il ne s'agit pas de sociétés qui n'arrivent pas à faire une IPO « normalement ». Mais qu'en est-il en Europe ? La mentalité, est-elle différente ? Le marché attend les despadding. De très beaux projets ont été annoncés récemment, notamment en France, avec des sociétés de grande qualité, en parfaite adéquation avec la thèse d'investissement du SPAC et la valeur-ajoutée reconnue des sponsors. Ils représentent la meilleure réponse à cette question.

*Quel est, selon vous, le principal intérêt des SPACs ?*

**Emmanuel Hasbanian :** Deutsche Bank est un acteur important sur le marché des IPO en France, ce qui explique sa position en tant que conseil des SPACs. Nous connaissons les difficultés potentielles liées à la cotation, notamment pour les sociétés technologiques. Lorsqu'il s'agit d'une société en forte croissance, avec un business model singulier et qui n'a pas de comparables cotés, l'investisseur est démuné. Il lui est quasi-impossible de diligencer le business plan. Dans cette situation, le rôle du sponsor est important, surtout s'il a déjà créé ou financé une start-up. Les investisseurs sont rassurés par le fait que le sponsor soit prêt à investir son argent. Cela permet l'introduction en Bourse de licornes avec des business models difficiles à valider pour les investisseurs institutionnels classiques mais qui peuvent très bien être appréhendés par les sponsors de SPACs.

En ce sens, le SPAC apporte une valeur ajoutée essentielle à l'investisseur institutionnel. C'est la raison pour laquelle le secteur de la tech ou celui de la transition énergétique s'y prêtent davantage que les secteurs bien connus et bien valorisés en Bourse. Le SPAC est pertinent lorsqu'il faut fournir un travail d'audit sur des modèles moins lisibles de l'extérieur. Cela peut également s'appliquer au secteur du gaming où il n'y a pas beaucoup de comparables cotés et qui est difficile à due diligencer.

**Julien Fabre :** Dans le commerce et la distribution, Moez Zouari, sponsor de 2MX, a évidemment un œil expert quant aux tendances. Il n'aura pas de difficulté à évaluer la capacité d'un business model à répondre aux nouvelles attentes des consommateurs et naturellement à accélérer son développement. Lorsqu'il s'agit de secteurs dits « traditionnels », certains sponsors peuvent également avoir un angle et une valeur ajoutée particuliers.

*Les SPACs français, visent-ils davantage de secteurs que les SPACs américains ?*

**Julien Fabre :** On entend beaucoup parler des SPACs dans la tech, mais d'autres secteurs sont également ciblés par les SPACs aux États-Unis : la santé, la finance, les médias... Quant à la France, je pense qu'il ne faut pas tirer trop de conclusions d'un échantillon réduit. A ce jour, 5 secteurs ont été visés par les SPACs en France : la tech, les médias, le bio agroalimentaire, la transition énergétique et l'hôtellerie.

*Pourriez-vous commenter la transaction Dee Tech / Colis Privé qui n'a, finalement, pas pu aboutir ?*

**Julien Fabre :** Fin 2021, Dee Tech a annoncé l'acquisition de Colis Privé, après avoir négocié un prix d'acquisition intéressant pour les investisseurs du SPAC. Mais un investisseur stratégique ayant lui aussi compris l'intérêt de la cible a offert à celle-ci une valorisation plus intéressante. Cette transaction n'a donc pas pu se faire, mais elle démontre la pertinence du SPAC. Les fondateurs de Dee Tech ont identifié cette cible dont ils ont décelé le potentiel de croissance. A travers le prisme du SPAC, les investisseurs ont pu comprendre qu'il s'agissait d'une société technologique de 300 millions d'euros de CA spécialisée dans la distribution « dernier kilomètre », et ce sans avoir une seule camionnette. Il a fallu avoir un œil « tech » pour comprendre l'ADN de cette société. Cette analyse, ainsi que cette capacité à accélérer le développement technologique, international et commercial de la société sont les raisons d'être du SPAC.

*Quelle est votre vision des corporate SPACs ?*

**Julien Fabre :** En Europe, seul Accor a créé un corporate SPAC. Cela peut être intéressant pour un corporate de sponsoriser un SPAC. Cela peut lui permettre d'investir dans des domaines adjacents à son métier. Ce produit pourrait avoir de l'avenir.

*Le fait d'avoir une ou plusieurs personnalités importantes derrière le SPAC semble être important. Êtes-vous d'accord avec cette opinion ?*

**Emmanuel Hasbanian :** Je pense que la personnalité est moins importante que la légitimité.



Il faut bien comprendre la raison pour laquelle une personnalité s'implique dans un SPAC. Si l'un des sponsors intervient uniquement en tant qu'argument marketing, cela dessert l'image du SPAC. Le sponsor doit apporter une véritable expertise, et cela est véritablement le cas sur tous les SPACs que nous connaissons en France. Il doit apporter son réseau, son sens du business, sa capacité à sourcer des deals. Le sponsor n'est pas là en tant que « personnalité » mais en tant que professionnel.

Il suffit de regarder la liste des sponsors des SPACs cotés en France : on y trouve uniquement des professionnels reconnus, dotés de qualités techniques incontestables et d'une capacité à diligencer les business models et équipes de direction.

### *Quel est aujourd'hui le rôle des fonds d'investissement dans le domaine des SPACs ?*

**Emmanuel Hasbanian :** Comme nous l'indiquions au début de l'entretien, il y a aux Etats-Unis beaucoup de « repeat SPAC issuers ». C'est pour cette raison que les SPACs y ont souvent des mandats assez larges qui couvrent plusieurs secteurs. En Europe, les fonds de private equity ne sont pas encore présents dans ce domaine. Les SPACs européens mettent en avant une zone d'intervention qui correspond au profil professionnel du ou des sponsor(s).

### *Observez-vous d'autres différences majeures entre les SPACs européens et américains ?*

La principale différence est celle entre les SPACs ad hoc et les « repeat SPAC issuers ».

En Europe, les investisseurs souhaitent avoir un alignement des intérêts fort. Les « repeat SPAC issuers » ont moins besoin de s'imposer des contraintes et des paliers. Lorsqu'ils sont à leur 8ème SPAC par exemple, leur réputation est déjà suffisamment établie.

### *Quelles sont les principales difficultés lors de la création d'un SPAC en France ? Quels sont les points à améliorer ?*

**Julien Fabre :** L'AMF et Euronext sont très constructifs, tout en protégeant les intérêts des investisseurs. L'un des avantages du SPAC est de conserver une structure standard, proche du modèle américain.

Quant aux points à améliorer, aujourd'hui, les board members des sociétés françaises ne peuvent pas être rémunérés et ne peuvent pas être actionnaires de l'entreprise. C'est incohérent car le fait d'avoir des board members pertinents qui croient au projet représente également une valeur ajoutée pour le SPAC. Les board members devraient pouvoir investir car c'est une façon de dé-

montrer qu'ils valident l'opération. Cela pourrait être un point d'amélioration.

### *La période de 24 mois pour le despadding, est-elle suffisante ? Aux États-Unis, cette période a parfois été réduite à 18, voire à 12 mois. Est-ce un danger pour certaines sociétés ?*

**Julien Fabre :** Tout d'abord, la réflexion des sponsors ne commence pas le jour de l'annonce de la création du SPAC, mais bien avant. Les fondateurs ont déjà une idée du type de cibles qui pourraient correspondre. Bien évidemment, les discussions ne sont entamées qu'après la cotation mais les fondateurs ne partent pas d'une feuille blanche. Lorsqu'on accompagne la cotation d'un SPAC, on s'assure que ce travail a bien été réalisé en amont.

D'autre part, les sponsors sont en général des personnes très pertinentes dans leur industrie et qui disposent d'un réseau leur permettant d'actionner les transactions rapidement.

Enfin, lorsqu'un SPAC est en discussion avancée avec une cible, il est toujours possible de demander une extension pour finaliser l'opération.

Cette échéance de 24 mois est certes une contrainte mais elle ne représente pas un obstacle majeur. Nous considérons qu'il est préférable de conserver ce délai de 24 mois, alors que la tendance est effectivement aux SPACs de 18 mois.

**Emmanuel Hasbanian :** Comme nous l'avons indiqué, il y a beaucoup de repeat issuers dans le domaine des SPACs et la plupart des sponsors sont des professionnels qui ont un réseau et une crédibilité. Dans de nombreux cas, les personnes qui lèvent un SPAC envisagent d'en lever d'autres dans le futur. Elles préfèrent prendre un peu plus de temps pour trouver une cible de qualité plutôt que de despadding à tout prix.

### *Le SPAC permet aux entreprises d'accéder à la cotation de façon rapide. Est-ce dangereux pour certaines sociétés ?*

**Emmanuel Hasbanian :** Nous pensons que le produit SPAC est très approprié pour un grand nombre d'entreprises ayant vocation à entrer en Bourse. Qu'une société soit cotée via un process d'IPO traditionnel ou via un SPAC ne fait d'ailleurs aucune différence in fine : elle sera soumise aux mêmes règles.

Le SPAC est un excellent outil, notamment pour des sociétés qui ont des business models complexes. Lorsqu'il s'agit d'un business model novateur, d'une société ayant des caractéristiques particulières, c'est plus compliqué pour un

investisseur « traditionnel » de se faire une opinion en 45 minutes à l'occasion d'un rendez-vous. Alors que dans le cadre d'un SPAC, l'acquisition passe par le filtre des sponsors qui peuvent faire des due diligences beaucoup plus poussées et se portent finalement garants de la pertinence pour les marchés publics. Je me permets d'insister : les SPACs sont un excellent outil pour un grand nombre de sociétés. C'est une offre complémentaire pour les entreprises qui souhaitent accéder à la Bourse.

***A quoi faut-il faire particulièrement attention lors de la sélection des investisseurs ?***

**Julien Fabre :** Au moment de lever un SPAC, on s'attache à identifier des investisseurs qui ont une prédisposition à accompagner le despadding plutôt qu'à demander le remboursement de leurs actions. C'est une des forces de Deutsche Bank : nous connaissons bien les investisseurs qui participent aux SPACs et nous savons lesquels parmi eux sont plutôt susceptibles de demander le remboursement, en profitant de la valeur créée à travers le warrant qu'ils conservent. Evidemment, cela n'est pas utile aux sponsors du SPAC d'avoir ce type d'investisseurs ayant pour seul objectif de demander la *redemption* en gardant le warrant. Dans certains cas, les taux de demandes de *redemption* sont très élevés, non pas parce que la cible n'est pas bonne mais parce que les investisseurs n'ont pas été bien sélectionnés par les banques. C'est un sujet très important au moment de la levée de fonds et du despadding. Nous y sommes donc très attentifs.

***Quel est aujourd'hui l'impact de la conjoncture géopolitique sur les SPACs ?***

**Emmanuel Hasbanian :** Le SPAC, c'est à la fois un événement M&A et ECM. Par conséquent, la santé des marchés de capitaux est un élément important. Mais ceux qui investissent aujourd'hui dans un SPAC n'ont pas à se soucier de l'évolution immédiate des marchés sous-jacents. La proposition de despadding n'interviendra que dans plusieurs mois, à la suite d'un processus de due diligence, d'une analyse des fondamentaux et avec la prise en compte de la conjoncture. Le segment des SPAC est, certes, affecté par la conjoncture mais pourrait l'être de façon moindre que d'autres marchés.

***Sommes-nous aujourd'hui orientés vers les SPACs nouvelle génération portant notamment sur l'énergie pour assurer l'indépendance énergétique ?***

**Emmanuel Hasbanian :** Le Covid a mis en exergue beaucoup de thématiques liées aux chaînes d'approvisionnement. La guerre en Ukraine met en avant l'indépendance énergétique, avec le sous-jacent ESG encore plus fort que par le passé.

Il est donc possible que de nouveaux SPACs ciblent la thématique de la transition ou de l'indépendance énergétique. Nous recommandons toutefois à nos clients souhaitant lever un SPAC d'avoir une thèse d'investissement ciblée mais assez large pour éviter de se retrouver avec un nombre limité de cibles en ligne de mire.

Pour conclure, nous pensons que les SPACs resteront pertinents pour amener de belles sociétés non-cotées, notamment des licornes, vers la Bourse de Paris.

# SPACS : UN MARCHÉ ATTENTISTE APRÈS UNE ANNÉE 2021 RECORD

*par Thomas Le Vert et Jean Paszkudzki, Associés,  
White & Case LLP*

WHITE & CASE



*Thomas Le Vert*



*Jean Paszkudzki*

L'année 2021 a été marquée par un nombre record de cotations de SPAC, avec plus de 600 cotations aux Etats-Unis, dont certaines ont dépassé le milliard d'euros levé. L'Europe, elle aussi, a été marquée, dans une moindre mesure, par le développement des SPACs, en particulier à Amsterdam et Paris.

Après cette période d'euphorie, le dernier trimestre 2021 et le premier trimestre 2022 ont néanmoins connu un fort ralentissement du marché des SPACs, tant en volume qu'en valeur, y compris aux Etats-Unis (I). Les investisseurs de marché, qui se montrent plus prudents et plus sélectifs dans leurs investissements, bénéficient de conditions globalement plus favorables dans le cadre des levées de fonds (II).

## 1. UN RALENTISSEMENT PRÉVISIBLE APRÈS UNE ANNÉE RECORD

*Un marché en surchauffe aux Etats-Unis*

Au cours des dernières années, le marché des SPACs a connu une croissance exponentielle aux Etats-Unis, tant en volume qu'en valeur. Le nombre de SPACs introduits en bourse y est passé de 59 en 2019, à 245 en 2020, puis à 610 en 2021. Le montant cumulé des fonds levés dans ce cadre a presque doublé entre 2020 et 2021, passant de 80 à 150 milliards de dollars.

Le nombre de rapprochements d'entreprises impliquant des SPACs a également augmenté de manière considérable aux Etats-Unis, passant de 92 opérations en 2020, à plus

de 220 au cours de l'année 2021, faisant du "deSPACing" une alternative fréquente à une opération de M&A privée ou une introduction en bourse (à l'image de l'opération conduite par la Fintech SoFi, cotée au Nasdaq par la voie d'un SPAC en juin 2021, avec une valorisation de près de 8 milliards d'euros).

Plusieurs centaines de SPACs n'ont néanmoins pas encore trouvé leur cible. Or, entre l'introduction en bourse d'un SPAC et la date de réalisation de son premier rapprochement d'entreprises (ou sa liquidation selon le cas), les capitaux levés restent bloqués. Dans un marché comme celui des SPACs, où le nombre d'investisseurs présents est limité et où la liquidité avant le premier rapprochement d'entreprises est réduite, cette situation vient logiquement freiner la croissance du marché, qui attend de voir les performances des futurs deSPACing.

#### *Plus d'attentisme dans un marché volatile*

De manière générale, la volatilité sur les marchés financiers complique les levées de fonds, et les SPACs n'échappent pas à la règle, que ce soit lors de leur introduction en bourse ou lors de la réalisation de leur rapprochements d'entreprises (levées de PIPEs<sup>1</sup> en particulier). La dégradation de la situation géopolitique a amplifié ce phénomène.

Par ailleurs, malgré plusieurs succès, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, la création de valeur n'est pas toujours au rendez-vous. Certains SPACs ne trouvent pas de cible à l'issue du délai prévu (24 mois historiquement), et doivent restituer les fonds qu'ils avaient levés. D'autres voient leur cours de bourse évoluer sous leur prix d'introduction. Les pressions à la baisse sur les valorisations des entreprises du secteur technologique au cours des derniers mois ont rendu cette situation plus fréquente, alors que près d'un tiers des SPACs ont pour objectif d'acquérir le contrôle d'une entreprise active dans ce secteur. Un certain nombre de contentieux ont également vu le jour aux Etats-Unis, des investisseurs reprochant aux sponsors de SPACs de ne pas avoir communiqué suffisamment d'informations sur la cible ou d'en avoir exagéré les perspectives à l'occasion du projet de rapprochement d'entreprises<sup>2</sup>.

Ces éléments, qui ne sont d'ailleurs pas tous spécifiques aux SPACs, poussent vers plus d'attentisme côté investisseurs.

#### *Un effet domino sur l'Europe*

En Europe, le marché des SPACs a également connu une croissance très forte, en volume (de 4 introductions en bourse en 2020, à 39 en 2021) et en valeur (de 500 millions de dollars en 2020, à 8,5 milliards de dollars en 2021). Même si l'activité est moindre qu'aux Etats-Unis car plus récente, il est intéressant de noter que la proportion de sponsors européens ayant décidé de monter leur SPAC aux Etats-Unis a fortement diminué entre 2020 et 2021, confirmant l'attractivité des places européennes.

Mais à date, force est de constater que, souvent, la réussite d'un SPAC européen dépend de la participation (ou non) des investisseurs institutionnels américains à son introduction en bourse, les investisseurs européens étant encore sous-représentés lors des levées de fonds opérées par les SPACs.

En 2021, les SPACs européens ont bénéficié de la croissance, et de la relative saturation du marché des SPACs aux Etats-Unis. Certains investisseurs américains, souhaitant diversifier leurs investissements, ont participé à des levées de fonds initiées par des SPACs européens. Euronext Amsterdam, et Euronext Paris ont notamment ainsi attiré plusieurs cotations de SPACs. Londres a par ailleurs modifié sa réglementation fin 2021 pour enfin pouvoir accueillir des SPACs.

Si ce n'est pas la seule explication, la tendance actuelle aux Etats-Unis conduit *de facto* à un ralentissement du marché en Europe. Au 31 mars 2022, on compte ainsi seulement 4 introductions en bourse de SPACs en Europe (dont le SPAC NEOA sponsorisé par l'énergéticien italien ENI et spécialisé dans la transition énergétique), et un seul rapprochement d'entreprises annoncé (celui de 2MX avec In-Vivo Retail en France).

## **2. UN MARCHÉ À LA RECHERCHE DE SON POINT D'ÉQUILIBRE**

#### *Une évolution des curseurs actuellement favorable aux investisseurs*

Dans un marché moins dynamique, les investisseurs SPACs se montrent plus sélectifs, et portent une très grande attention à la qualité des *sponsors* (track record ; compétences ; complémentarité).

De leur côté, les SPACs offrent des conditions globalement plus favorables pour attirer les investisseurs. Parmi les principaux leviers ayant été utilisés :

<sup>1</sup> *Private investment in public equity* (PIPE) – il s'agit des levées de fonds effectuées par les SPACs au moment de l'acquisition aux fins de la financer.

<sup>2</sup> Ces difficultés ont contraint la *Securities & Exchanges Commission* américaine à proposer en mars 2022 un durcissement de la réglementation applicable aux SPACs, notamment en terme de *disclosure* (RIN : 3235-AM90)



■ Le *staggered promote* est désormais la règle. Ce mécanisme consiste à conditionner une partie du retour sur investissement des fondateurs du SPAC<sup>3</sup>, à l'atteinte de certains paliers de cours de bourse après réalisation du rapprochement d'entreprises. Les investisseurs le voient comme un outil indispensable pour aligner les intérêts des fondateurs et des investisseurs de marché, et s'assurer que les fondateurs n'ont pas simplement pour objectif la réalisation d'une opération de rapprochement d'entreprises, mais bien la création de valeur par la suite. Le nombre, le niveau et la durée des paliers de déclenchement varient d'une opération à l'autre.

■ La durée de vie des SPACs tend également à diminuer. A compter de son introduction en bourse, le SPAC dispose d'un certain délai pour réaliser un premier rapprochement d'entreprises, délai pendant lequel les fonds levés à l'occasion de l'introduction en bourse sont bloqués sur un compte séquestre. A l'issue de ce délai, si le SPAC n'a pas réalisé de rapprochement d'entreprises, il est liquidé, et les sommes levées auprès des investisseurs de marché leur sont restituées. Ce délai était encore très régulièrement de 24 mois au cours du premier semestre 2021. Désormais, il est fréquent d'observer des durées de 18 mois, voire de 15 mois, sous l'influence de la pratique américaine. Pour les investisseurs, cela réduit d'autant la période de blocage des fonds. Mais cela accroît la pression sur les fondateurs, qui ont moins de temps pour identifier une cible, négocier les termes du rapprochement d'entreprises et réaliser l'opération. Cette tendance pourrait conduire à une augmentation du nombre de liquidation de SPACs.

■ En 2021, il était fréquent que les fondateurs des SPACs prennent en charge les éventuels intérêts négatifs qui seraient appliqués sur les sommes placées en séquestre (afin que les investisseurs de marché puissent en tout état de cause récupérer leur mise initiale).

On observe qu'aux Etats-Unis, et dans certains pays européens (mais pas encore en France), les fondateurs des SPACs vont désormais parfois plus loin, et s'engagent à ce que les actions souscrites par les investisseurs soient rachetées à un prix supérieur au prix d'introduction en bourse lors du débouclage. Par ce mécanisme d'*overfunding*, les investisseurs de marché sont certains de récupérer plus que leur mise initiale, en cas de liquidation du SPAC, mais également si l'investisseur décide, lors de

la réalisation du rapprochement d'entreprises, de demander le rachat de ses actions comme il en a le droit. Parfois, le montant de l'*overfunding* augmente lorsque les fondateurs sollicitent et obtiennent une extension de la durée de vie du SPAC.

Si on voit bien l'intérêt de l'*overfunding* pour les investisseurs, cette pratique appelle plusieurs commentaires. D'une part cela augmente le montant total du capital "*at risk*" des fondateurs, et donc leur niveau d'exposition. D'autre part, avec ce dispositif, les investisseurs s'éloignent de la qualité d'actionnaires du SPAC, et se rapprochent plus de celle de prêteurs, les sommes qu'ils mettent à la disposition du SPAC étant ainsi rémunérées. En outre, cette rémunération en cas de rachat des actions peut, dans certains cas, constituer une incitation au rachat, préjudiciable au SPAC. Il sera intéressant de suivre l'évolution de ce dispositif au cours des mois qui viennent.

### *Une augmentation du taux de rachat*

Les dernières opérations de rapprochement d'entreprises, des deux côtés de l'Atlantique, ont montré une hausse importante des demandes de rachat de la part des investisseurs, dépassant parfois 50% des montants levés lors de l'introduction en bourse du SPAC<sup>4</sup>.

Dans le contexte actuel, de nombreux investisseurs semblent préférer demander le rachat de leurs actions, récupérer les fonds investis et les redéployer dans d'autres SPACs (éventuellement offrant des conditions plus favorables que les précédents), tout en conservant l'optionnalité liée aux bons de souscription d'actions (BSA) qu'ils détiennent. On rappelle en effet qu'un investisseur, lorsqu'il demande le rachat de ses actions à l'occasion du rapprochement d'entreprises, peut conserver ses BSA.

C'est un sujet qu'il convient d'anticiper puisque cela réduit d'autant les fonds disponibles pour réaliser l'opération, et/ou la trésorerie disponible de l'entité combinée et donc accroît la taille du PIPE requis pour financer l'acquisition.

On constate d'ailleurs que, dans un certain nombre de SPACs récent, l'investissement des fondateurs et des "*family & friends*" représentent une part significative des fonds levés, notamment dans le cadre de *forward purchase agreements*<sup>5</sup>, ce qui est un des moyens, parmi d'autres, pour réduire l'incertitude liée aux demandes de rachat.

<sup>3</sup> Généralement fixé à une quote-part maximum de 20% du capital.

<sup>4</sup> 36% de demandes de rachat pour le SPAC luxembourgeois Lakestar dans le cadre de l'acquisition de HomeToGo mais 82% pour le SPAC américain NextGen Acquisition Corp. dans le cadre de l'acquisition du lanceur de satellites Virgin Orbit.

<sup>5</sup> *Forward purchase agreements* : engagements de souscription d'actions supplémentaires pris par un *sponsor* ou un tiers investisseur lors de l'introduction en bourse du SPAC et pouvant être tiré au moment du deSPACing.

*Un point d'équilibre à trouver*

La volatilité des marchés, le déplacement des curseurs au profit des investisseurs, et le fort taux de demandes de rachat lors des rapprochements d'entreprises, ont conduit divers *sponsors* européens et américains à reporter leur projet de SPAC. Mais pour les projets qui vont de l'avant, il est important de trouver le point d'équilibre permettant d'aligner les intérêts des fondateurs, et ceux des investisseurs.

En cas de déséquilibre trop important, les conditions favorables obtenues par les uns lors de l'introduction en bourse, pourraient se retourner contre eux par la suite. Par exemple, des conditions trop favorables aux investisseurs

lors de l'introduction en bourse, pourraient inciter les fondateurs à poursuivre un projet de rapprochement d'entreprises coûte que coûte, pour éviter la liquidation et la perte en capital qui en résulterait pour eux. A l'inverse, des conditions trop favorables aux fondateurs lors de l'introduction en bourse, peuvent augmenter substantiellement les demandes de rachat des investisseurs lors du rapprochement d'entreprises.

L'alignement d'intérêts est une des clés de la réussite des SPACs, et de la création de valeur ultérieure. En observant les caractéristiques des derniers SPACs cotés en Europe comme aux Etats-Unis, le marché est encore à ce jour à la recherche de ce point d'équilibre.

## « LE MARCHÉ DES SPACS EST DEVENU BEAUCOUP PLUS SÉLECTIF »



*Interview de Emile Daher, Managing Director,  
Responsable de l'équipe Real Estate Investment  
Banking en France, Goldman Sachs*



*Propos recueillis par Clara Vanel, étudiante à HEC Paris, programme Grande École, sous la supervision de Luc Paugam, Associate professor, HEC Paris – Dept of Accounting and Management Control*

### *Quelle est la genèse d'Accor Acquisition Company ?*

Accor est un client important pour Goldman Sachs et nous sommes toujours en quête d'opportunités stratégiques pour les aider dans leur développement. Nous avons suivi avec attention la structuration, par nos collègues américains, d'un corporate SPAC, c'est-à-dire un SPAC lancé à l'initiative d'une entreprise (par opposition à un investisseur purement financier), pour Simon Property, le leader mondial des centres commerciaux. A mon sens, cette idée était tout à fait pertinente pour Accor, qui cherchait depuis quelque temps déjà à se développer dans des activités connexes à son métier historique d'hôtelier. Sébastien Bazin s'est montré très réceptif et a souhaité lancer un SPAC sponsorisé par Accor, actionnaire minoritaire, lui permettant ainsi d'être exposé économiquement à des activités annexes au métier d'hôtelier, mais logées en dehors du périmètre d'Accor, et d'en retirer des synergies industrielles. C'est une solution gagnant-gagnant, avec une réelle vision stratégique et industrielle pour Accor.

### *Quel a été le rôle du régulateur dans l'introduction en bourse de SPACs à Paris ? Comment les convaincre que le SPAC est une bonne idée et peut s'adapter aux marchés français et européen ?*

Les grandes places boursières européennes ont toutes souhaité attirer les SPACs, car elles y voyaient un moyen de donner une nouvelle dynamique à leur activité historique. Ainsi, on a pu observer un certain nombre de SPACs émerger sur la place parisienne, au détriment notamment de Londres, où le régulateur a été beaucoup plus frileux et a mis du temps à faire émerger un cadre accueillant pour les SPACs. La place de Paris a été particulièrement réactive et constructive. Les avocats ont beaucoup participé à ce travail avec le régulateur, permettant ainsi d'adapter certaines des spécificités des SPACs américains aux contraintes du marché français.

Une spécificité américaine n'a cependant pas pu être importée en France. En effet, aux États-Unis, les SPACs ont pu bénéficier d'une spécificité bien particulière par rapport aux IPO : la possibilité de communiquer au marché un

plan d'affaires (business plan). En France, c'est impossible. Les IPOs de SPACs sont similaires aux IPOs classiques de ce point de vue, en ce sens que l'émetteur ne peut communiquer au marché qu'une « guidance » sommaire à 12 mois, charge ensuite aux investisseurs de construire leur propre plan d'affaires sur cette base. Dans ce cas précis, le régulateur français a joué pleinement son rôle afin d'éviter certaines dérives dont on a pu observer les conséquences à l'étranger.

***La recherche d'investisseurs, est-elle facilitée par cette approche stratégique et industrielle dans le cadre d'un corporate SPAC ?***

Les SPACs font principalement appel à deux types d'investisseurs lors de leur introduction en bourse. Le premier groupe se compose du cercle des proches et de la famille du sponsor du SPAC (les « friends & family »). Lorsqu'un SPAC est sponsorisé par des individus, le plus naturel est en effet pour eux d'utiliser leur réseau afin de lever du capital. Le second groupe est constitué des investisseurs institutionnels plus classiques, disposant d'une poche dédiée à l'investissement dans des SPACs. Il s'agit d'une population disposant de capital limité, qui doit souvent se désinvestir d'un SPAC avant de pouvoir investir dans un autre. C'est pourquoi leur priorité est d'analyser la capacité d'un SPAC à « de-SPACer », c'est-à-dire à trouver une cible avec laquelle fusionner. Le fait d'avoir un corporate SPAC nous a beaucoup aidés dans la discussion avec les investisseurs car Accor bénéficie d'une crédibilité et d'un réseau exceptionnels dans le secteur, qui leur permet bien souvent de déjà connaître un certain nombre de cibles potentielles. De plus, Accor peut apporter à la cible une valeur ajoutée industrielle unique, contrairement par exemple à un SPAC plus classique. Nous avons d'ailleurs été très sollicités par la suite au sein de Goldman Sachs par d'autres grandes entreprises qui souhaitaient répliquer le schéma utilisé pour Accor et AAC.

***Par la suite, le fait de conserver les investisseurs, est-ce un défi croissant ?***

Le moment charnière est la présentation d'une cible aux actionnaires du SPAC. Une assemblée générale est alors organisée au cours de laquelle ces actionnaires sont appelés à voter et peuvent décider de sortir et de récupérer leur mise. Les 300 millions d'euros levés par AAC lors de son IPO ont ainsi dû être placés sur un compte séquestre, auquel personne ne peut pas toucher, afin de pouvoir garantir aux investisseurs que tous ceux qui souhaiteront sortir pourront le faire sans frottement. Le défi pour nous est de faire en sorte que le nombre d'investisseurs suscep-

tibles de demander à récupérer leurs fonds au moment de l'annonce de la transaction soit minimale. Si ce nombre est élevé, cela enlève de la trésorerie dont le SPAC a besoin pour financer son acquisition et implique souvent de devoir trouver de nouveaux investisseurs. Au début de la vague des SPACs, le taux de rédemption était très faible (20-30%). Depuis l'été dernier, le marché des SPACs est en surchauffe, et il n'est plus rare de voir des taux de rédemption dépasser les 60-70%.

***Ces taux s'appliquent-ils aussi en Europe ?***

Il y a eu peu d'IPOs de SPACs en Europe jusqu'à présent, et encore moins de SPACs ayant déjà « dé-SPACé ». Nous avons donc relativement peu d'éléments de comparaison en Europe, et les États-Unis demeurent donc le marché de référence.

Dans le cas d'AAC, nous continuons à penser que, compte tenu de la forte logique industrielle, les investisseurs souhaiteront continuer à y être associés et que le taux de rédemption devrait être plus faible que pour d'autres SPACs plus classiques. Mais il faut malgré tout se préparer au pire. Il est donc fondamental de s'atteler à rechercher la cible la plus attractive possible et la plus créatrice de valeur tant pour les actionnaires du SPAC que pour Accor. Ceux-ci doivent être convaincus que le cours de bourse continuera à progresser suite à la transaction. C'est pour cette raison que nous sommes très sélectifs sur les cibles envisagées.

***L'enjeu des SPACs est l'identification de cibles. Y-a-t-il un travail à faire pour convaincre de se coter via un SPAC, du fait que ce soit un véhicule assez rare en Europe ?***

Ce n'est pas tant le fait de convaincre une cible de se coter via un SPAC qui représente un défi ; encore faut-il d'abord convaincre la cible que la cotation est la bonne solution, quelle que soit la manière d'y arriver. Dans de nombreux cas, les cibles potentielles n'ont tout simplement pas envie d'être cotées, que ce soit via une IPO classique ou via un SPAC, et préfèrent lever des capitaux dans la sphère privée. Cette situation est exacerbée par le contexte actuel car de nombreux fonds d'investissement cherchent activement à déployer le capital accumulé et se posent comme une véritable alternative à la cotation. Une fois la cible convaincue que l'introduction en bourse peut être une bonne idée, le corporate SPAC présente de nombreux avantages par rapport à une IPO classique (par exemple les synergies industrielles), auxquels les dirigeants que nous rencontrons sont généralement sensibles.



*Quels arguments utilisez-vous pour convaincre les cibles de se coter ?*

Nous utilisons les mêmes arguments que lorsque nous essayons de convaincre une société de s'introduire en bourse. Lorsqu'une société atteint une certaine taille, le fait d'être cotée va lui permettre de poursuivre sa croissance de manière assez naturelle, en optimisant son accès aux marchés de capitaux et en bénéficiant d'une alternative au cash afin de financer sa croissance externe.

*Un autre enjeu du de-spacing, notamment après la rédemption d'investisseurs institutionnels, est de faire rentrer dans le SPAC de nouveaux investisseurs à l'occasion du PIPE (Private Investment in Public Equity)). Quelle est la vision de ce type d'investisseurs par rapport à celle des investisseurs présents lors de la création d'un SPAC ?*

La perspective est différente : l'investisseur dans le PIPE connaît déjà la cible. Il vient en connaissance de cause. La situation est ainsi très comparable à une IPO. Par nature, ce sont des investisseurs qui vont donc rester plus longtemps au capital : il n'y a plus d'enjeu de rédemption ou d'Assemblée Générale, car ils viennent pour la transaction. La vision des investisseurs présents depuis la création d'un SPAC est beaucoup plus opportuniste. Tout est possible en fonction de la cible qui sera identifiée, car l'investisseur est entré à l'aveugle, et a donné un chèque en blanc à la société, tout en se réservant en retour la possibilité de sortir si la cible identifiée ne le convainc pas.

*Quels sont les principaux changements que vous voyez dans la création de SPACs aux États-Unis ?*

Le marché des SPACs est devenu beaucoup plus sélectif. Aujourd'hui, lever un PIPE est extrêmement compliqué. Les investisseurs sont beaucoup plus attentifs à l'histoire, à la crédibilité du management de la cible, aux niveaux de valorisation, ainsi qu'au flottant que va avoir le véhicule à la sortie. Le fait que les investisseurs soient plus exigeants permet de revenir sur des fondamentaux beaucoup plus sains pour le marché. Aujourd'hui, on voit moins de levées de SPACs que par le passé mais cela ne veut pas dire qu'il n'y en a plus. Ce sont des SPACs beaucoup plus mûrs, plus ciblés, et non plus simplement le résultat d'un effet de mode.

*Quel avenir envisagez-vous pour les SPACs en France et en Europe ?*

En dépit de l'effet de mode observé depuis deux ans aux États-Unis, le SPAC n'est pas un produit nouveau ; c'est un produit qui existe depuis un certain temps, y compris en France. Je pense qu'un certain nombre de SPACs vont commencer à disparaître : soit parce qu'ils n'auront pas réussi à trouver une cible à l'issue de la période des deux ans et devront rembourser les investisseurs, soit parce qu'ils auront au contraire trouvé une cible et deviendront des sociétés cotées classiques ; tout le monde oubliera alors que le véhicule initial était un SPAC. Au fur et à mesure, le marché est en train de s'assainir et on s'attend à ce que le SPAC redevienne un produit financier comme un autre, qui offre simplement une alternative à l'introduction en bourse classique, avec ses avantages et ses inconvénients.

# « LE SPAC EST UNE ALTERNATIVE ÉLÉGANTE À UNE INTRODUCTION EN BOURSE »

*Interview de David Koch,  
Head of Equity Capital Markets,  
GP Bullhound*

## GP Bullhound



***Pourquoi avoir mis en place ce projet ? Quand l'idée est-elle née ? Le timing est-il bon ?***

Le SPAC était une idée à laquelle nous pensions depuis quelques années déjà. Cependant, nous avons dû tenir compte du développement continu de l'écosystème technologique européen, qui n'a atteint que récemment une maturité suffisante pour justifier l'émergence d'un marché du SPAC.

En effet, les chiffres ont été en notre faveur : rien qu'en 2021, plus de 400 milliards de dollars de valeur marchande ont été générés sur le marché tech européen privé, ou de manière plus générale plus d'une licorne par semaine ont été annoncées dans de nombreux secteurs, et ce, à travers toute l'Europe.

Ce sont les signes que nous devons voir apparaître pour confirmer que le marché était prêt pour les SPAC comme véhicule d'accès aux marchés des capitaux propres.

***Pourquoi avoir choisi pour GP Bullhound Acquisition I la forme juridique de SE ?***

La SE (Société européenne) a été choisie parce qu'elle est régie par le droit communautaire, c'est-à-dire qu'elle dis-

pose de son propre cadre juridique qui lui permet d'agir en tant qu'opérateur économique unique dans toute l'UE, et qui autorise en même temps les fusions entre sociétés ayant leur siège social dans différents États membres de l'UE.

***Le rôle du fondateur est-il déterminant dans ce projet ?***

Les trois cofondateurs de GP Bullhound sont entièrement dévoués au SPAC. Leur engagement fait partie intégrante de son succès et témoigne également de l'importance de ce nouveau produit au sein de GP Bullhound. Ils sont impliqués dans tous les aspects du processus, apportant chacun une expertise approfondie en matière d'investissement et d'acquisition. Il s'agit de notre premier SPAC et nous souhaitons que ce soit une réussite, c'est pourquoi l'ensemble des équipes s'investit sur le SPAC, en commençant par les trois cofondateurs. Nous prévoyons de faire de ce produit une franchise, car nous pensons que le SPAC est un outil essentiel pour permettre aux fondateurs et aux entrepreneurs d'accéder aux marchés publics de capitaux.

***Pourquoi avoir choisi la taille de SPAC de 200 M€ ?***

Dès le départ, nous avons souhaité nous donner l'opportunité de répondre à nos ambitions. Avec une enveloppe

de 200 millions d'euros, nous pourrions acquérir une entreprise dont la valorisation se situe entre 800 millions et 2 milliards d'euros. Une fourchette idéale pour les entreprises tech européennes qui souhaitent s'introduire en bourse et avoir accès plus rapidement aux marchés des capitaux pour se développer.

### ***Pourquoi avoir choisi la place Euronext Amsterdam ?***

Euronext Amsterdam peut être vu comme le berceau des SPACs en Europe. Cette place de marché a su accueillir un nouveau phénomène tout en adoptant les règles et réglementations des SPAC de style américain. En outre, plusieurs sociétés technologiques prospères sont cotées sur Euronext Amsterdam. Notre future acquisition serait donc en excellente compagnie !

### ***Quel est l'objectif d'acquisition ? Quelles sont les géographies visées et pourquoi ? Quels sont les secteurs visés ?***

Nous cibons une entreprise tech européenne dont la valeur se situera entre 800 et 2 milliards d'euros dans les domaines du logiciel, de la fintech, des places de marché et de l'adtech. Mais nous recherchons avant tout un leader de catégorie et/ou un leader régional avec un potentiel de leadership mondial. L'entreprise doit afficher une forte croissance organique avec des ARR (Revenus Récurrents Annuels) compris entre 30 et 100 millions de dollars. Enfin, l'entreprise sélectionnée et son management doivent être également prêts à devenir une société publique.

### ***Au-delà de la Tech, quels sont les principaux secteurs convoités par les SPACs ? Pouvez-vous expliquer les choix des secteurs pour votre SPAC ?***

De notre côté, nous ne cibons rien en dehors de la technologie. Dans cet écosystème extrêmement large, nous nous concentrons sur les entreprises qui ont fait leurs preuves en matière de croissance et de revenus récurrents. Les thèmes qui sont pertinents à l'heure actuelle peuvent aller de la cybersécurité aux logiciels grand public en passant par l'IA et les technologies de la santé.

Bien qu'il soit passionnant de les observer et d'y réfléchir, nous n'investissons pas dans des projets de type "moonshot" tels que les voitures volantes ou l'exploration de Mars. Nous nous concentrons sur des projets qui ne sont pas à leurs balbutiements et souhaitons répondre à un véritable besoin sectoriel.

### ***Quels sont vos conseils juridiques et financiers ?***

Citigroup et Deutsche Bank étaient nos coordinateurs globaux conjoints, Arendt était notre conseiller juridique local, et Sullivan et Cromwell était notre conseiller juridique international.

### ***Quel est selon vous l'avenir des SPACs en Europe et dans le monde ?***

Le SPAC est une alternative élégante à une introduction en Bourse. C'est un produit qui devrait toujours avoir sa place sur les marchés mondiaux des capitaux propres, car il offre des avantages qu'une introduction en Bourse ne peut pas fournir. Par exemple, il peut offrir plus de certitude pour la cotation sur des marchés volatils tels que les marchés actuels.

Un SPAC offre également à l'équipe fondatrice un soutien accru de la part d'un sponsor tel que GP Bullhound pour gérer le processus onéreux d'introduction en Bourse tout en se concentrant sur l'entreprise. Ce n'est pas pour tous les émetteurs, mais c'est un produit qui a sa place sur les marchés des capitaux propres. Aujourd'hui, l'Europe présente une lacune importante en matière d'accès aux marchés des capitaux publics et le SPAC contribue à combler cette lacune.

### ***Qu'en pensez-vous de l'avenir des corporate SPACs ?***

Je pense que les corporate SPACs ont leur place sur les marchés des capitaux en tant que moyen alternatif d'accéder aux marchés des capitaux propres pour les sociétés privées et qu'ils sont là pour rester. Ils offrent différents avantages par rapport à une introduction en Bourse pour les fondateurs et leurs entreprises.

### ***Quels sont selon vous les principaux avantages des SPACs et leurs principaux inconvénients ?***

Les principaux avantages d'un SPAC sont la certitude de l'introduction en Bourse et la réduction du risque de prix dû à la volatilité du marché. En outre, le temps et la charge de travail nécessaires sont considérablement réduits.

L'inconvénient principal est lors du de-SPAC (moment où l'opération d'acquisition est signée) puisque le processus est plus proche de celui d'une fusion-acquisition que d'une IPO classique. Par conséquent, une grande partie du processus d'éducation d'une société pour les investisseurs du marché public n'est pas la même et la cotation perd souvent de nombreuses caractéristiques qu'une IPO traditionnelle pourrait avoir. Il convient donc d'accorder une plus grande attention aux caractéristiques de l'aftermarket afin de réaliser un listing réussi.

### ***La principe du SPAC est de lever des fonds sur une place boursière avec la promesse de trouver une cible dans les 24 mois suivants. Cette période peut paraître courte. Qu'en pensez-vous ?***

Nous pensons que cette période est réalisable même si le marché des SPACs est devenu encore plus court ces

derniers temps. Cependant, pour notre SPAC, nous avons un calendrier initial de dé-spac de 15 mois avec 6 mois d'extension.

***L'entreprise cible accède à la cotation en quelques mois. Le fait d'être cotée dans un délai si bref peut représenter de gros risques pour une entreprise. Comment gérer cette situation ?***

De manière générale, le calendrier de cotation n'est pas beaucoup plus court que celui d'une introduction en bourse. Chez GP Bullhound, nous avons mis au point une méthodologie permettant de réduire les risques liés au processus d'introduction en bourse et de gérer en même temps un processus de marketing complet.

***Quelles sont les principales différences entre les SPACs en Europe et aux États-Unis ?***

Il existe aujourd'hui très peu de différences structurelles et réglementaires dans les SPAC entre les États-Unis et l'Europe. La structure européenne a été adaptée à partir

de celle des États-Unis après le succès retentissant des SPAC américains, qui a entraîné des centaines de milliards de dollars d'émissions en 2019 et 2020.

La principale différence réside dans le fait qu'aux États-Unis, le SPAC est suivi par un grand nombre de particuliers, ce qui crée une liquidité et une activité de prix significatifs par rapport à l'Europe. Enfin, les investisseurs et les promoteurs de SPAC disposent également d'un financement plus important aux États-Unis qu'en Europe.

***Les entrepreneurs européens de la Tech sont de plus en plus convoités. Cet outil, pourrait-il bouleverser le paysage français / européen de la Tech ?***

Nous pensons que la technologie européenne est aux prémices d'un nouveau cycle de croissance qui durera des années et qui profitera aux fondateurs et aux entrepreneurs européens. Le statut mondial des entrepreneurs européens devrait sûrement se poursuivre et changer le paysage de la technologie européenne et française.



## « LA PLACE DE PARIS EST UNE PLACE D'ACCUEIL DE PREMIER PLAN POUR LES SPAC »



*Interview de Jeanne Theuret, Counsel,  
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP*

CLEARY GOTTLIB

*Propos recueillis par Clara Vanel, étudiante à HEC Paris, programme Grande École, sous la supervision de Luc Paugam, Associate professor, HEC Paris – Dept of Accounting and Management Control*

### ***Quels sont les éléments décisifs en amont de la création d'un SPAC ?***

Lors de la création d'un SPAC, l'équipe de management de celui-ci est centrale : c'est elle qui va déterminer le projet (les marchés visés et l'activité cible), clé de voûte d'un SPAC, et le porter. Concrètement, c'est cette équipe qui va être à l'origine de la levée de fonds auprès du marché et va partir à la recherche d'une cible.

### ***Quels sont les grands points d'attention juridiques lors du lancement d'un SPAC ?***

Pour ce qui concerne l'introduction en bourse, nous retrouvons les problématiques juridiques propres à ce type d'opération comme la structuration de l'offre, la base légale d'émission, la rédaction du prospectus et l'approche des investisseurs. S'y ajoutent les éléments de structuration propres aux SPAC, notamment les mécanismes juridiques attendus par les investisseurs (par exemple un droit au remboursement de leur investissement si aucune cible n'est ac-

quise dans les délais, ou s'ils n'estiment pas la cible adaptée). Un autre point est toutefois important à anticiper : les considérations comptables liées tant à la possible consolidation de l'entité par le sponsor qu'à la qualification comptable des instruments (les actions de préférence et les droits qui y sont attachés ainsi que les bons de souscription d'actions). En effet, deux types d'actions existent dans les SPAC : les actions réservées au(x) sponsor(s) et à l'équipe de management, généralement appelées le promote (souscrites à la valeur nominale), et les actions souscrites par les investisseurs (émises généralement au prix unitaire de 10 euros et assorties de bons de souscription d'actions), qui permettent de mettre en œuvre les mécanismes de protection des investisseurs (comme le remboursement susmentionné).

Cette protection est aussi assurée par la mise en place par l'émetteur, lors de l'introduction en bourse, d'un séquestre, mécanisme très utilisé par les SPAC : les fonds qui ont été levés auprès du marché sont placés sous séquestre, afin que

les investisseurs aient l'assurance de la possibilité de remboursement de leur investissement initial, s'ils le demandent.

### ***Que se passe-t-il une fois l'IPO réalisée ?***

Dans l'hypothèse où l'IPO a été réalisée, le management du SPAC recherche activement la cible en vue du « de-SPACing », ou Initial Business Combination, c'est-à-dire l'acquisition d'une cible. Cette phase est assez analogue à celle d'une opération classique M&A, avec un aspect important de documentation sur la cible et de structuration de l'opération. Le SPAC s'est engagé, dans le cadre de son introduction en bourse, à fournir à ses investisseurs, devenus actionnaires, de nombreuses informations, notamment sur la cible, sa stratégie, ses informations financières. Cette obligation requiert parfois un travail important de préparation d'informations comptables, sur plusieurs années et avec des normes comptables européennes. En amont, il y a également un temps incompressible lié à la recherche, l'identification de la cible, les pourparlers ainsi que la due diligence approfondie...

Le de-SPACing doit généralement être finalisé en 24 mois. Par conséquent, il faut organiser le temps de manière intelligente.

Le dernier point d'attention, au niveau du de-SPACing, est le financement. Outre le montant sous séquestre, il est généralement fait recours à des financements bancaires et à des financements sur le marché (notamment sous forme de PIPE, private investment in public equity) en vue de l'acquisition.

### ***Vous êtes intervenus sur l'opération d'Accor Acquisition Company (AAC). Quel fut votre rôle auprès du régulateur français ?***

Le dialogue avec l'Autorité des marchés financiers a été de grande qualité, avec des interlocuteurs extrêmement qualifiés, très au fait de ces sujets et également à l'écoute des particularités des émetteurs français.

De plus, dans le cas d'AAC, la période était une période très intéressante puisque le premier semestre 2021 a été très actif pour les SPAC. Nos discussions concernaient à la fois les aspects juridiques mais aussi comptables, avec plusieurs intervenants tant du côté de l'Autorité des marchés financiers que du côté de l'émetteur et du sponsor. Le régulateur a fait preuve d'une grande volonté d'accompagnement concernant des problématiques où il n'existait pas encore de pratique de marché.

Pour ces raisons notamment, la place de Paris est une place d'accueil de premier plan pour les SPAC.

### ***Quant aux contraintes de communication d'un point de vue juridique en France, quelle communication pour convaincre des investisseurs ?***

L'information donnée aux investisseurs est un sujet important. Les SPAC sont des instruments destinés à des investisseurs qualifiés. Lors de la constitution d'un SPAC, la pratique consiste à aller voir des investisseurs potentiels en amont, sur une base confidentielle, pour tester l'attrait du marché. Il est important également que le respect du principe d'égalité d'information soit assuré : il n'y a pas d'information supplémentaire donnée à un investisseur, un journaliste, un actionnaire plutôt qu'à un autre. La phase de marketing de l'opération se fait uniquement sur la base de l'information contenue dans le prospectus.

Lors du de-SPACing, se reposent exactement les mêmes questions, notamment concernant le niveau d'information à communiquer au marché. Les régulateurs français et européens ont chacun eu l'occasion d'insister sur l'importance de cet aspect.

### ***Via une acquisition par un SPAC, une cible non cotée peut se retrouver cotée. Que pensez-vous de cette introduction en bourse express ? Certaines sociétés n'y sont probablement pas prêtes. L'avantage du SPAC peut-il être aussi son inconvénient ?***

Le de-SPACing est l'enjeu majeur du SPAC. C'est, en effet, un point d'attention, pas seulement du côté juridique, mais du côté opérationnel et financier. Pour une introduction en bourse, l'émetteur doit être « IPO-ready », c'est-à-dire notamment disposer de processus et règles internes en matière de reporting, de contrôle interne, ou encore de compliance.

De ce point de vue, AAC, qui a la particularité d'être un corporate SPAC, disposant de l'expérience et de la structure d'Accor, est très intéressant car bien plus armé qu'un SPAC créé par des personnes physiques.

### ***Que pensez-vous de l'avenir des SPAC en Europe ?***

Il y a eu beaucoup d'activité au premier semestre 2021. 2022 sera sûrement l'année de la deuxième phase : le de-SPACing. Peut-être y aura-t-il une nouvelle vague derrière, une fois que l'instrument aura fait ses preuves. Ce sera, à mon sens, moins effervescent qu'en 2021 : c'est ce qu'on voit déjà aux États-Unis. Par ailleurs, le marché des cibles est très concurrentiel : trouver une bonne cible aujourd'hui est un vrai enjeu, avec un marché du private equity très actif. Il faut que le SPAC soit soumis au test de cette recherche de cible efficace et opportune.

## « NOUS SOMMES CAPABLES DE PROPOSER TOUS LES SERVICES DONT LE SPAC A BESOIN PENDANT TOUT SON CYCLE DE VIE »



*Interview de Sambacor N'Diaye,  
Global Co-Head of Strategic Equity Derivatives,  
Equity-Linked and SPACs*

**BANK OF AMERICA** 

### *Quel est l'état actuel du marché des SPACs au niveau mondial ?*

Ces deux dernières années, le marché des SPACs a été essentiellement animé par l'activité aux Etats-Unis. C'est le premier marché en termes de volume d'activité et de taille des transactions. L'évolution récente de ce marché peut se résumer en trois phases. La première phase, celle de croissance accélérée, a débuté fin 2020 – début 2021, avec l'explosion des volumes d'IPO de SPACs. La deuxième moitié de l'année 2021 correspond à la seconde phase, celle de stabilisation, avec cependant des niveaux d'activité assez élevés. Enfin, le troisième phase – celle de normalisation du marché des SPACs – a débuté en 2022.

Aujourd'hui, on ne peut pas parler des SPACs sans parler des nouvelles réglementations qui devraient venir harmoniser leur fonctionnement.

### *Qu'en est-il du marché des SPACs en Europe ?*

Les SPACs européens n'ont pas connu la phase de croissance accélérée dont ont bénéficié les SPACs américains.

Le marché des SPACs en Europe s'est développé progressivement. Il poursuit son développement à un rythme stable et régulier. Aujourd'hui, sur le marché américain, plus de 600 SPACs cherchent des cibles. Le marché européen est plus embryonnaire, early stage, qu'il s'agisse des SPACs à la recherche de cibles ou des cibles potentielles. Ce marché peut continuer son développement de manière progressive, linéaire, sans connaître de phase équivalente à celle que l'on a connu aux Etats-Unis.

Il ne faut pas oublier que l'activité des SPACs est très dépendante des conditions de marchés. Le marché des SPACs est étroitement lié à celui des IPOs. Or, on a vu un très fort ralentissement de l'activité quant aux introductions en Bourse au niveau européen et mondial. Une introduction en bourse par le biais du despadding reste une introduction en bourse. Certains défis que l'on peut voir sur le marché des IPO, sont également ceux du marché des SPACs. Du point de vue macroéconomique, il y a encore beaucoup d'incertitudes liées à la politique monétaire internationale, au conflit en Ukraine...

***Quelles sont selon vous les principales différences entre les SPACs américains et européens ?***

En Europe, on a vu davantage de SPACs levés par des institutions, par des corporate, à l'image du SPAC co-sponsorisé par ENI que nous avons levé en mars au Royaume-Uni (New Energy Acquisition).

Lorsqu'on regarde l'univers des SPACs américains, beaucoup plus vaste, la proportion des institutionnels et des corporate est beaucoup plus faible. Les quelques institutions qui ont fait des SPACs aux Etats-Unis sont essentiellement des fonds de Private Equity comme KKR, TPG ou Apollo.

La seconde différence est sectorielle. Aux Etats-Unis, de nombreux SPACs sont liés au secteur de la technologie au sens large (y compris les biotech). En Europe, on voit une plus grande diversité de secteurs et de thématiques. Outre la technologie, les SPACs ciblent le secteur de la transition énergétique, le secteur hospitality, l'alimentaire bio ... Ce sont des thèmes très variés avec un éventail de secteurs bien plus large qu'aux Etats-Unis.

***Y a-t-il des différences majeures dans les équipes organisatrices d'un SPAC entre la France et les Etats-Unis ?***

L'équation idéale pour un SPAC c'est le trio : financier – manager – expert sectoriel. En Europe, deux aspects sont primordiaux : la capacité à sourcer et à exécuter les deals et le fait d'avoir un soutien institutionnel avec des équipes importantes ayant une expérience de transactions de ce type. Par exemple, les grands family offices ont l'habitude de réaliser des deals et ont des équipes nécessaires. C'est leur quotidien, et c'est par exemple ce qu'ont fait Artemis, Iris Knobloch et Matthieu Pigasse avec I2PO qui vient d'annoncer l'acquisition de Deezer. C'est aussi le cas d'Accor et d'ENI dont les départements M&A sont rodés sur les opportunités et sur l'exécution. C'est un soutien fort. Les fondateurs des SPACs européens ont souvent une crédibilité et un réseau de très grande qualité. En Europe, les acteurs ont une expertise sectorielle très profonde, une longue expérience et des réseaux permettant d'exécuter une transaction, des relations permettant de créer un dialogue privilégié. Chez les sponsors en Europe, on voit systématiquement ce profil, alors que sur les 600 SPACs américains tous n'ont pas cette qualité de relations et de réseau.

***Quelle est votre valeur ajoutée pour les fondateurs d'un SPAC ?***

Pour nous, c'est très important de suivre un SPAC de A à Z. Lorsque vous regardez les différents acteurs sur le marché des SPACs, certains n'ont pas nécessairement accès

aux investisseurs, ni la capacité de distribution. D'autres n'auront pas suffisamment d'expérience en M&A ou d'équipes sectorielles. Nous sommes capables de proposer tous les services dont le SPAC a besoin pendant tout son cycle de vie. Notre plate-forme mondiale nous permet d'envisager avec objectivité toutes les juridictions et places de cotation possibles.

Avant de créer un projet de SPAC, nous avons un travail important à faire pour évaluer l'univers de cibles afin de valider la crédibilité de la thèse. La deuxième étape importante consiste à expliquer le projet aux investisseurs. En tant que banque américaine, nous connaissons une très large partie des investisseurs, dont la majorité sont américains. Nous avons une connaissance au jour le jour de l'activité sur ce marché. Nous avons également une connaissance profonde des investisseurs européens. Nous faisons un ciblage sectoriel précis car nous devons trouver des investisseurs qui vont être partenaires du sponsor dans la durée. Une fois l'IPO exécutée, nous avons un travail important sur le positionnement vis-à-vis des cibles, sur la valorisation. Notre connaissance des investisseurs de PIPE est aussi critique pour avoir des opérations crédibles qui vont pouvoir être menées à terme.

Aujourd'hui, la plupart des SPACs ont un cœur de cible focalisé sur un secteur. Nous mobilisons nos équipes sectorielles internes – basées à Londres - qui connaissent bien les cibles potentielles.

***Croyez-vous en l'avenir des SPACs en Europe ?***

L'Europe, n'a pas connu cette phase de croissance accélérée que l'on a pu observer aux Etats-Unis. Cependant, je suis persuadé que le marché des SPACs continuera d'exister. C'est une nouvelle classe d'actifs qui ajoute beaucoup de valeur pour les sociétés ayant besoin d'un instrument hybride, à mi-chemin entre l'IPO et le travail avec un fonds offrant le suivi et le conseil... En Europe, nous avons au total une trentaine de SPACs cotés, ce qui représente moins de 5% de ce que l'on a pu voir aux Etats-Unis. Le nombre de SPACs qui cherchent leurs cibles en Europe peut augmenter sans que le marché ne soit saturé. Je pense qu'il y a un équilibre à trouver... Aujourd'hui, l'un des principaux défis est celui que l'on voit sur les marchés primaires d'une manière générale : la réouverture et la stabilisation des marchés. L'activité des SPACs sera aidée par le marché primaire propice.

***L'environnement européen, est-il moins bon que l'environnement américain (notamment au niveau juridique) ?***

A terme, cet environnement devrait être similaire d'une région à l'autre. Le marché des SPACs mûrit et au fur et à mesure, il y a une harmonisation qui s'opère au niveau



mondial... Il y a dix-huit mois, ce produit était encore nouveau pour certains écosystèmes. Aujourd'hui, nous avons atteint un certain équilibre qui permet de réaliser les transactions dans de bonnes conditions. C'est normal que les premières opérations se déroulent lentement. Ca sera probablement aussi le cas pour les Emirats arabes unis où nous devrions prochainement voir apparaître les premiers SPACs.

***Quels sont les places d'avenir pour les SPACs en Europe?***

A moyen terme, on verra plusieurs profils de SPACs se développer. Certains SPACs sont focalisés sur une seule géographie, comme, par exemple, les SPACs italiens ou certains SPACs français. Amsterdam a voulu se positionner comme étant une place de cotation pan-européenne. Je pense que l'on continuera à voir certains SPACs concen-

trés sur une géographie puis d'autres, pan-européens, essentiellement à Amsterdam et à Londres.

***Le SPAC, peut-il être une solution pour réaliser une opération qui serait bloquée par une autorité de régulation ?***

Je pense que c'est une mauvaise piste pour ce marché : pour les sponsors et pour le marché des SPACs de manière plus large. L'harmonisation, la convergence mondiale des standards représentent un mouvement positif qui permettra à terme de ne plus se poser cette question. Mais tant qu'il y aura des différences juridiques et réglementaires d'un état/pays à l'autre, cette question pourra se poser. L'harmonisation est très positive de ce point de vue également. Elle permet de se concentrer sur la création de valeur pour les sociétés et pour les investisseurs.

## LES OPÉRATIONS DE DE-SPAC EN FRANCE

*par Olivier de Vilmorin, avocat aux Barreaux de Paris et de New York, Associé,  
Arnaud Berdou, avocat au Barreau de Paris, European Counsel,  
et Céline Icardi, juriste, Sullivan & Cromwell LLP*

### SULLIVAN & CROMWELL LLP



*Olivier de Vilmorin*



*Arnaud Berdou*



*Céline Icardi*

Les annonces récentes de rapprochement entre 2MX Organic et InVivo<sup>1</sup> d'une part, et I2PO et Deezer<sup>2</sup> d'autre part, relancent l'intérêt pour les *special purpose acquisition companies* (SPAC ou société d'acquisition à vocation spécifique) en France. Après l'abandon du projet d'*initial business combination* entre Colis Privé et DEE Tech, ces deux opéra-

tions offrent des exemples concrets d'opérations de de-SPAC<sup>3</sup> en France.

L'essor des SPACs en France et dans le monde n'est plus à démontrer<sup>4</sup>, bien que cet engouement ait laissé place à certaines critiques outre-Atlantique<sup>5</sup>. Outre la déconnexion entre l'offre de SPAC américaine et la demande, de nombreux véhicules ont perdu de la valeur suivant leurs opéra-

<sup>1</sup> 2MX Organic, communiqué de presse du 31 mars 2022, « *2MX Organic et InVivo s'associent pour créer un leader de la distribution responsable* ».

<sup>2</sup> I2PO, communiqué de presse du 19 avril 2022, « *I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical* ».

<sup>3</sup> Sont utilisés dans cet article, de manière indifférente, les termes de-SPAC, rapprochement et *initial business combination*.

<sup>4</sup> D'après l'autorité des marchés américaine, les SPACs ont levé plus de 83 milliards de dollars en 2020 et plus de 160 milliards de dollars en 2021. V. SEC Releases n° 33-11048, 34-94546 et IC-34549, File n° S7-13-22 (*Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*), accessible à l'adresse suivante : <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>.

<sup>5</sup> Bain & Company, *Global Private Equity Report 2021*, p. 61-62.

tions de de-SPAC, la responsabilité de leurs fondateurs venant parfois à être engagée sur le terrain judiciaire<sup>6</sup>. Même si Mediawan a ouvert la voie en 2017 lors de l'acquisition de Groupe AB, c'est au tour maintenant des SPACs français créés en 2020-2021 de faire leur baptême du feu et de démontrer au marché qu'ils sont de réelles alternatives aux introductions en bourse classiques en France. A titre de comparaison, environ 250 opérations de de-SPAC ont été annoncées en 2021 aux Etats-Unis<sup>7</sup>, contre seulement 49 en Europe depuis 2021<sup>8</sup>.

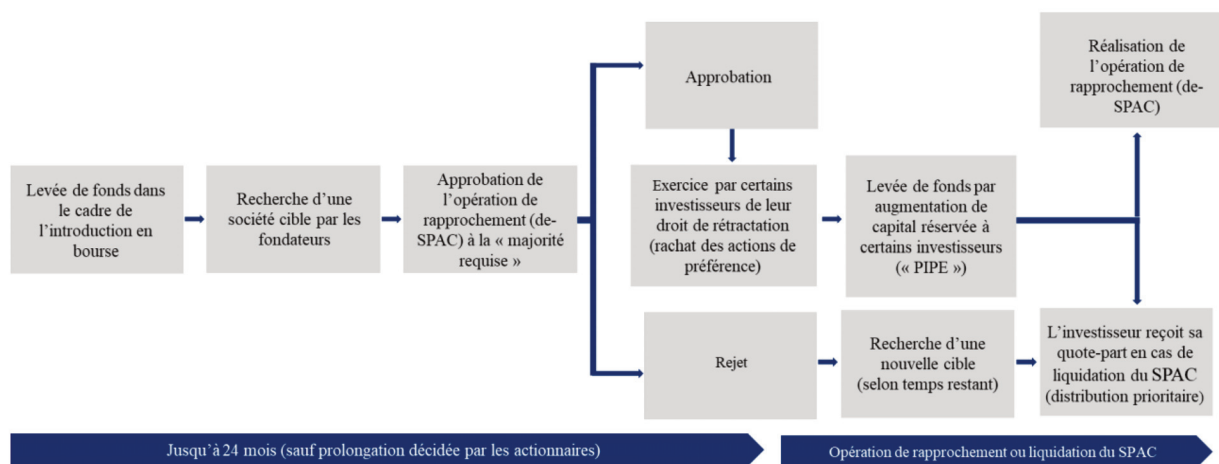
Les opérations de rapprochement suivent un schéma en grande partie similaire aux opérations conduites aux Etats-Unis, tendant ainsi à unifier la pratique. La souplesse du droit français offre aux fondateurs des SPACs la flexibilité nécessaire pour structurer leurs opérations de de-SPAC selon les circonstances. Quelques propositions ont déjà été esquissées pour lever certaines contraintes identifiées dans le corpus juridique français. Outre-Atlantique, le régulateur américain s'apprête à mettre en œuvre une réforme profonde des opérations de de-SPAC qui pourrait à terme susciter quelques évolutions en Europe et en France.

### 1. OBJECTIFS DU SPAC

Les SPACs sont des véhicules financiers qui lèvent des fonds en bourse<sup>9</sup>, sous l'impulsion de fondateurs (*sponsors*), afin de financer l'acquisition future d'une entreprise dans un secteur d'activité donné. Les fonds ainsi levés auprès d'investisseurs (qualifiés<sup>10</sup>) sont placés sous séquestre jusqu'à la réalisation de l'opération de rapprochement ou, à défaut, la liquidation du SPAC. En règle générale, le SPAC dispose d'un délai de deux ans pour identifier une cible et réaliser son opération de de-SPAC – en Allemagne, ce délai a parfois été réduit à 15 ou 18 mois<sup>11</sup>.

Selon le modèle traditionnel, les SPACs recherchent des sociétés dont la valeur de marché est au moins égale à 75 % des fonds levés lors de l'introduction en bourse, bien que rien en droit français ne fonde cette obligation.

Les différentes étapes d'un SPAC traditionnel, de son introduction en bourse à la réalisation de son *initial business combination* (ou opération dite de « de-SPAC »), peuvent être résumées comme suit :



<sup>6</sup> Par exemple, l'acquisition d'Akazoo en 2019 par le SPAC Modern Media Acquisition Corp. au cours de laquelle les dirigeants d'Akazoo avaient falsifié des documents comptables – V. PR Newswire, 21 mai 2020, « *Akazoo special committee determines former Akazoo management and associates participated in sophisticated multi-year fraud* » ; et Woodruff Sawyer, 22 juin 2021, « *As Predicted : More SPACs Are Leading to More Litigation* ».

<sup>7</sup> SpacInsider, Full Year 2021 SPAC Report, p. 2.

<sup>8</sup> A titre de comparaison, 16 opérations de de-SPAC furent annoncées en 2020 en Europe, pour une valeur globale d'environ 16,5 milliards de dollars.

<sup>9</sup> Les actions des cinq SPACs français créés en 2020-2021 – à savoir 2MX Organic, Accor Acquisition Company, DEE Tech, Transition et I2PO – sont admises aux négociations sur le compartiment professionnel d'Euronext Paris.

<sup>10</sup> Au sens du point (e) de l'article 2 du règlement (UE) n° 2017/1129.

<sup>11</sup> V. par exemple le prospectus de 468 SPAC II SE en date du 17 janvier 2022 qui prévoit un délai de 18 mois pour procéder à l'opération de de-SPAC ou encore le prospectus de GJS ESG Acquisition I SE en date du 18 octobre 2021 qui prévoit un délai de 15 mois pour y procéder.

Si la pratique consiste à lever des capitaux avant d’identifier et d’introduire en bourse la société-cible par le biais de l’opération de de-SPAC, certains acteurs ont proposé des variantes telle que le *Special Purpose Acquisition Rights Company* aux Etats-Unis (ou SPARC). Ce véhicule imaginé par Bill Ackman en juin 2021<sup>12</sup> présente l’avantage de lever les fonds auprès des investisseurs dans un second temps, lorsque les fondateurs ont identifié leur société-cible. De la sorte, il ne serait plus nécessaire d’immobiliser et de placer sous séquestre les fonds levés, ni de contraindre les fondateurs à trouver une société dans un délai de deux ans (qui put paraître trop rigide dans le contexte de crise sanitaire). Cette variante des SPACs n’a toutefois pas encore vu le jour.

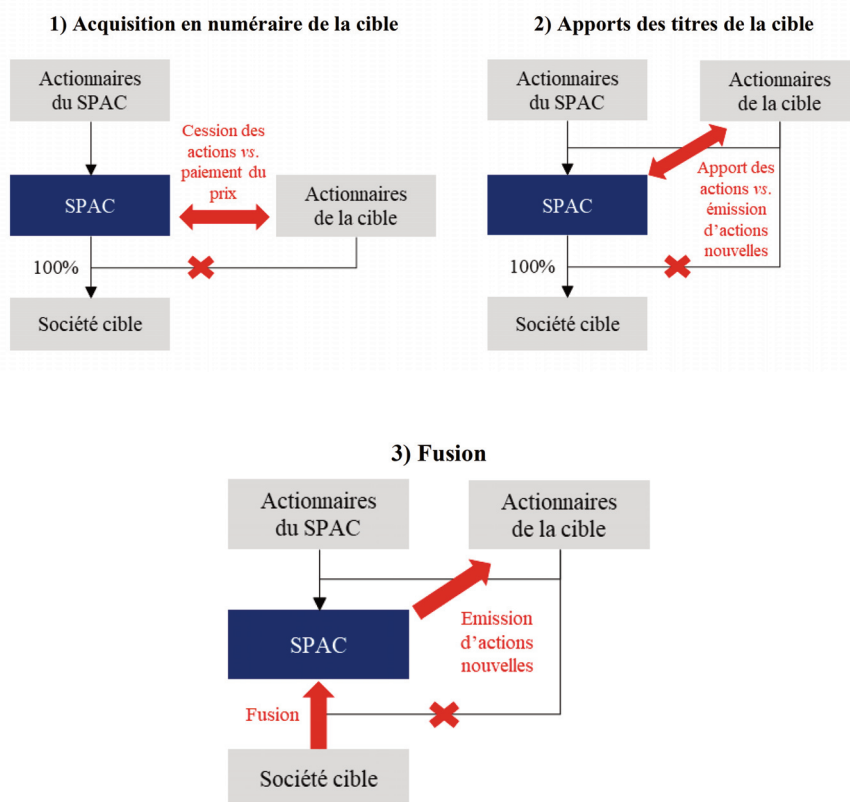
**2. LA FORME D’UNE OPÉRATION DE DE-SPAC**

La structure d’une opération de de-SPAC diffère suivant les juridictions. Dans les opérations de rapprochement américaines, la société-cible fusionne avec une filiale du SPAC tandis que le véhicule devient le holding coté du groupe nouvellement formé.

En France, la fusion en numéraire n’est pas possible mais le corpus juridique offre plusieurs solutions aux parties concernées.

Les actionnaires de la société-cible peuvent apporter au SPAC les actions qu’ils détiennent et recevoir, à titre de rémunération, des actions nouvelles du SPAC, admises aux négociations sur le marché. L’opération d’*initial business combination* peut également prendre la forme d’une simple acquisition des actions de la société-cible contre le versement du prix en numéraire, à l’instar du rapprochement entre Mediawan et Groupe AB en 2017<sup>13</sup>. Une combinaison de ces deux formes est aussi envisageable, les actions de la société-cible pouvant aussi bien être apportées que cédées au SPAC. Dernièrement, le SPAC I2PO a emprunté la voie de la fusion avec Deezer pour réaliser son opération de de-SPAC<sup>14</sup>.

La pratique européenne tend néanmoins à préférer l’apport en nature au SPAC des titres de la société-cible, contre l’émission de nouvelles actions (cotées) du SPAC au bénéfice des actionnaires de la société-cible.



<sup>12</sup> Les Echos, 7 juin 2021, « Bill Ackman crée un nouveau véhicule financier, les SPARC, une variante des SPAC ».   
<sup>13</sup> Mediawan, communiqué de presse du 31 mars 2017, « Mediawan réalise avec succès l’acquisition initiale de groupe AB ».   
<sup>14</sup> I2PO, communiqué de presse du 19 avril 2022, « I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical ».



En cas d'acquisition des actions de la société-cible contre le paiement du prix en numéraire, le SPAC n'est pas tenu de publier un prospectus soumis à l'approbation de l'AMF. Le contenu de l'information fournie aux investisseurs est ainsi laissé, dans une certaine mesure, à l'appréciation du SPAC, sous réserve des mentions de la position recommandation n° 2015-05 de l'AMF applicable aux opérations d'acquisitions significatives. Cela concerne notamment les circonstances et motifs d'ordre stratégique, économique et financier qui ont conduit à envisager et lancer le processus d'acquisition, ainsi que les informations spécifiques sur le contexte et la négociation de l'accord d'acquisition.

Dans le cas où l'opération de rapprochement est réalisée par voie d'une fusion ou d'un apport en nature, l'approbation de l'opération par les actionnaires du SPAC sera par ailleurs requise<sup>15</sup>, quand bien même les règles de majorité prévues par le prospectus d'introduction du SPAC prévoient seulement le vote des membres du conseil d'administration. Un prospectus sera par ailleurs requis si les actions nouvellement émises par le SPAC pour rémunérer l'apport ou la fusion représentent plus de 20 % des actions du SPAC déjà admises aux négociations sur le marché, sur une période de douze mois (ce qui sera dans la plupart des situations le cas), conduisant ainsi à la publication d'informations détaillées concernant l'opération de de-SPAC<sup>16</sup>.

Une attention particulière doit être portée aux seuils franchis par les actionnaires en capital et en droits de vote du SPAC. Tout actionnaire du SPAC (ancien ou nouveau au résultat de l'opération de de-SPAC) venant à détenir, seul ou de concert, plus de 30 % du capital ou des droits de vote du SPAC serait contraint de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote du SPAC<sup>17</sup>. Une dérogation à l'obligation de déposer une telle offre pourra toutefois être demandée au régulateur à cette occasion, sur le fondement des articles 234-9, 3° ou 4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'octroi de cette dérogation constituerait alors une condition à la réalisation de l'opération de rapprochement, comme c'est le cas notamment pour les projets d'*initial business combinations* annoncés par I2PO et 2MX Organic<sup>18</sup>.

Peu importe la voie empruntée, le SPAC devra également communiquer au marché un descriptif de l'opération de de-SPAC pour se conformer aussi bien à ses règles de fonctionnement prévues dans son prospectus d'introduction (tel que le contenu de la notification aux investisseurs sur le fondement de laquelle ces derniers pourront demander le remboursement de leur investissement), qu'à ses obligations de communication au titre de l'information de marché.

### OPÉRATION DE DE-SPAC INTERNATIONALE : SPAC AMÉRICAIN ET CIBLE FRANÇAISE

L'acquisition d'une société de droit français par un SPAC américain serait possible en utilisant une entité tierce holding, telle qu'une *naamloze vennootschap* (NV) de droit néerlandais<sup>19</sup>. Tant les actions du SPAC que de la société-cible française seraient ainsi acquises par le holding néerlandais, contre l'émission de nouvelles actions du holding au bénéfice des actionnaires des deux parties. L'utilisation d'une société européenne en qualité de holding permettrait ainsi au groupe de conserver un statut de *foreign private issuer* en droit américain, qui est une condition préalable à l'utilisation d'états financiers préparés selon les normes IFRS (par opposition aux U.S. GAAP) dans le *proxy statement*/F-4 publié en amont de l'assemblée des actionnaires. Néanmoins, et même s'ils sont préparés conformément aux normes IFRS, ces états financiers devront être audités selon les normes américaines (PCAOB).

Alors que les actions de la société-cible seraient apportées au holding néerlandais, les actions du SPAC américain seraient transférées audit holding *via* la combinaison (i) d'une fusion triangulaire inversée aux Etats-Unis et (ii) d'un apport en nature des actions de l'entité absorbante par le biais d'un *exchange agent* agissant pour le compte des actionnaires du SPAC. Les *warrants* en circulation du SPAC américain seraient échangés contre de nouveaux *warrants* émis par la *naamloze vennootschap*.

Une composante espèces pourrait également être ajoutée en remettant aux actionnaires de la société-cible une *promissory note* en contrepartie de leur apport en nature, qui serait remboursée à l'aide des fonds du SPAC et/ou du produit du PIPE.

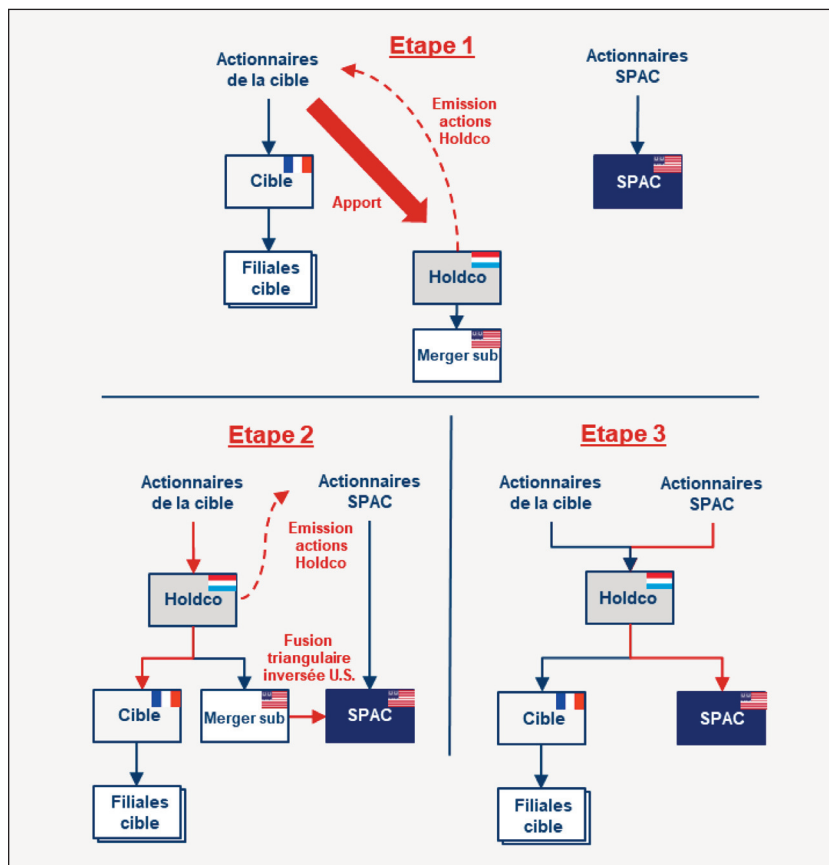
<sup>15</sup> En application des articles L.225-96 et L. 225-129 du Code de commerce pour les augmentations de capital, et L. 236-2 pour les fusions.

<sup>16</sup> V. article 1, 5a) du règlement (UE) n° 2017/1129.

<sup>17</sup> Conformément aux dispositions des articles L. 433-3 du Code monétaire et financier et 234-2 du règlement général de l'AMF.

<sup>18</sup> V. *infra*.

<sup>19</sup> V. par exemple l'acquisition par Kensington Capital Acquisition Corp. II de la société espagnole Wall Box Chargers S.L., *via* la création d'un holding néerlandais (Wallbox N.V.).



### 3. CONSIDÉRATIONS LIÉES AUX OPÉRATIONS DE DE-SPAC EN FRANCE

#### A. Gestion des conflits d'intérêts

Le modèle des SPACs peut générer des conflits d'intérêts entre les fondateurs et les investisseurs. Les fondateurs, soucieux de ne pas liquider le SPAC et de perdre une partie de leur investissement (le remboursement des investisseurs étant de premier rang par rapport aux fondateurs), ont intérêt à effectuer leur opération d'investissement dans les deux ans suivant la cotation du SPAC (sauf report décidé par les actionnaires à la majorité des deux tiers<sup>20</sup>). La performance décevante de certains groupes cotés via un SPAC a notamment été relevée outre-Atlantique<sup>21</sup>. Certains investisseurs en sont même parfois venus à engager des actions judiciaires à l'encontre des dirigeants du SPAC<sup>22</sup>. D'autres situations pourraient générer de tels conflits lorsqu'un fondateur ou membre du conseil d'administration du SPAC est, directement ou indirectement,

associé à l'opération de de-SPAC par un mandat social exercé au sein de la société-cible, une mission de conseil ou de financement auprès de l'une des parties concernées ou parce que la société-cible fait partie du portefeuille d'un fonds auquel il est lié.

Le risque de conflit d'intérêts a été relevé par l'AMF qui y prête une attention particulière lors de l'introduction en bourse du SPAC.<sup>23</sup> Le contrôle exercé par le régulateur repose notamment sur la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil du SPAC et sur les nombreuses obligations d'information qui pèsent sur le véhicule au moment de son introduction en bourse. Aussi, le contrôle de l'AMF prend en considération la personnalité et les secteurs d'activité de chaque fondateur et administrateur du SPAC<sup>24</sup>.

Par ailleurs, le SPAC reste soumis aux exigences du Code AFEP-Medef qui prévoit notamment que chaque administrateur fasse part au conseil de toute situation de conflit

<sup>20</sup> V. par exemple les sections « *Liquidation if no Initial Business Combination* » des prospectus de Mediawan, d'I2PO, de 2MX Organic, de DEE Tech et de Transition.

<sup>21</sup> V. *supra*.

<sup>22</sup> V. *supra*.

<sup>23</sup> AMF, L. Grillet-Aubert, juillet 2021, « *SPAC Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en bourse* ».

<sup>24</sup> V. *supra*

d'intérêts, même potentiel, et s'abstienne d'assister au débat et de participer au vote de la délibération correspondante. Le dispositif des conventions réglementées prévu aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce peut également être utile pour faire face à ces situations.

La pratique apporte aussi son lot de protections en prévoyant notamment de conditionner la conversion d'une partie des actions de préférence des fondateurs à la performance du SPAC après acquisition (*staggered promote* – voir *infra*), les actions ainsi converties étant de surcroît couvertes par un engagement d'inaliénabilité (*lock-up*). L'introduction du vote des actionnaires pour approuver l'opération de rapprochement est aussi une excellente protection, les investisseurs ayant alors leur mot à dire sur le projet de rapprochement présenté par les fondateurs (autrement qu'en demandant le remboursement de leur investissement).

La remise d'une attestation d'équité (*fairness opinion*) par une banque de premier plan sur le caractère équitable des conditions financières de l'opération de de-SPAC pourra également rassurer les investisseurs du SPAC lorsqu'ils devront décider, dans un court délai de 30 jours, de demander le remboursement ou non de leur investissement initial. Une telle *fairness opinion* a par exemple été délivrée dans le cadre du rapprochement entre I2PO et Deezer pour confirmer la valorisation *pre-money* d'1,05 milliard d'euros de la plateforme de *streaming musical*<sup>25</sup>.

## B. Approbation de l'opération de de-SPAC

Le choix de procéder à l'acquisition de la société-cible revient au conseil d'administration, conformément aux dispositions de l'article L. 225-35 du Code de commerce. En pratique, les opérations de de-SPAC initiées par 2MX Or-

ganic et I2PO requièrent une majorité renforcée, à savoir le vote de la majorité des membres du conseil d'administration, en ce compris la majorité des deux-tiers des administrateurs indépendants<sup>26</sup>.

A cela peut s'ajouter le vote des actionnaires du SPAC, bien qu'il ne soit pas contraint *ab initio* à la différence de la pratique américaine<sup>27</sup>. Soit le prospectus d'introduction du SPAC impose le vote des investisseurs pour réaliser l'opération de rapprochement, comme ce fut le cas pour Mediawan<sup>28</sup>, et plus récemment pour Accor Acquisition Company<sup>29</sup> et Transition<sup>30</sup>, soit celui-ci est rendu nécessaire par la loi pour mettre en œuvre l'*initial business combination* sous la forme d'une fusion ou d'un apport en nature (voir *supra*). Les prospectus d'introduction des SPACs 2MX Organic, DEE Tech et I2PO<sup>31</sup> rappellent cette éventualité aux investisseurs, sans pour autant imposer un tel vote.

Dans le cas d'un apport en nature, il sera difficile pour le SPAC de ne pas réunir ses actionnaires en assemblée générale, quand bien même l'article L. 22-10-53 du Code de commerce leur offre la possibilité de déléguer au conseil d'administration, pour une durée maximale de 26 mois, les pouvoirs nécessaires à l'effet de procéder à l'augmentation de capital. En effet, dans ce cas, le plafond de la délégation limite l'augmentation à 10 % du capital du SPAC, ce qui est le plus souvent inadapté pour les SPACs. D'autre part, le vote des actionnaires pourrait s'avérer nécessaire dans le cadre d'une demande de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique obligatoire auprès de l'AMF (voir *supra*).

La fusion du SPAC avec la société-cible nécessitera de surcroît le vote positif des actionnaires de la société-cible.

<sup>25</sup> V. *supra*.

<sup>26</sup> 2MX Organic, prospectus en date du 27 novembre 2020, section *Definitions, Required Majority*; I2PO, Prospectus en date du 13 juillet 2021, section *Definitions, Required Majority*.

<sup>27</sup> V. par exemple les règles M-5101-2 (c) et (d) du Nasdaq Stock Market.

<sup>28</sup> Mediawan, prospectus en date du 11 avril 2016 : « *Prior to the completion of the Initial Business Combination, the Management board will, after being authorized to do so by the Supervisory board, submit the proposed Initial Business Combination for approval to the special meeting (assemblée spéciale) of the Market Shareholders, which will require the affirmative vote by a majority of two-thirds of the votes of the Market Shareholders present or represented (the "Required Majority").* »

<sup>29</sup> Accor Acquisition Company, prospectus en date du 26 mai 2021 : « *To be approved, the Initial Business Combination will require (i) approval by the Board of Directors at a simple majority (as set forth above), (ii) an affirmative vote of a two-thirds majority of the holders of the Founder Shares (Accor and Amir Nahai) and (iii) an affirmative vote of a two-thirds majority of the holders of the Market Shares, including the Market Shares held by the Founder (together, the "Required Majority").* »

<sup>30</sup> Transition, prospectus en date du 16 juin 2021 : « *The Initial Business Combination will require approval of half of the members composing the Board of Directors to be submitted to the Market Shareholders and approval by a two-thirds majority of the valid votes cast at a special meeting (assemblée spéciale) of the Market Shareholders (the "Required Majority").* »

<sup>31</sup> Prospectus de 2MX Organic, DEE Tech et I2PO : « *The Company will not be required to hold a special meeting of Market Shareholders to approve the Initial Business Combination, unless the Initial Business Combination would require shareholders' approval under applicable law or stock exchange listing requirements.* »

### C. Utilisation des actions de préférence

#### i) Les actions de préférence rachetables des investisseurs

Les investisseurs financiers souscrivent des actions de préférence qui sont assorties de bons de souscription d'actions ordinaires (formant ensemble des *units*). Ces actions de préférence sont stipulées rachetables, et permettent aux investisseurs réfractaires à l'opération de rapprochement d'obtenir le rachat de leurs actions par le SPAC, dans les conditions prévues à l'article L. 228-12 du Code de commerce. Sans passer par le même procédé, ce mécanisme d'actions de préférence rachetables permet d'obtenir le même résultat que les *redemption rights* américains, qui autorisent l'investisseur à faire usage de son droit de rétractation avant l'opération de de-SPAC.

Les modalités de rachat des actions de préférence sont ainsi fixées dans les statuts du SPAC, qui prévoient généralement un prix de rachat égal au prix de souscription initial desdites actions (soit dix euros par action)<sup>32</sup>. Le rachat des actions des investisseurs est par ailleurs garanti par le placement sous séquestre des fonds levés lors de l'introduction en bourse du SPAC<sup>33</sup>, à l'image de l'utilisation du mécanisme de *trust* américain.

Il ressort de la pratique américaine une hausse des demandes de rachat qui peut parfois dépasser la moitié des montants initialement levés par le SPAC<sup>34</sup>. Ces rachats réduiront d'autant les fonds disponibles pour réaliser l'opération de de-SPAC, conduisant ainsi les fondateurs à rechercher de nouvelles sources de financement (tels que PIPE, endettement – voir *infra*). A titre de comparaison, parmi les dernières opérations de de-SPAC réalisées en Allemagne, à savoir les rapprochements de Lakestar SPAC/HomeToGo et de 468 SPAC/Tonies (2021), les demandes de remboursement des investisseurs atteignent 36,6 % et 0,1 %, respectivement. Ces seuils sont bien en

deçà de la moyenne des demandes de remboursement atteinte aux États-Unis depuis plusieurs années, qui avoisine les 55%<sup>35</sup>, ce qui fut d'ailleurs relevé par Lakestar SPAC<sup>36</sup>.

Les investisseurs bénéficient également d'un mécanisme de distribution préférentielle du boni de liquidation en cas de liquidation du SPAC, si aucune opération de rapprochement n'est réalisée dans le délai de deux ans suivant la cotation du véhicule (sauf report décidé par les actionnaires à la majorité des deux tiers<sup>37</sup>). Cette distribution prioritaire a notamment pour effet d'astreindre les dirigeants à s'impliquer totalement dans le projet d'acquisition.

En cas d'*initial business combination*, l'ensemble des actions de préférence des investisseurs qui n'auront pas demandé leur remboursement seront converties automatiquement en actions ordinaires avant d'être admises aux négociations sur le marché.

#### ii) Les actions de préférence des fondateurs (*promote*)

Les fondateurs sont eux-aussi titulaires d'actions de préférence, les « *promote* ». Ces actions sont souscrites à un prix inférieur à celui des *units*, correspondant généralement à 2%-3% du prix de souscription de ces dernières. Les *promotes* ne sont pas admises aux négociations et représentent en général 20 % du capital et des droits de vote du SPAC, en Europe comme aux États-Unis<sup>38</sup>. Ces actions sont destinées à être converties en actions ordinaires lors de l'opération de de-SPAC, soit en intégralité, soit progressivement en fonction de la performance du groupe coté post-acquisition (*staggered promote*).

L'usage du *staggered promote* permet d'assurer un meilleur alignement des intérêts entre les investisseurs et les fondateurs. Cette pratique tend à s'imposer aujourd'hui : la conversion des actions des fondateurs de DEE Tech, Transition et I2PO<sup>39</sup> dépendra ainsi de la réalisation de certains objectifs. A l'instar d'I2PO, un tiers des actions

<sup>32</sup>V. notamment les articles 11.4 (*Rachat des Actions B*) des statuts de Mediawan (en date du 22 avril 2016), d'I2PO, de 2MX Organic, de Transition, l'article 11.6 (*Rachat des Actions B*) des statuts de DEE Tech, et l'Annexe 3 (*Termes et conditions des Actions de Préférence de Catégorie B*) des statuts d'Accor Acquisition Company.

<sup>33</sup>M. Goldberg-Darmon, G. Guerin et P. Wolman, Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire n°181, janv. 2022, « *Special Purpose Acquisition Company – SPAC* ».

<sup>34</sup>T. Le Vert, J. Paszkudzi, Fusions&Acquisitions, mai-juin 2022, « *SPACs : Un marché attentiste après une année 2021 record* ».

<sup>35</sup>SEC Releases n° 33-11048, 34-94546 et IC-34549, File n° S7-13-22 (*Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*), accessible à : <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>.

<sup>36</sup>V. par exemple le communiqué de presse de Lakestar SPAC I SE, en date du 13 septembre 2021 : « *Lakestar SPAC I achieved a redemption rate of 36.6%, an unusually low figure in comparison to recent U.S. SPAC transactions, and testament to the Lakestar SPAC I team and its sponsor* ».

<sup>37</sup>V. *supra*.

<sup>38</sup>SEC Releases n° 33-11048, 34-94546 et IC-34549, File n° S7-13-22 (*Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*), accessible à : <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>.

<sup>39</sup>DEE Tech, prospectus en date du 16 juin 2021, « *Conversion of Market Shares and Founders' Shares into Ordinary Shares* », p. 108.

Transition, prospectus en date du 16 juin 2021, « *Conversion of Market Shares and Founders' Shares into Ordinary Shares* », p. 114.

I2PO, prospectus en date du 13 juillet 2021, « *Conversion of Market Shares and Founders' Shares into Ordinary Shares* », p. 113.



des fondateurs sera converti lors de la réalisation de l'*initial business combination*, le solde étant conditionné à la performance du cours de l'action du SPAC jusqu'au cinquième anniversaire de l'opération de de-SPAC (à savoir, selon si le cours de l'action atteint 12 € et 14 € pendant dix jours de bourse sur une période de trente jours de bourse consécutifs). La conversion des actions des fondateurs est en revanche automatique pour les SPACs 2MX Organic et Accor Acquisition Company<sup>40</sup>.

### E. Levée de fonds complémentaires (PIPE)

Pour financer l'opération de rapprochement, il n'est pas inhabituel que le SPAC lève des fonds complémentaires via des opérations de « PIPE » (*private investment in public equity*). Les besoins de financement peuvent être accrus selon le nombre d'investisseurs ayant demandé le remboursement de leurs actions, surtout que les dirigeants du SPAC doivent obtenir l'attestation d'un expert selon laquelle le SPAC dispose des moyens financiers suffisants (sous forme de fonds propres et d'autorisation de lignes de crédit) pour financer tant l'acquisition de la société-cible que les éventuelles demandes de remboursement des investisseurs<sup>41</sup>. Une opération de de-SPAC sans PIPE reste néanmoins possible, telle que l'envisage actuellement 2MX Organic dans le cadre de son projet d'acquisition d'InVivo Retail<sup>42</sup>.

Les SPACs français peuvent effectuer de telles levées *via* une augmentation de capital réservée à des personnes dénommées ou une catégorie de personnes, nécessitant toutefois le vote des actionnaires en assemblée générale. L'émission de bons de souscription d'actions peut également être envisagée<sup>43</sup>. L'augmentation de capital par voie d'offre au public ne semble ici pas adaptée dans la mesure où l'opération de PIPE est destinée à un groupe d'investisseurs prédéterminé.

C'est la raison pour laquelle les SPACs français ont plutôt intérêt de procéder à une émission de capital réservée en application de l'article L. 225-138 du Code de commerce. Cette modalité nécessite tout de même que les personnes ou catégories de personnes soient strictement déterminées dans la résolution présentée à l'assemblée générale du SPAC, sans qu'elles ne puissent prendre part au vote. A titre d'exemple, le SPAC I2PO entend lever un maximum de 150 millions d'euros supplémentaires pour financer l'acquisition de Deezer, *via* une augmentation de capital réservée auprès de ses principaux actionnaires et de nouveaux investisseurs financiers et stratégiques<sup>44</sup>.

De ce point de vue-là, le modèle américain présente quelques souplesses, la plupart des règles en matière d'augmentation de capital et de délégations étant principalement fixées par les statuts du SPAC. Cependant, cette liberté n'est pas absolue et demeure contrainte par la règle dite « 20% Rule » selon laquelle une augmentation de capital qui entraîne une émission de plus de 20 % des actions déjà émises devra respecter certaines exigences supplémentaires, telle qu'une approbation de l'assemblée générale des actionnaires.

## 4. EVOLUTIONS DU CADRE JURIDIQUE DES OPÉRATIONS DE DE-SPAC

### A. Apporter (plus) de souplesse en France

Bien que le cadre juridique français permette de répliquer les standards américains, tout en veillant à la protection des investisseurs<sup>45</sup>, d'aucuns proposent des aménagements pour améliorer l'attractivité de la Place de Paris.

Ainsi, et comme il a été souligné par le Club des Juristes<sup>46</sup>, un prospectus standardisé permettant la mise en place d'un

<sup>40</sup> 2MX Organic, prospectus en date du 27 novembre 2020, « *Conversion of Market Shares and Founders' Shares into Ordinary Shares* », p. 108.

Accor Acquisition Company, prospectus en date du 26 mai 2021, « *Conversion of Market Shares and Founders' Shares into Ordinary Shares* », p. 95.

<sup>41</sup> V. par exemple le prospectus d'I2PO, en date du 13 juillet 2021, « *The Company will not complete the proposed Initial Business Combination unless: [...] the Financial Expert confirms that the Company has sufficient resources to pay (i) the consideration for the Initial Business Combination and (ii) the redemption price of the Market Shares held by Dissenting Market Shareholders to be redeemed by the Company in accordance with its Articles of Association (see "—Redemption of Market Shares held by Dissenting Market Shareholders")* », p. 69.

2MX Organic, prospectus en date du 27 novembre 2020, « *The Company will not complete the proposed Initial Business Combination unless: [...] the Financial Expert confirms that the Company has sufficient resources to pay (i) the consideration for the Initial Business Combination and (ii) the redemption price of the Market Shares held by Dissenting Market Shareholders to be redeemed by the Company in accordance with its Articles of Association (see "—Redemption of Market Shares held by Dissenting Market Shareholders")* », p. 68.

<sup>42</sup> V. *infra*.

<sup>43</sup> AMF, communiqué du 15 avril 2021, « *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs* ».

<sup>44</sup> I2PO, communiqué de presse du 19 avril 2022, « *I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical* ».

calendrier de revue accéléré ainsi qu'un allègement des règles de gouvernance posées par le Code AFEP-Medef tant que le SPAC n'est pas opérationnel (notamment celles relatives à la rémunération des dirigeants et à la nécessité de doter la société de certains comités) seraient bienvenus. Il faut trouver le juste équilibre entre la protection des investisseurs (professionnels) et la flexibilité donnée aux SPACs français, à l'heure où Amsterdam, Francfort et Londres cherchent également à attirer les capitaux étrangers.

Étendre les droits de vote multiple aux sociétés cotées, comme cela est discuté en doctrine<sup>47</sup>, permettrait aux fondateurs de la société-cible de conserver un certain contrôle de la société à l'issue de l'opération de de-SPAC. Ce type de considération est d'autant plus important pour les nombreux acteurs de la French Tech qui arrivent aux portes de la bourse.

De plus, une augmentation de la durée des délégations des augmentations de capital réservées de 18 à 26 mois permettrait d'assouplir le régime juridique français applicable aux levées de capitaux.

Enfin, le Club des Juristes<sup>48</sup> a proposé une nouvelle hypothèse de délégation, propre aux sociétés cotées, permettant de laisser au conseil d'administration ou au directoire le soin de désigner les personnes à qui l'augmentation de capital serait réservée, sous réserve de certains garde-fous. Une première limite serait de plafonner l'augmentation à 30 % du capital de la société, par an. Tout membre du conseil d'administration ou du directoire qui serait désigné comme bénéficiaire de l'augmentation de capital ne pourrait prendre part ni aux délibérations ni au vote de la résolution. Le prix devrait enfin être au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant la décision de l'organe, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 % (ou supérieure, sous réserve de la désignation d'un expert indépendant).

## B. Une réforme majeure attendue aux Etats-Unis

Pour répondre notamment aux différentes actions judiciaires initiées aux Etats-Unis par des investisseurs rapprochant aux fondateurs de SPACs de ne pas avoir communiqué suffisamment d'informations à l'occasion de l'opération de de-SPAC, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a publié, le 30 mars dernier<sup>49</sup>, des propositions de réforme importantes. Ces mesures visent en particulier à aligner plus étroitement les opérations de de-SPAC aux règles de procédure et de communication des introductions en bourse, parmi lesquelles :

- en réponse aux préoccupations liées aux conflits d'intérêts, les fondateurs du SPAC seront astreints à des obligations renforcées de communication concernant, en particulier, leur expérience en matière de SPAC, tout accord conclu entre eux et le SPAC (ou ses organes sociaux) pouvant avoir un effet sur la décision de procéder ou non à l'opération de de-SPAC, ainsi que la nature et le montant des éléments de rémunération qui leur sont accordés<sup>50</sup> ;
- le tableau de dilution des participations des actionnaires devra figurer en couverture du prospectus<sup>51</sup> ; et
- une déclaration spécifique sur le caractère équitable<sup>52</sup> de l'opération de rapprochement vis-à-vis des investisseurs sera requise. Cette déclaration devra se fonder sur des facteurs tels que la valorisation de la société-cible, des avis et rapports émanant de tiers, ou encore les effets dilutifs de l'opération pour les actionnaires.

D'autres mesures ont également été annoncées pour mieux encadrer la présentation des projections financières par le SPAC à l'occasion de son opération de rapprochement<sup>53</sup>. Le régulateur cherche également à étendre la responsabilité des fondateurs concernant l'information publiée à l'occasion de l'*initial business combination* aux banques garantes lors de l'introduction en bourse du SPAC dès lors qu'elles ont été associées, directement ou indirectement, à l'opération de rapprochement. La société-cible et ses

<sup>45</sup> AMF, communiqué du 15 avril 2021, « *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs* ».

<sup>46</sup> O. de Vilmorin, Bulletin Joly Bourse, janv.-fév. 2022, « *Attractivité de la Place de Paris : nous proposons des réformes de plus grande envergure, qui iraient au-delà des SPAC* ».

<sup>47</sup> Par exemple, J.-J. Daigre, Banque & Droit, mars 2022, « *Vers des droits de vote multiples dans les sociétés cotées ?* ».

<sup>48</sup> Rapport du Club des Juristes, Commission ad hoc, déc. 2021, « *Paris : Place financière en première ligne pour les SPAC* ».

<sup>49</sup> SEC Releases n° 33-11048, 34-94546 et IC-34549, File n° S7-13-22 (*Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*), accessible à : <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>.

<sup>50</sup> V. Item 1603(a) de la Regulation S-K.

<sup>51</sup> V. Item 1603(c) de la Regulation S-K.

<sup>52</sup> V. Item 1606(a) de la Regulation S-K.

<sup>53</sup> V. Item 1609 de la Regulation S-K.

<sup>54</sup> V. Section 6(a), Securities Act.

dirigeants seraient aussi désormais considérés comme co-responsables (*co-registrant*) de la documentation de l'opération de-SPAC (en ce compris les *Forms S-4* et *F-4*), facilitant ainsi la mise en jeu de leur responsabilité en cas d'erreur matérielle ou d'omission dans la documentation<sup>54</sup>.

Bien que ces nouvelles mesures font pour l'instant l'objet d'une consultation publique, il est attendu que la SEC les adopte rapidement. La pratique américaine devra ensuite s'approprier ce nouveau corpus juridique, avant de voir si les régulateurs européens chercheront ou non à répliquer certaines protections.

\* \* \*

Les opérations de rapprochement annoncées par 2MX Organic et I2PO constituent les premières opérations de

de-SPAC en France depuis l'acquisition de Groupe AB par Mediawan en 2017. Il ressort de ces trois précédents que les opérations de de-SPAC françaises sont protéiformes, empruntant tant la voie d'une fusion (I2PO/Deezer) que d'un apport en nature (2MX Organic/InVivo Retail) et d'une acquisition d'actions (Mediawan/Groupe AB). Le droit français offre ainsi une souplesse bienvenue aux investisseurs pour réaliser de telles opérations, même si quelques propositions d'amélioration ont déjà été avancées. La performance des groupes post-acquisition sera aussi un indicateur important de la réussite ou non de ces premières *initial business combinations*. Nul doute que les acteurs de la place de Paris y seront attentifs à l'heure où de nombreuses sociétés de la French Tech se posent la question d'une entrée en bourse.

# L'ENJEU DU DÉVELOPPEMENT DES SPACS EN FRANCE

*par Josselin Poirier et Thibault Mallion, étudiants à HEC,  
sous la supervision de Luc Paugam, Associate Professor,  
HEC Paris - Dept of Accounting and Management Control*



*Josselin Poirier*



*Thibault Mallion*

**L**e SPAC est un véhicule complexe, monté en puissance sur les marchés Américains et Européens ces dernières années. Il a incontestablement acquis une popularité croissante auprès des entrepreneurs et des investisseurs, tout en restant relativement méconnu du grand public. Si ce véhicule d'investissement particulier s'est plus récemment démocratisé, il n'est cependant pas un phénomène nouveau, son invention étant communément attribuée aux années 1990. Alors très peu utilisé, le SPAC était relativement obscur, essentiellement connu des initiés mais très peu populaire auprès du grand public. Après avoir presque disparu des marchés financiers pendant de

nombreuses années, le SPAC a connu un fort regain d'intérêt dès 2018, suivi d'un essor significatif sur la période 2019-2021.

L'année 2021 a été remarquable pour la classe d'actifs. Aux États-Unis, 162,5 Mds\$ ont été levés par 613 SPACs, un montant pour la première fois supérieur à celui levé par les IPOs traditionnelles. A Paris, 4 SPACs (AAC, Dec Tech, I2PO et Transition, soit 10% des IPOs) furent introduits en bourse cette année-là, contre seulement 1 en 2020 (2MX Organic). Ce fort appétit du marché a cependant trouvé un point d'inflexion significatif depuis quelques mois. En effet, simultanément au développement des



SPACs, des véhicules de piètre qualité se sont multipliés, parfois même sponsorisés par des personnalités hors du champ entrepreneurial ou financier, et bien souvent associés à des performances négatives pour les investisseurs.

Tel un effet de mode éphémère, le SPAC s'est donc propulsé dans la sphère financière en même temps qu'il s'est écrasé. Un nombre croissant de véhicules rencontre aujourd'hui des difficultés à identifier une cible, incitant les investisseurs à retirer leur mise. En parallèle, le taux d'abandon des projets d'IPO de SPAC a explosé depuis janvier 2022.

Mais à l'heure où l'univers des entreprises cotées est jugé relativement atone et limité, alors que l'épargne individuelle repose sans réelle capacité de financer le tissu entrepreneurial français et que certains entrepreneurs français partent aux États-Unis pour accéder à la cotation faute de capitaux disponibles en France, le SPAC retrouve toute sa pertinence. Il devient alors essentiel de porter un regard objectif sur l'intérêt du véhicule pour le marché français. Ainsi, i) si certains avantages supposés du SPAC restent à prouver, d'autres en font une méthode de financement unique, à la croisée du coté et du capital-investissement, ii) pouvant être d'intérêt pour l'économie française dans son ensemble iii) à condition de devenir pérenne en corrigeant certains déséquilibres.

Parmi les avantages supposés du SPAC, la rapidité de cotation est souvent mise en avant, le processus étant réduit pour l'entreprise à une opération de fusion-acquisition avec une coquille vide déjà cotée - et ce d'autant plus que la procédure d'IPO classique est souvent source de longueurs et d'aléas en matière de communication financière, de préparation des comptes et d'interactions avec le régulateur. Cette rapidité n'est toutefois pas systématique comme l'évoque Jean-Damien Boulanger, Counsel chez Bredin Prat : « le problème est simplement déplacé. Il y a en effet moins de difficultés à gérer par le SPAC concernant la cotation. Mais il subsiste néanmoins d'importantes négociations à entreprendre concernant la dilution des actionnaires, la fusion des entités, la composition du *board* du groupe consolidé, ou la gestion de l'entité combinée. D'un point de vue documentaire, la cotation par SPAC n'est donc pas toujours plus rapide qu'une IPO traditionnelle ». Selon Olivier Saba, Associé chez Bredin Prat, la rapidité des SPACs par rapport à l'IPO est souvent fondée dès lors que les montants levés permettent de financer l'acquisition sans capitaux additionnels. Néanmoins, « dans de nombreux SPACs, la valeur de la cible considérée est supérieure au montant des capitaux propres du véhicule [...]. Dans ces circonstances, la rapidité de la cotation par SPAC est particulièrement liée à l'état du marché

et son appétence pour contribuer à la levée de nouveaux capitaux ». A cela s'ajoute parfois la complexité de faire valider le projet de fusion en assemblée générale. Comme résumé par Alexis Le Touzé, Responsable ECM France chez BNP Paribas, la durée de cotation par SPAC est souvent plus longue qu'espéré.

La simplicité du processus est également à nuancer. Si l'aide apportée par l'équipe de sponsors diminue la friction pour le management, elle n'élimine toutefois pas l'ensemble des contraintes liées à une introduction en bourse, notamment l'éducation du marché au travers des roadshows. Plus encore, celle-ci peut se révéler d'autant plus difficile que la préparation du management à communiquer avec les marchés est raccourcie en amont de l'accès à la cotation.

Pour les entreprises, un des principaux problèmes liés aux IPOs vient de l'incertitude autour de la valorisation attribuée par le marché lors des premiers jours de cotation. Pour Jean-Marc Patouillaud, Associé Fondateur chez Partech, les SPACs y répondent au travers d'une « meilleure maîtrise du tour de table et d'une meilleure visibilité sur la valorisation finale de la société ». De manière analogue, Jean-Damien Boulanger concède que « le SPAC évite les multiples aléas liés à la fixation des prix lors d'une IPO ». Cette certitude dépend cependant de la structure de l'offre formulée par le SPAC. Dans le cas d'une offre mixte - en titre et en cash - le SPAC ne sécurise pas totalement les incertitudes de marché relatives à la valorisation, la valeur des titres étant fixée par le marché. Ainsi selon Olivier Saba, « le SPAC ne fait pas systématiquement disparaître le risque de marché, mais l'amenuise dans de nombreux cas ». En valeur absolue, il n'est pas non plus certain que les SPACs puissent constamment proposer la valorisation la plus avantageuse. En revanche, certains SPACs peuvent se révéler plus attractifs que l'IPO du fait de leur capacité à payer pour des synergies, en particulier lorsqu'il s'agit d'un *corporate* SPAC (comme AAC) ou lorsque la cible complète un portfolio d'acquisitions réalisées dans le cadre d'une stratégie de build-up.

Au-delà de ces avantages qui restent théoriques, plusieurs caractéristiques du véhicule constituent de véritables forces pour une entreprise et lui permettent de se distinguer favorablement face à l'IPO et au financement privé. Premièrement, le SPAC peut apporter la liquidité nécessaire à la poursuite du développement de l'entreprise. L'écosystème entrepreneurial français fait aujourd'hui face à un défi : celui de financer l'ensemble de ses pépites à succès pour les accompagner du stade de start-ups à celui de scale-ups. Cette étape particulièrement complexe du développement d'une start-up est principalement axée sur le renforcement de l'organisation interne, le recrutement

massif d'employés, l'acquisition de nouveaux clients et le développement produit, et mobilise l'essentiel de l'attention du management et des capitaux disponibles. A cet égard, la France souffre d'un certain manque de compétitivité, face aux États-Unis notamment, dont une des principales conséquences est le départ de ses entreprises à l'étranger. Face à ce manque de financement, le SPAC est un outil supplémentaire permettant de drainer des capitaux des investisseurs institutionnels aux entreprises, leur permettant de disposer des liquidités nécessaires pour poursuivre leur développement en s'affranchissant des distractions liées à la lourdeur imposée par un processus d'IPO.

Deuxièmement, le SPAC permet l'accompagnement par une équipe de sponsors qui, si constituée de profils adéquats et intéressée au succès de l'aventure, peut devenir une véritable force pour accompagner le management dans ses ambitions de croissance. L'équipe de sponsors est en effet souvent porteuse d'une stratégie de développement ambitieuse, offrant des perspectives prometteuses pour l'entreprise. Du fait de leurs expertises sectorielles individuelles pertinentes pour l'entreprise, les membres de l'équipe fondatrice du SPAC contribuent par leurs connaissances en matière de stratégie. Ils apportent un deal-flow significatif ainsi qu'une capacité à structurer des deals complexes et à les intégrer dans une unique structure. Cette capacité de *sourcing* de deals est sans doute une des raisons explicatives du succès du SPAC Mediawan. Comme mentionné par Orla Noonan, ancienne Directrice Générale du Groupe AB, « le nom de Xavier Niel a été un facteur déterminant du succès de la stratégie de développement menée par Mediawan. Il attire un deal-flow considérable. C'est d'ailleurs un des facteurs justifiant la rémunération de l'équipe de sponsors via le mécanisme de promote ». La présence au sein de l'équipe de sponsors d'un profil ayant des compétences financières en matière de fusion-acquisition et d'IPO constitue également un avantage compétitif conséquent. Comme l'évoque Sébastien Ribeiro, Gérant chez Amiral Gestion, « le profil du financier est crucial pour faciliter l'opération d'IBC [Initial Business Combination], notamment par sa parfaite connaissance des processus d'acquisition, de financement, et de *sourcing* de deals ».

Troisièmement, l'entreprise cible bénéficie des avantages offerts par les marchés financiers. La cotation apporte en effet une liquidité significative aux titres de l'entreprise, en bénéficiant des volumes des places financières. Cette liquidité facilite l'engagement des équipes opérationnelles au capital, et constitue un argument marketing pour attirer de nouveaux salariés, par exemple lors d'une forte pression

concurrentielle sur les talents. En parallèle, la cotation boursière est un gage de visibilité. D'abord, auprès des investisseurs grâce aux roadshows réalisés dans le cadre de la constitution d'un potentiel PIPE et à la communication financière en amont des assemblées générales pre-IBC. Puis en rendant ses titres accessibles à tout type d'investisseur.

Il convient cependant de remarquer, comme le fait Jean-Marc Patouillaud, que le SPAC n'est pas un remède miracle ouvrant les marchés des capitaux à des entreprises ne se prêtant pas l'exercice : « des secteurs comme la Tech B2B auront toujours principalement tendance à déboucher sur des transactions industrielles compte-tenu de l'appétence des grands « *corporate* » pour ce secteur, tandis que des entreprises B2C aux *business models* plus lisibles, et grâce à l'effet de marque, seront plus propices à s'engager sur la voie de l'IPO ». Cette analyse est confirmée par Alexis Le Touzé, qui précise qu'une entreprise dont le profil et la maturité ne se prêtent pas à une cotation en bourse devrait favoriser un financement privé, plutôt que recourir à une IPO, ou même à un SPAC.

Au-delà de l'intérêt pour les entreprises, le développement des SPACs en France se révèle également être une opportunité pour l'économie française dans son ensemble, tout d'abord en diversifiant l'univers des entreprises cotées. Comme l'affirme Sébastien Ribeiro « le SPAC est un véhicule idéal pour le développement et la diversification de l'univers des entreprises cotées en France, car il permet à des entreprises peu connues, mal vues, ou pas en '*hype*' d'accéder au marché des capitaux ». Le SPAC ouvrirait ainsi les marchés financiers à des entreprises dont le secteur ou la taille ne se prêteraient théoriquement pas à l'exercice d'une IPO. Plus encore, le véhicule rend accessible aux « petits » investisseurs des entreprises innovantes et dynamiques, au fort potentiel de croissance et de rentabilité par leur nature et la stratégie d'expansion mise en œuvre, jusqu'ici majoritairement réservées aux fonds de capital-investissement dans le domaine du non-coté.

Le développement des SPACs en France contribuerait également à la redynamisation de la place boursière de Paris, et à son attractivité par rapport aux autres places européennes. Par ailleurs, le véhicule est un moyen de dynamiser l'épargne française pour favoriser le financement du tissu entrepreneurial national, rendant accessible à tous l'investissement dans des entreprises de qualité, et permettant *in fine* à la French Tech de ne pas finir cotée à l'étranger, comme sur le Nasdaq.

En ce sens, le SPAC semble l'outil approprié pour Bpifrance. Benjamin Paternot, Directeur exécutif de la Di-

rection Fonds de Fonds chez Bpifrance, reconnaissait déjà lors d'un entretien en novembre 2021 la cohérence entre la mission de Bpifrance et les fondamentaux du SPAC. Quelques semaines plus tard, Nicolas Dufourcq, Directeur Général chez Bpifrance, confirmait cette logique lors des Entretiens de l'AMF, en annonçant la création d'un SPAC co-sponsorisé par Bpifrance - information jusqu'à présent passée sous les radars : « nous sommes co-fondateurs d'un SPAC qui sera lancé début 2022, et nous pensons qu'il est absolument essentiel que Paris soit doté d'un nombre significatif de SPACs, car nous avons devant nous un défi majeur lié à la cotation de nos entreprises Tech. Celle-ci est encore devant nous, et nous avons 25 licornes que nous voudrions voir cotées sur Euronext pour bénéficier de sa liquidité. C'est un nouveau chapitre qui doit être documenté, orchestré, et mis en œuvre ». La dynamique géopolitique et géoéconomique du début de l'année 2022 complexifiant l'accès aux marchés financiers, le véhicule n'est en apparence pas encore créé.

Au-delà de la mauvaise presse dont il a fait l'objet, le SPAC apparaît ainsi comme une méthode de financement complémentaire de l'IPO et du financement privé, ni panacée ni gadget, dont le développement en France peut être bénéfique à l'ensemble de l'écosystème. Il convient cependant de remarquer le nécessaire rééquilibrage auquel le véhicule doit faire face afin d'aligner les intérêts des parties prenantes, notamment entre sponsors et investisseurs, pour devenir pérenne.

En premier lieu, l'univers français des SPACs doit se limiter à des véhicules de qualité, disposant d'une équipe de sponsors renommée et qualifiée, capable de créer de la valeur grâce à une véritable vision entrepreneuriale de développement de l'entreprise.

En second lieu, la structure de rémunération de l'équipe de sponsors doit évoluer, l'attribution automatique d'une rémunération (le promote) équivalente à 20% du capital du SPAC à l'équipe de sponsors, sans prise en compte de la création de valeur réalisée, constituant un obstacle au développement de la classe d'actifs. En cela, la structure du SPAC diverge en effet du modèle de rémunération traditionnellement utilisé par les fonds de capital-investissement, dont la partie variable est résultante de la performance générée par le fonds. Comme l'explique Jean-Damien Boulanger, le *staggered promote*, « qui consiste à segmenter le promote pour en indexer une partie sur la

performance réalisée à l'issue de l'IBC [...] permet d'assurer un meilleur équilibre des intérêts des fondateurs et des investisseurs ».

Enfin, le véhicule doit être en mesure de diversifier sa base d'investisseurs pour moins faire l'objet d'une spéculation par certains *hedge funds*. En effet, le bassin de placement historique des SPAC est majoritairement constitué de fonds spéculatifs. Comme évoqué par Alexis Le Touzé cette spécificité tient notamment de la capacité de ces fonds à réaliser des opérations d'arbitrage sur les produits financiers qui s'y rattachent. En participant à l'IPO du SPAC, les investisseurs peuvent favorablement bénéficier d'une asymétrie induite par la structure du véhicule : souscrire à l'introduction en bourse, se faire rembourser les actions au pair au moment de l'acquisition et conserver les warrants, permettant ainsi de préserver l'*upside* lié à l'acquisition d'une cible prometteuse, tout en limitant l'immobilisation des fonds. En somme, l'importance des *hedge funds* dans les souscripteurs à l'introduction en bourse rend les émissions plus sensibles aux conditions de marché et impacte la performance *post* cotation.

Pour cela, l'écosystème français doit renforcer sa capacité de financement de nouveaux véhicules en se dotant d'une base d'investisseurs cornerstone, définis par Nicolas Dufourcq comme « des détenteurs de capital patients dans ces sociétés cotées, qui soutiendront les valorisations et accompagneront ces sociétés pendant leurs deux ou trois premières années de cotation », disposés à investir dans des SPACs. La présence d'investisseurs cornerstone est un moyen de rendre plus attractif le SPAC pour les investisseurs de long-terme, en procurant un sentiment de confiance qui tient de la stabilisation de l'actionnariat, limitant *de facto* les mouvements du titre en amont et à l'issue de l'IBC. Comme l'évoquait Nicolas Dufourcq, « compte tenu du montant de capitaux aujourd'hui nécessaires pour les cotations à venir dans les trois prochaines années, nous avons besoin de plus d'investisseurs cornerstone. Nous avons pour référence la Suède, qui a réussi sa politique de cotation de ses licornes, parce qu'elle a réussi à trouver et à coordonner une base large et stable d'investisseurs cornerstone nationaux. Comme la cotation est un succès, il n'y a pas de baisse du cours de l'action post IPO. Cela permet également d'attirer les capitaux provenant des États-Unis, de Londres et d'autres pays. En somme, c'est un système extrêmement gagnant-gagnant dont nous avons besoin pour réussir à Paris ».