



Actualité

Bourse Les SPAC, à manipuler avec précaution



Les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SPAC) américaines et européennes ont levé quelque 215 milliards de dollars depuis janvier 2020. Ces véhicules séduisent à la fois les investisseurs, leurs promoteurs et les entreprises cibles en raison de leur sécurité et de leur flexibilité apparentes. Mais gare aux déceptions...



Ces dix-huit derniers mois, les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SPAC) ont connu un succès fulgurant. Depuis janvier 2020, plus de 600 de ces « coquilles vides » cotées en Bourse, dont la vocation est d'acquies des entreprises à fort potentiel dans un délai d'un à trois ans, ont levé 215 milliards de dollars sur le marché primaire, soit davantage que les sociétés traditionnelles. En soi, la formule n'est pas nouvelle : dans les années 1980, les « blank check companies » avaient envahi Wall Street avant que le régulateur ne leur donne un coup d'arrêt (voir encadré p.12). Mais à la différence de celles-ci, les SPAC se sont largement internationalisées...

Ainsi, près de 15 milliards d'euros ont été levés par ces entités en Europe au cours de l'année écoulée. Après avoir lancé en 2016 la première SPAC française, Mediawan, Xavier Niel et Matthieu Pigasse, accompagnés cette fois par Moez-Alexandre Zaouri, ont introduit 2MX Organic sur Euronext Paris en décembre

dernier. Doté de 250 millions d'euros, leur véhicule évolue aujourd'hui dans l'industrie de la consommation durable. Quelques semaines plus tard, la société de gestion Tikehau, la Financière Agache et le banquier d'affaires Jean-Pierre Mustier ont, pour leur part, coté leur première « société écran » à

Depuis janvier 2020, plus de **600** SPAC se sont cotées sur les marchés primaires américains et européens, soit davantage qu'entre 2010 et 2019.

la Bourse d'Amsterdam, et levé 500 millions d'euros. En mai dernier, Accor est devenue la première entreprise française à mettre en place un tel véhicule, pourvu de 300 millions d'euros et actif dans ses divers secteurs (voir p.15). Enfin, la semaine dernière, DEE Tech, SPAC orientée vers le secteur technologique, a rejoint à son tour la Bourse de Paris. « La frénésie qui entoure ces véhicules

est désormais transfrontalière. Il n'est plus rare de voir des groupes européens passer dans le giron de « special purpose acquisition companies » américaines, relève Eric Benoist, analyste technologies et data chez Natixis. Cela s'est notamment produit, récemment, pour les Britanniques Paysafe et Arrival, pour le Danois EVBox et pour le Norvégien Freyr. »

Des rendements plus élevés

Le contexte de crise engendré par la pandémie de Covid-19 s'est révélé particulièrement propice au développement des SPAC. Face à l'incertitude générale, les professionnels du capital-investissement ont réduit leur voile. Or, dans le même temps, les Bourses qui avaient drastiquement chuté en avril 2020 ont amorcé dès le mois de mai suivant une progression inédite soutenue par les injections de liquidités des pouvoirs publics. Désireuses de profiter de l'envolée des marchés actions sans avoir à subir toutes les contraintes d'une cotation classique, beaucoup d'entreprises ont trouvé dans

les SPAC le moyen providentiel d'accélérer leur développement. « Une entreprise qui fusionne avec l'un de ces véhicules peut intégrer la cote plus rapidement que lorsqu'elle recourt à une introduction conventionnelle car elle évite l'étape complexe des roadshows, souligne Thomas Le Vert, avocat associé chez White & Case. Elle bénéficie également de conditions d'introduction simplifiées, puisque sa valorisation résulte d'une simple négociation de gré à gré avec l'acquéreur. » Dernier avantage et non des moindres, elle ne se soumet pas aux éventuelles itérations opaques des teneurs de livres et de leurs clients qui peuvent peser sur le prix d'introduction.

Cette demande a surgi à point nommé pour les investisseurs en mal de placements rentables. Car les SPAC offrent justement à leurs actionnaires la possibilité d'obtenir des retours sur investissement importants. « A l'inverse des blank check companies des années 1980, la plupart des SPAC ne cherchent pas à acquies des sociétés en phase de retournement, mais des entreprises de pointe en pleine



Actualité

Après les Etats-Unis, l'engouement pour les SPAC gagne la France. Tandis qu'Accor a créé en mai dernier un véhicule actif dans les services touristiques, DEE Tech, SPAC dédiée à la Tech, vient de lever 150 millions d'euros lors de sa cotation sur Euronext Paris.



← 22-51
WALL ST

Beaucoup de SPAC cotées aux Etats-Unis ne sont pas parvenues à bâtir de projets opérationnels générateurs de valeur sur le long terme.

La Securities and Exchange Commission (SEC) devrait renforcer prochainement les règles de transparence imposées aux promoteurs de SPAC américaines.



expansion, précise Thomas Le Vert. Après l'acquisition – appelée “de-SPACing” –, l'entité combinée est censée accélérer son déploiement puis devenir un groupe parfaitement opérationnel dont la valeur croîtra au cours des années suivantes. »

Un compte séquestre

Théoriquement, ces perspectives de rendement sont confortées par le montage même des SPAC, dont le déroulement est invariable. Leurs créateurs – désignés comme les

« promoteurs » – prospectent des investisseurs « initiaux », collectent leurs fonds lors des introductions en Bourse puis se mettent en quête de cibles à racheter. Lorsqu'ils prennent part à la cotation de l'un de ces véhicules, les investisseurs obtiennent des « unités » ou « unités », constituées d'actions de l'entité introduite en Bourse et de bons de souscription d'actions (BSA) qu'ils pourront exercer après le « de-SPACing ». Ces « unités » leur sont presque systématiquement attribuées au prix unitaire,

peu élevé, de 10 dollars ou 10 euros. Les investisseurs dits « secondaires », qui acquièrent les « unités » des investisseurs « initiaux » quand ces derniers s'en séparent entre la cotation et l'acquisition de la cible, s'acquittent pour leur part d'un prix généralement proche de la valeur d'introduction. Les premiers comme les seconds peuvent conserver ou vendre leurs actions et BSA tout au long du cycle de vie de la SPAC, conjointement ou séparément. Une flexibilité qui leur permet de limiter les effets d'une baisse de cours et, à l'inverse, de tirer parti au maximum d'une progression. « Dans le premier cas, les investisseurs peuvent céder leurs titres mais conserver leur BSA dans l'attente d'une revalorisation à plus long terme », souligne Thomas Le Vert. Dans le second, leurs actions et BSA prennent de la valeur et la plus-value est dédoublée lorsqu'ils sortent du capital.

Les investisseurs « initiaux » comme « secondaires » bénéficient d'une sécurité complémentaire. En effet, leur mise de départ est placée sur un compte séquestre rému-

Aux Etats-Unis, les créateurs d'une SPAC obtiennent **20 à 25 %** de l'entité cotée en contrepartie du versement d'une contribution de 20 000 à 25 000 dollars.

né durant toute la phase de recherche de la cible, et leur est restituée lorsque la SPAC ne parvient pas à fusionner et doit être démantelée. « Les fonds levés par 2MX Organic lors de son introduction en Bourse ont par exemple été séquestrés auprès d'un notaire puis déposés à la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) », précise Maud Bakouche, avocate associée au sein du cabinet Racine.

Une absence de vision stratégique

Toutefois, en dépit de toutes ces garanties, ce sont bien les créateurs de SPAC, et non les investisseurs précités, qui sont les mieux placés pour réaliser les plus-values les plus importantes. Aux Etats-Unis – qui



Eric Benoist, analyste technologies et data, Natixis

« Désormais, l'engouement suscité par les SPAC est transfrontalier. Il n'est plus rare de voir des groupes européens passer dans le giron de véhicules américains. »



concentrent 98 % du marché –, les « promoteurs » obtiennent ordinairement une participation de 20 % à 25 % du capital de l'entité cotée, valorisée plusieurs dizaines de millions de dollars, en contrepartie d'une simple contribution ou « promote » de 20 000 à 25 000 dollars destinée à couvrir les frais administratifs et financiers de la structure. En France, les perspectives de retour sur investissement des fondateurs de SPAC sont néanmoins plus limitées. « Ceux-ci acquièrent leurs "unités" au même prix que les investisseurs », relève Maud Bakouche. Outre-Atlantique, les créateurs de SPAC s'exposent par ailleurs à un risque non négligeable : celui de perdre quasi systématiquement leurs « promotes » lorsque celles-ci sont liquidées.

Une éventualité qui explique les dérives du marché aux Etats-Unis. « Pour éviter de perdre leurs "promotes", de nombreux créateurs de SPAC américaines

Entre janvier 2020 et avril dernier, la performance boursière médiane des SPAC après leur « de-SPACing », matérialisée par le SPAC & NextGen IPO Index, est ressortie à - 7,5 %.

cherchent à boucler rapidement des acquisitions qui ne sont pas toujours viables », constate Eric Benoist. Par conséquent, beaucoup de coquilles vides cotées à Wall Street ne parviennent pas, dans les faits, à bâtir des projets opérationnels générateurs de valeur sur le long terme. Ces échecs sont reflétés par les indices : entre janvier 2020 et avril dernier, la performance boursière médiane des SPAC après leur « de-SPACing », matérialisée par le SPAC & NextGen IPO Index,

est ressortie à - 7,5 %, alors même que le S&P 500 a bondi, de son côté, de plus de 40 %. Si les investisseurs et promoteurs ont pu limiter les incidences de cette baisse grâce aux modalités flexibles de leurs « unités », certaines entreprises cibles ont moins bien encaissé l'absence de vision stratégique de leurs nouveaux propriétaires.

Une dilution importante

Ces derniers mois, un certain nombre d'investisseurs américains ont également subi des déconvenues. « Aux Etats-Unis, la compétition que se livrent les SPAC, mais aussi le besoin de limiter la dilution du capital de l'entité combinée entraînée par l'exercice des BSA, poussent certains promoteurs à se rapprocher de cibles dont la valeur est trois à quatre fois plus importante que les montants collectés lors des cotations », constate un professionnel. Dès

lors, les SPAC n'ont d'autre choix que de réaliser des augmentations de capital auprès de nouveaux investisseurs qui conditionnent leur participation à l'obtention de nombreuses « unités » supplémentaires à prix bradé. « Lorsque ces entrants exercent leurs "warrants", les investisseurs historiques se retrouvent dilués dans des proportions importantes, qu'ils n'avaient pu anticiper originellement », explique un spécialiste. En moyenne, entre leur entrée au capital des SPAC et les « de-SPACings », les investisseurs historiques américains ont vu leur participation se contracter de 14,1 % en 2019 et 2020, selon une récente étude universitaire intitulée « A sober look at SPACs ».

En France, marché beaucoup moins mature que les Etats-Unis, de tels phénomènes n'ont pas été observés à ce jour. Seule SPAC opérationnelle, Mediawan a vu son chiffre

Les SPAC, descendantes des « blank check companies »

● A la fin des années 1980, Wall Street est dans la tourmente. Les scandales entourant les « entreprises-chèques en blanc » (« blank check companies »), sociétés écrans introduites en Bourse dont la vocation est d'acquiescer de petites entités à la santé financière fragile cotées

Systems Acquisition Corp, la première « special purpose acquisition company » (SPAC) américaine, a été créée en 1993 par David Nussbaum, chairman de la banque d'affaires GKN Securities.

parmi les « penny stocks », puis de s'en délester rapidement à meilleur prix, se multiplient. D'innombrables investisseurs séduits par la promesse des « BCC » n'ont en fait jamais revu la couleur de leur

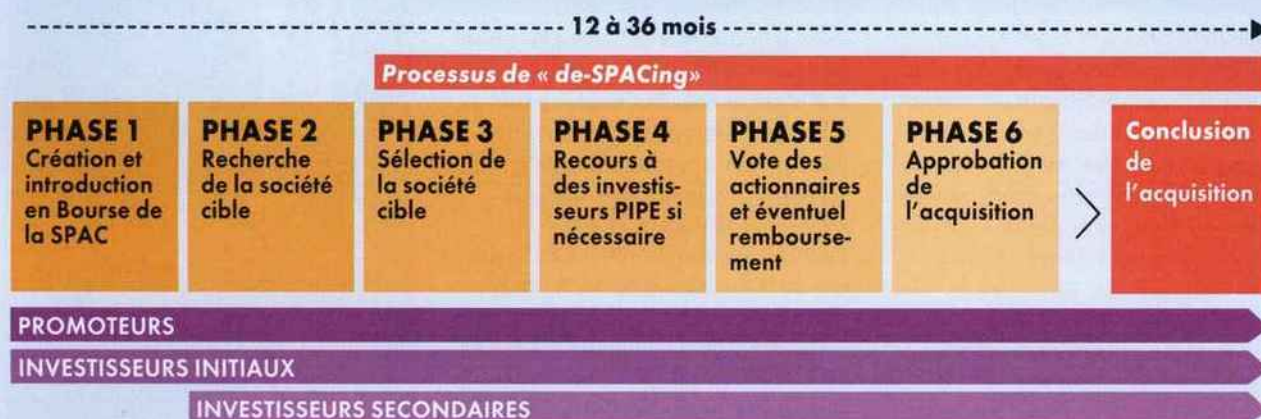
argent ou ont été bernés par certains des créateurs de ces véhicules d'investissement alternatifs qui se sont adonnés à des manipulations de cours. Alerté par la Securities and Exchange Commission (SEC), le Congrès lance une vaste offensive législative qui débouche, en 1990, sur la promulgation du Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act. Le texte, bientôt complété par un avenant de la SEC dénommé Rule 419, introduit diverses protections pour les investisseurs et obligations de transparence pour lesdits créateurs. Les introductions en Bourse de ces véhicules et leurs acquisitions doivent désormais être documentées par des prospectus spécifiques et les fonds apportés par les investisseurs placés sur un compte séquestre jusqu'aux rapprochements avec les sociétés cibles.

● Alors que, dans les années 1993-1994, l'économie américaine connaît un regain de vigueur et que de plus en plus d'entreprises de croissance aux modèles d'affaires viables cherchent à entrer en Bourse, David Nussbaum, chairman de la banque d'affaires GKN Securities, entend profiter de cette tendance et de l'assainissement opéré par le législateur. Il crée Information Systems Acquisition Corp, une entité dont le fonctionnement s'apparente à celui des défunctes « blank check companies » mais dont les caractéristiques tiennent compte, cette fois-ci, des conditions introduites par le Congrès. La première « société d'acquisition à vocation spécifique » ou « special purpose acquisition company » (SPAC), dotée de 12 millions de dollars de fonds, est née.





Le cycle de vie d'une SPAC



PHASE 1

Les « promoteurs » d'une SPAC, en général des hommes d'affaires, des financiers ou des personnalités assistées de conseils chevronnés, créent une entreprise non cotée. Lors de roadshows, ils présentent à des investisseurs dits « initiaux » (asset managers, institutionnels, corporates, spécialistes du capital-investissement, hedge funds, particuliers, etc.) les grandes lignes de leur projet, notamment le secteur sur lequel la SPAC va évoluer et le type d'entreprises qu'elle souhaite acquérir. Parallèlement, les créateurs de la SPAC rédigent un prospectus approprié, le formulaire « Super 8-K » aux Etats-Unis ou le « Prospectus AMF » en France. Si suffisamment d'investisseurs sont convaincus et que le régulateur valide le prospectus, l'introduction en Bourse de la structure a lieu. Au terme de la cotation, les fonds levés sont placés sur un compte séquestre rémunéré.

PHASE 2

Les promoteurs se mettent en quête d'une ou plusieurs entreprises de croissance à acquérir. Ils disposent pour ce faire d'un délai d'un à deux ans, éventuellement prolongeable un an. Pendant ce temps, les investisseurs initiaux peuvent conserver leurs titres, ou bien les vendre à des investisseurs dits « secondaires ». La SPAC, quant à elle, n'a toujours pas d'activité opérationnelle à proprement parler.

PHASE 3

Lorsque les promoteurs estiment avoir trouvé une cible intéressante, ils présentent aux actionnaires de la SPAC cotées les tenants et aboutissants de l'acquisition ou de la fusion. Commence alors le processus du « de-SPACing ». Les actionnaires convoqués en assemblée générale valident ou invalident ce projet. Si la majorité qualifiée préalablement définie en amont de la cotation de la SPAC est atteinte, l'acquisition est lancée. Quand elle n'est pas atteinte et que le délai imparti à la recherche n'a pas expiré, les promoteurs se mettent en quête d'une autre cible. Lorsque le délai a expiré, la SPAC est démantelée. Ce scénario n'est pas rare : entre janvier 2010 et mai 2018, 15 % des SPAC américaines ont été liquidées à défaut de conclure un accord de fusion.

PHASE 4

Une SPAC peut vouloir acheter une cible dont la valeur est plus importante que les fonds qu'elle a collectés. Dans ce cas, elle est contrainte de procéder à une augmentation de capital en amont de l'acquisition. Cette augmentation de capital peut être réalisée auprès des actionnaires existants. Mais, le plus souvent, les promoteurs font appel à des investisseurs qui interviennent sur le segment dit du « private investment in public equity » (PIPE). Ces investisseurs participent au tour de financement moyennant l'obtention de « discounts » importants ou de conditions préférentielles d'exercice de leurs droits d'actionnaires. Leur entrée au capital de l'entité combinée entraîne une dilution des actionnaires historiques.

PHASE 5

Quand ils se prononcent contre l'acquisition, les actionnaires initiaux et secondaires peuvent exiger de la SPAC qu'elle leur restitue leur mise de départ placée sur le compte séquestre. Ceux qui l'approuvent poursuivent l'aventure et conservent leurs unités qui leur donnent droit à des parts de l'entité combinée.



Un parcours contrasté pour Mediawan

● En 2016, Pierre-Antoine Capton, Xavier Niel et Matthieu Pigasse ont coté sur Euronext Paris la première société d'acquisition à vocation spécifique (SPAC) française, Mediawan. Au cours de son introduction, ce véhicule actif dans le secteur de la production audiovisuelle a levé 250 millions d'euros.

● Ces cinq dernières années, Mediawan a réalisé un parcours pour le moins... contrasté. La SPAC a réalisé une acquisition inaugurale, Groupe AB, dès 2017, puis près d'une vingtaine par la suite, dont le pôle télévision d'EuropaCorp et Lagardère Studios. De 163 millions d'euros à fin 2017, terme de son premier exercice opérationnel, son chiffre d'affaires a doublé à 330 millions d'euros à fin 2019. Conséquence de la crise sani-

taire, son chiffre d'affaires devrait se replier de 20 % en 2020.

● Malgré la constitution de ce portefeuille d'entreprises, le cours de l'action Mediawan, introduite à 10 euros, n'a jamais dépassé les 12 euros entre 2016 et 2019. Pire, en 2020, celui-ci a chuté en deçà des 6 euros, une baisse de 40 % par rapport au prix introductif. « Mediawan a vu sa marge diminuer de 40 % à fin 2017 à moins de 15 % l'an dernier, rappelle un analyste. Cette difficulté à dynamiser sa création de valeur a été sanctionnée par les investisseurs. »

● C'est justement dans l'optique de changer d'échelle et d'augmenter la rentabilité de Mediawan que, l'an dernier, ses trois fondateurs ont racheté 85 % du capital du groupe et l'ont sorti de la cote. Cette offre



Matthieu Pigasse, Pierre-Antoine Capton et Xavier Niel, cofondateurs de Mediawan, ont racheté l'an dernier la quasi totalité du capital de l'entreprise afin d'accélérer son développement.

publique d'achat a débouché sur le versement aux actionnaires d'une prime de 43 % par rapport au cours de clôture avant l'annonce de l'opération et de 20 % par rapport au prix introductif de l'action.

d'affaires doubler entre son premier exercice d'activité en 2017 et l'an dernier, à 330 millions d'euros. Dans le cadre du rachat de la quasi-totalité de la structure par les fondateurs Pierre-Antoine Capton, Xavier Niel et Mathieu Pigasse à l'automne 2020, ses actionnaires ont reçu une prime de 43 % par rapport au cours de clôture précédent l'annonce de l'OPA et de 20 % par rapport à son cours introductif. Aussi l'engouement pour les SPAC est-il bien réel. En témoigne la toute récente cotation sur Euronext Paris de DEE Tech, tout comme l'introduction imminente sur le marché primaire parisien de Transition, véhicule dédié à la transition énergétique.

Un essoufflement du marché

Si l'Autorité des marchés financiers (AMF) s'est récemment dite « favorable à la cotation de nouvelles SPAC à Paris », elle a toutefois rappelé, en contrepoint, les spécificités du droit français

en matière de protection des investisseurs. « En France, seuls les investisseurs professionnels dits "qualifiés" peuvent souscrire des actions de SPAC cotées à Paris, lesquelles choisissent d'ailleurs de s'introduire sur le compartiment professionnel d'Euronext créé en 2007, souligne Thomas Le Vert. Depuis la cotation de Mediawan en 2016 et conformément aux recommandations de l'AMF, les promoteurs de SPAC s'engagent à



Thomas Le Vert, avocat associé, White & Case

obtenir, lors d'une acquisition susceptible de présenter des conflits d'intérêts, une attestation d'équité délivrée par un expert indépendant afin que les investisseurs disposent de tous les renseignements nécessaires à la bonne compréhension de l'opération. »

Une démarche dont s'inspire aujourd'hui la Securities and Exchange Commission (SEC). D'ici à la fin de l'année, le gen-darme de la Bourse américaine

« Seuls les investisseurs professionnels dits "qualifiés" peuvent souscrire des actions de SPAC cotées à Paris. »

Les promoteurs de SPAC françaises s'engagent à obtenir, lors d'une acquisition susceptible de présenter des conflits d'intérêts, une attestation d'équité délivrée par un expert indépendant.

devrait lui aussi obliger les SPAC en phase de « de-SPACing » à obtenir une telle certification de conformité. Alors que de nouvelles formes de SPAC, telle la « SPARC » du financier Bill Ackman, viennent de faire leur apparition à Wall Street, et qu'à peine une vingtaine de ces entités se sont cotées sur les marchés américains en avril et mai, le régulateur pourrait même être contraint d'agir plus rapidement qu'il ne l'avait prévu. Sous peine de voir l'essoufflement du marché se poursuivre durablement. ■

Thomas Feat
@TomFeat