



## #PEM165 - Spac, IPO, P-to-P : la donne change pour les fonds en Bourse

La renaissance des Spac est spectaculaire. Ces instruments financiers, qui existent pourtant depuis plusieurs années, sont devenus depuis quelques mois la coqueluche de Wall Street. En Europe, le phénomène frémit avec quelques projets lancés par des personnalités du monde des affaires. Pour les fonds de private equity, ils pourraient représenter une nouvelle concurrence au moment de déployer leurs capitaux, à moins qu'ils n'ouvrent de nouvelles portes de sortie vers les marchés cotés.

Ce n'est pas encore la déferlante qu'ont connue les États-Unis, mais la vague des Spac frémit incontestablement en Europe. En 2016, Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Pierre-Antoine Capton ont été les pionniers du genre de ce côté de l'Atlantique en cotant Mediawan à la Bourse de Paris. Depuis, cette « coquille vide » a bien grandi et est devenue l'un des principaux acteurs européens de la production audiovisuelle. Quatre ans plus tard, à partir de 2020, le rythme s'est subitement accéléré avec l'annonce en France et en Europe de plusieurs projets de véhicules listés dédiés à des acquisitions. Xavier Niel et Matthieu Pigasse, encore eux, ont sponsorisé 2MX Organic aux côtés de la famille Zouari, propriétaire de **Picard** et de plusieurs magasins Casino. Dédié au secteur de la consommation durable, il a été introduit sur Euronext Paris le 7 décembre dernier pour un montant de 300 millions d'euros. Le 29 avril 2021, Pegasus a franchi cette première étape qui l'a amené à s'introduire à la Bourse d'Amsterdam et à y lever 500 millions d'euros, devenant ainsi le plus gros Spac européen. Ce véhicule spécialisé dans les services financiers est sponsorisé par Tikehau Capital, Financière Agache (holding de Bernard Arnault) et les banquiers Jean-Pierre Mustier (ex-Unicredit et Société Générale) et Diego De Giorgi (ancien de Bank of America Merrill Lynch), qui en sont les associés opérationnels. À eux quatre, ils y ont investi 55 millions d'euros à l'occasion de cette première phase, le solde ayant été levé auprès d'investisseurs tiers. Ils se sont également engagés à réinvestir 100 millions supplémentaires.

Quelques semaines plus tôt, c'est Levere Holdings qui avait levé 271 millions de dollars, dépassant son objectif de 250 millions, lors de son introduction sur le Nasdaq. S'il se retrouve sur la place américaine, ce véhicule n'en est pas moins porté par un acteur européen, en l'occurrence la scale-up franco-espagnole Goggo Network spécialisée dans le véhicule autonome. Elle a levé en 2019 une série A de 44 millions d'euros auprès de Softbank et Axel Springer Digital Ventures. L'un de ses administrateurs, l'incontournable Matthieu Pigasse, est également engagé dans le projet. Levere Holdings a l'ambition d'investir dans le secteur de la mobilité, ciblant des sociétés valorisées entre 1 et 3 milliards d'euros. « Nous voulons créer des champions européens de la mobilité, assure Yasmine Fage, directrice générale déléguée de Levere Holdings et cofondatrice de Goggo. Mais il manque des capitaux en Europe et le Spac est un moyen additionnel d'attirer des capitaux chez nous et de promouvoir l'écosystème local de la mobilité. » D'ici peu, c'est un autre écosystème européen, celui de la tech, qui devrait être mis à l'honneur : 360 Capital et ses partenaires devraient en effet annoncer l'IPO de « 360 Disruptech EU » à Paris, un Spac qui devrait être doté de 250 millions d'euros pour investir dans des entreprises européennes de ce secteur valorisées entre 1 et 4 milliards d'euros. Le VC a récemment vu deux de ses participations, les israéliens Innoviz et Arbe Robotics, entrer en Bourse par l'intermédiaire de deux Spac. Le premier, spécialiste du Lidar, a été valorisé 1,4 milliard de dollars et le second, qui a mis au point une nouvelle technologie d'imagerie radar, 572 millions de dollars.

Enfin, depuis le 1er juin, le premier « corporate Spac » européen est coté sur Euronext Paris. Accor Acquisition Company (AAC), c'est son nom, a levé 300 millions d'euros, dont un apport « non significatif » de son sponsor, le groupe hôtelier Accor, rétrogradé du CAC 40 au SBF 120 le 21 septembre dernier. Il a vocation à investir

0Ulope04p5V\_gWOLZobMN4yWZLoZtX7NioOINXl\_bY4hxL\_bm9J0aiIQodB5H0igEiNdr7oellizYMK0ed8NU85sRgZTgW



dans cinq secteurs que sont la restauration, le flex office, le bien-être, le divertissement et l'événementiel, et les technologies liées à l'hôtellerie.

#### Qualité d'une équipe et buy-and-build

Des deux côtés de l'Atlantique – aux États-Unis, un montant hallucinant de 97 milliards de dollars a été levé par des Spac au premier trimestre, soit plus que sur toute l'année 2020 –, les acteurs de marché semblent redécouvrir ce nouvel instrument financier qui était pourtant connu depuis de nombreuses années, mais dont l'utilisation restait embryonnaire. Les taux d'intérêt qui restent bas et l'afflux de liquidités l'ont remis au goût du jour, amenant même des personnalités sportives ou artistiques à en sponsoriser aux États-Unis, alimentant ainsi l'engouement. Car c'est bien la grande promesse de ces « special purpose acquisition companies » : lever de l'argent auprès d'investisseurs sur la seule bonne foi ou le charisme d'une équipe de fondateurs et la perspective qu'une acquisition créatrice de valeur va être réalisée. « Il y a quelques similitudes entre l'acquisition d'une participation par un fonds de private equity dans une société cible et celle d'un Spac, observe d'ailleurs Maud Bakouche, associée chez Racine Avocats. Dans les deux cas, une grande importance est accordée à la qualité et au charisme de l'équipe qui dirige la société cible. De plus, ils peuvent s'intéresser à des secteurs en forte croissance et qui n'ont souvent pas encore été consolidés, dans une logique de création de valeur. »

De fait, tous les Spac fonctionnent de la même manière : des sponsors se réunissent avec l'objectif de lever une certaine somme d'argent en Bourse. Dans une logique d'alignement des intérêts, ils en investissent eux-mêmes une partie. Une fois que cette opération est menée à bien, et donc que le véhicule se retrouve coté, l'équipe se met en quête de son acquisition initiale, raison d'être du Spac, puisqu'il se retrouve automatiquement dissous sitôt ce premier deal réalisé, fusionné avec l'entreprise ainsi rachetée. Généralement, une durée limitée à dix-huit à vingt-quatre mois est établie pour mener à bien cette acquisition inaugurale. Lorsque la cible est identifiée, que les discussions commencent, les sponsors retournent voir leurs investisseurs pour leur faire part du projet : ceux-ci peuvent soit reprendre leur mise et quitter l'aventure s'ils considèrent que l'acquisition initiale n'est pas suffisamment intéressante, soit rester engagés dans le Spac. Ils peuvent même être sollicités pour remettre au pot à l'occasion du « pipe », deuxième étape de la levée qui démarre généralement avant la première acquisition. À la suite de la transaction inaugurale, c'est bien la société ainsi acquise qui se retrouve elle-même cotée en Bourse.

« Les fonds apportés par les sponsors lors de la constitution du Spac permettent d'en assurer le fonctionnement jusqu'à la réalisation de la première acquisition (dite "IBC") à défaut de laquelle ils s'exposent à perdre leur mise. À l'inverse, les fonds levés auprès des investisseurs en Bourse sont placés sous séquestre et ces derniers sont remboursés dans deux cas : si le Spac ne réalise pas d'IBC dans le temps imparti ou juste après l'IBC, s'ils n'adhèrent pas au projet d'acquisition initiale, souligne Maud Bakouche. De manière générale, un Spac étant coté, ses actionnaires peuvent avoir une liquidité à tout moment, a fortiori après la réalisation de l'IBC, ce qui diffère d'un fonds de private equity dans lequel les investisseurs sont engagés pour une dizaine d'années en moyenne. Dans le modèle le plus usuel, les investisseurs sont appelés à approuver l'IBC. Statistiquement, il apparaît néanmoins que peu d'IBC font l'objet d'un vote défavorable. »

#### Spac vs fonds de PE

C'est bien l'une des questions qui se pose lorsque l'on aborde les Spac sous l'angle de leur articulation avec les fonds de private equity : dans quelle mesure peuvent-ils constituer une concurrence vis-à-vis des LPs ? En réalité, il n'est pas sûr que les intervenants sur ces deux marchés soient strictement les mêmes et, pour ceux qui investiraient à la fois en coté et en non-coté, il s'agit bien souvent de deux poches différentes. Par

[Visualiser l'article](#)

exemple, chez Tikehau Capital, les actionnaires du groupe (lui-même coté en Bourse) ont par transparence une exposition à Pegasus via le bilan de la société de gestion. À quelques exceptions près, comme la MACSF par exemple, les LPs de ses fonds de private equity ne sont pas à son capital. D'ailleurs, signe sans doute que la crainte d'une cannibalisation n'est guère fondée, Tikehau Capital souligne bien que Pegasus est son premier projet de Spac, sous-entendant que d'autres pourraient suivre. De là à en faire une nouvelle ligne de métier aux côtés de la dette privée, du private equity et des investissements cotés... En poussant la logique encore plus loin, et à condition que le soufflé ne retombe pas trop vite et que les performances soient au rendez-vous, les Spac pourraient devenir des briques supplémentaires pour des plateformes issues du private equity.

Si le risque de concurrence semble donc limité au niveau des souscripteurs, il est sans doute plus réel du côté des investissements. En effet, ces véhicules dédiés acquièrent des sociétés non cotées qu'ils se proposent d'introduire en Bourse et de développer par build-up successifs. À coup sûr, beaucoup de GPs pourraient souscrire à cette stratégie. Il n'est donc pas impossible que des fonds et des Spac se retrouvent en concurrence sur des deals, qu'il s'agisse de l'acquisition initiale ou des transactions suivantes visant à augmenter la taille de la plateforme. À l'aune de ces critères, certains observateurs s'inquiètent de l'impact que l'essor de ces véhicules cotés pourrait avoir sur le deal flow des acteurs du private equity et sur le prix des cibles.

Par ailleurs, en facilitant la sortie d'une société en Bourse, l'essor des « special purpose acquisition companies » pourrait à terme limiter le recours aux LBO secondaires, tertiaires et suivants. En clair, dans la perspective d'une cession, le « dual track » pourrait progressivement se rééquilibrer en faveur de l'IPO par l'intermédiaire d'un Spac alors qu'aujourd'hui, lorsque les deux solutions se présentent, le fonds (ou l'industriel) remporte la mise dans 90 % des cas. « Lorsqu'elles sont mises en concurrence avec une IPO, les sorties avec des fonds ou des corporates sont privilégiées pour plusieurs raisons. D'abord, une IPO se traduit généralement par une décote de 15 à 20 % sur la valeur de l'entreprise. Ensuite, les fonds ne peuvent généralement pas céder l'intégralité de leurs parts d'un seul coup lors de ces opérations, car ils sont soumis à des périodes de lock up. De surcroît, le maintien de taux bas permet aux acteurs du private equity ou aux industriels de lever de la dette en quantité importante et ainsi de se montrer plus agressifs sur les prix, analyse Philippe Kubisa, associé spécialiste des marchés de capitaux chez PwC France et Maghreb. Les Spac pourraient toutefois faire évoluer les choses, car ils sont moins soumis aux effets de décote et de lock up. En outre, une cotation par leur intermédiaire est moins onéreuse. »

Sur le segment spécifique des sociétés technologiques, et plus particulièrement des licornes, le recours au Spac pourrait avoir plusieurs avantages. D'abord, il offrirait une opportunité supplémentaire de sortie aux VCs actionnaires. Ensuite, il éviterait aux équipes de passer plusieurs mois (la préparation d'une IPO prend deux ans en moyenne) à se préoccuper d'autre chose que de leur business, à savoir des roadshows auprès des investisseurs pour mener à bien une introduction en Bourse dont le succès reste aléatoire. Troisièmement, ces instruments pourraient répondre à une demande croissante de la part d'investisseurs, notamment institutionnels, de s'exposer à la tech. « Dans l'ensemble, les institutionnels européens ont vu que la tech est une valeur refuge et ont envie de s'y exposer, mais n'en sont pas encore totalement familiers et ont encore besoin d'un temps d'adaptation. De surcroît, ils privilégient généralement les modèles les plus facilement compréhensibles et rentables. De ce point de vue, devenir actionnaires d'un Spac qui investirait dans la tech pourrait les intéresser. Les roadshows se font sur la thèse d'investissement du véhicule lui-même sans avoir nécessairement besoin de se plonger dans le business model de la société qu'il acquerra par la suite, ne serait-ce que parce qu'elle n'est généralement pas connue à l'avance », souligne Joy Sioufi, partner chez GP Bullhound.

Vers un retour en grâce des IPO ?



La montée en puissance des Spac en Europe intervient à un moment où la Bourse semble retrouver quelques avantages aux yeux des corporates et des fonds actionnaires. « Depuis plusieurs années, le constat général était celui d'une attrition globale de la cote avec moins d'entrées et plus de sorties. Cela dit, nous constatons le retour d'un engouement global pour les actions cotées, avec un pipe d'IPO bien supérieur à ce qu'il était ces quatre dernières années, alimenté à la fois par des industriels et par des fonds, signale Philippe Kubisa, chez PwC. Pour ma part, je continue de penser qu'une introduction en Bourse est une bonne sortie pour la participation d'un fonds ou, dit autrement, que le LBO est une passerelle intéressante vers la Bourse. En effet, les sociétés qui ont eu des fonds comme actionnaires ont sans doute une maturité financière supérieure aux autres du fait de l'alignement des intérêts que proposent les fonds, de la structuration de reportings qu'ils demandent, des efforts de contrôle interne et de gouvernance qu'ils soutiennent... »

« La French Tech s'est indéniablement professionnalisée et structurée ces dernières années, permettant à de nombreuses entreprises de gagner en maturité et de se développer rapidement. Beaucoup de start-up ont été financées et sont potentiellement éligibles à des IPO, appuie Joy Sioufi, de GP Bullhound. Pour certaines licornes valorisées plusieurs milliards d'euros, l'introduction en Bourse apparaît même comme la porte de sortie la plus évidente, car un rachat par un corporate nécessiterait de déboursier beaucoup d'argent. Parmi les principaux segments de la tech, l'édition de logiciels SaaS, tout à fait propice à une thèse de buy-and-build, ou les ESN font sans doute partie des domaines les plus ouverts à des IPO. En fintech/assurtech ou e-commerce, les modèles sont moins évidents, mais la sortie en Bourse n'est pas à exclure pour autant, comme le marché américain l'a prouvé. »

Dans ce contexte, qu'elles concernent des sociétés matures sortant de LBO ou des scale-up tech accompagnées par des VCs, les IPO annoncées d'Ogury ou de Believe seront sans doute scrutées avec attention. De même, les Spac récemment mis sur le marché vont devoir faire leurs preuves pour voir si un nouveau cycle peut réellement s'ouvrir dans les relations entre les acteurs des marchés privés et la Bourse.



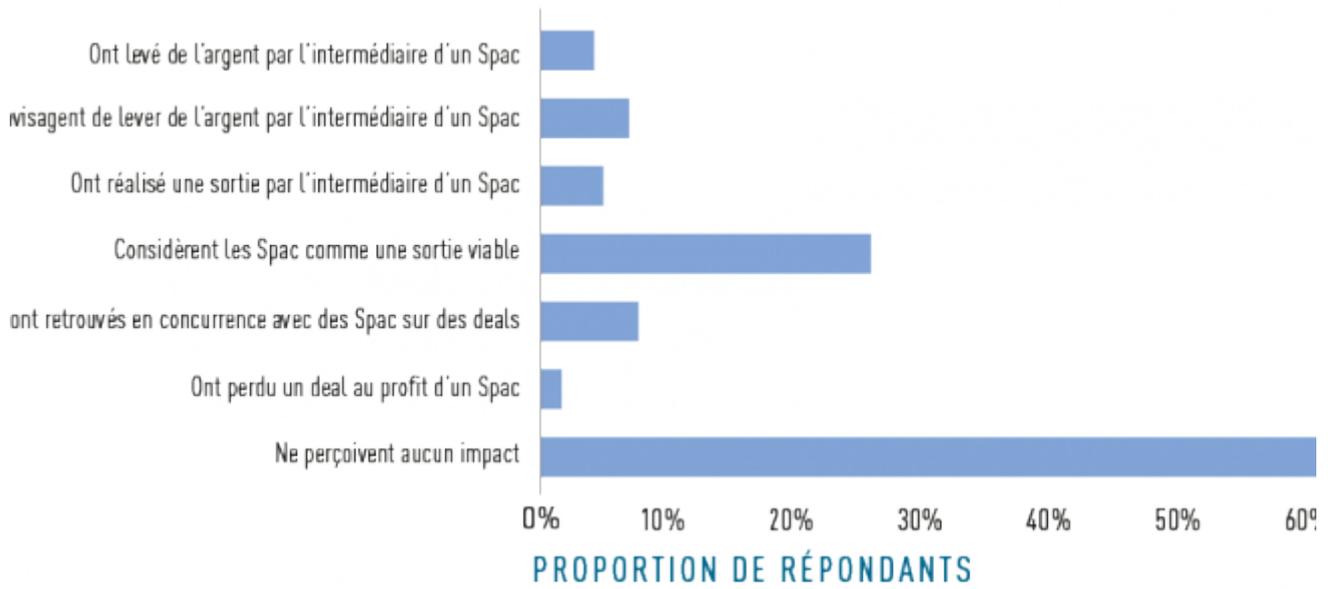
www.pemagazine.fr

Pays : France

Dynamisme : 0



[Visualiser l'article](#)



0Uope04p5V\_gWOLZobMN4yWZLoZtX7NioOINXII\_bY4hx\_L\_bm9jOaiIQodB5H0jgEINdr7oelIzYMK0ed8NU85sRgZTgw

www.pemagazine.fr  
Pays : France  
Dynamisme : 0



[Visualiser l'article](#)



0Uope04p5V\_gWOLZobMN4yWZL0z7x7NioOINXII\_bY4hxL\_bm9jOaiIQodB5H0jgEINdr7oellizYMK0ed8NU85sRgZTgw