DÉCEMBRE 2021

RAPPORT

PARIS : PLACE FINANCIÈRE EN PREMIÈRE LIGNE POUR LES SPAC

Groupe de travail présidé par **Jean Arthuis**,
ancien Ministre et parlementaire honoraire

Rapporteur : Maître **Olivier de Vilmorin**,
Avocat associé, cabinet Sullivan & Cromwell

le club des juristes

COMMISSION AD HOC

PARIS : PLACE FINANCIÈRE EN PREMIÈRE LIGNE POUR LES SPAC

RAPPORT DU CLUB DES JURISTES

Commission ad hoc
DÉCEMBRE 2021

4, rue de la Planche 75007 Paris
Tél. : 01 53 63 40 04
www.leclubdesjuristes.com

RETROUVEZ-NOUS SUR

SOMMAIRE

CHAPITRE INTRODUCTIF. 6

LE PHÉNOMÈNE SPAC

■ SECTION 1. L'origine des SPAC 7

■ SECTION 2. Le fonctionnement des SPAC 8

■ SECTION 3. Le développement des SPAC 10

■ SECTION 4. Les problématiques relevées par la Commission 12

CHAPITRE 1. 13

L'INTÉRÊT DES SPAC POUR LA FRANCE

■ SECTION PRÉLIMINAIRE. Les risques liés au phénomène SPAC : l'expérience étrangère 14

§1. L'expérience américaine 14

A. La bulle financière américaine 14

B. Les réactions de la *SEC* et du marché 16

§2. L'expérience européenne et asiatique 19

A. La réaction des pays européens 19

(i) Révisions des règles du *NASDAQ Nordic* 19

(ii) Recommandations de la *Hill Review* au Royaume-Uni 20

B. La réaction des pays asiatiques 22

(i) *Equity Guidelines* de la *Security Commission Malaysia* 22

(ii) Modifications du *Mainboard Rules* du *Singapore Exchange* 23

■ SECTION 1. Une opportunité pour la place financière parisienne 24

§1. La SPAC, une nouvelle classe d'actifs 24

§2. La SPAC, un nouveau moyen d'introduction en Bourse 25

■ SECTION 2. Une opportunité pour l'entreprenariat français 26

§1. La SPAC financière, un moyen de financement pour les entreprises 26

§2. La SPAC industrielle, un moyen de croissance externe pour les entreprises 27

CONCLUSION CHAPITRE 1 **28**

CHAPITRE 2. 29
LA RÉCEPTION DES SPAC EN DROIT FRANÇAIS
■ SECTION 1. La constitution de la SPAC 30
§1. La forme sociale 30
§2. La levée de fonds 32
A. Le prospectus 32
B. Les fondateurs 34
C. Les investisseurs 35
■ SECTION 2. Le fonctionnement de la SPAC avant acquisition de la cible 36
§1. Le séquestre des fonds levés 36
§2. La gouvernance de la SPAC 37
A. L'application d'un code de gouvernance 37
B. La rémunération et l'intéressement des administrateurs 39
§3. La recherche de la cible 40
A. Le délai pour réaliser l'acquisition de la cible 40
B. Le secteur d'activité et la valeur de la cible 41
C. La gestion des conflits d'intérêts potentiels 42
■ SECTION 3. Le fonctionnement de la SPAC lors de l'acquisition de la cible 43
§1. L'acquisition de la cible 43
A. La validation du choix de la cible 43
B. Le droit de rétractation des investisseurs 44
§2. Le dénouement de l'opération d'acquisition 45
A. Les modalités de dénouement de l'opération 45
B. La domiciliation du nouvel ensemble 47
■ SECTION 4. Les aspects fiscaux 47
CONCLUSION CHAPITRE 2 48

CHAPITRE 3. 49

LES AMÉLIORATIONS ENVISAGEABLES DU CADRE JURIDIQUE FRANÇAIS

■ SECTION 1. Les prises de position souhaitables des acteurs de la place 50

§1. La nécessité de communiquer sur l'attractivité de la place de Paris 50

§2. La mise en place d'un prospectus standardisé pour les SPAC 51

§3. L'application du code de gouvernance avant l'opération de « *de-SPAC* » 52

■ SECTION 2. Les améliorations envisageables du dispositif législatif 53

§1. L'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées 53

A. Le droit de vote multiple sur les principales places financières 54

(i) *Le dual class stock américain* 54

(ii) *Le régime néerlandais des actions à droit de vote multiple* 54

(iii) *Les recommandations de la Hill Review britannique* 54

B. Les modifications du régime français des droits de vote dans les sociétés cotées 55

§2. L'assouplissement du régime de la délégation et de l'augmentation de capital 56

A. Les délégations et augmentations de capital sur les principales places financières 56

(i) *Délégations et augmentations de capital aux États-Unis* 57

(ii) *Délégations et augmentations de capital en Allemagne* 57

(iii) *Délégations et augmentations de capital au Royaume-Uni* 57

(iv) *Délégations et augmentations de capital aux Pays-Bas* 58

B. Les modifications du régime français de la délégation et de l'augmentation de capital 59

§3. Les aménagements du cadre fiscal 62

CONCLUSION CHAPITRE 3 **64**

ANNEXES 65

COMPOSITION DE LA COMMISSION 69

SYNTHÈSE DU RAPPORT

Les *Special Purpose Acquisition Companies* (« SPAC ») sont des 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. S'ils ne constituent pas un phénomène nouveau, les SPAC ont toutefois été à l'origine d'une bulle financière sur le marché américain, au milieu de l'année 2020. L'emballement boursier autour de ce véhicule a révélé les avantages et les risques qui lui sont attachés, ces derniers étant principalement liés à la complexité des instruments utilisés et aux conflits d'intérêts susceptibles de se présenter.

Bien que le nombre d'introductions en Bourse de ces véhicules soit aujourd'hui en net ralentissement, le présent rapport révèle que les SPAC constituent une opportunité à la fois pour l'entreprenariat français et pour la place financière parisienne. Nouvel instrument d'introduction en Bourse, nouveau mode de financement ou de croissance externe pour les entreprises et nouvelle classe d'actifs pour les investisseurs, le véhicule répond à des besoins réels et spécifiques. Malgré les difficultés actuelles auxquelles font face les SPAC, ces véhicules devraient néanmoins perdurer parmi les instruments boursiers mis à la disposition des entreprises et des investisseurs.

L'examen des différents traits caractéristiques des SPAC révèle que le droit français est déjà à même d'accueillir ce type de société. L'introduction récente de plusieurs SPAC sur le territoire national témoigne d'ailleurs de l'absence d'obstacles dirimants à la constitution de ce véhicule.

Mais si le cadre juridique ne s'oppose pas à la constitution de SPAC, plusieurs aménagements permettraient toutefois d'améliorer la compétitivité de la place parisienne. Une première série d'aménagements consisterait à adapter certaines pratiques au phénomène SPAC. Ainsi, l'établissement d'un prospectus standardisé et la prise en compte de la spécificité du véhicule dans le cadre des règles de gouvernance édictées par le code *AFEP-MEDEF*, contribueraient à accroître l'attractivité de la place. Plus ambitieuses, d'autres modifications envisagées par la Commission invitent à amender le dispositif législatif. Dépassant la seule question des SPAC, ces amendements visent à répondre aux attentes des sociétés à forte croissance et à aligner le droit français avec les pratiques des principales places financières. Ils consistent à introduire la possibilité de recourir au droit de vote multiple au sein des sociétés cotées et à réviser certaines règles relatives aux augmentations et délégations de capital.

CHAPITRE INTRODUCTIF

LE PHÉNOMÈNE SPAC

CHAPITRE INTRODUCTIF

LE PHÉNOMÈNE SPAC

Afin d'introduire le phénomène SPAC, il convient de présenter succinctement l'origine de ce véhicule d'investissement **(Section 1)**, son fonctionnement **(Section 2)**, son développement sur la scène financière **(Section 3)**, ainsi que les problématiques auxquelles la Commission a entendu répondre en élaborant ce rapport **(Section 4)**.

SECTION 1.
L'ORIGINE DES SPAC

Les *Special Purpose Acquisition Companies* (« SPAC ») sont loin d'être un phénomène nouveau. Apparues aux États-Unis au milieu des années 1980 sous la forme de *Blank Check Companies*, ces sociétés visaient à lever des fonds sur le marché financier afin d'acquérir des entreprises dont le profil exact restait encore à déterminer. À la suite de divers scandales financiers, le recours aux *Blank Check Companies* a toutefois été strictement encadré, dès 1992, *via* l'édiction de la Rule 419 du *Securities Act*[1].

Les *Blank Check Companies* étant tombées en désuétude pendant plusieurs années, une nouvelle génération de SPAC apparaît en 2003[2], avant de connaître, du fait des conjonctures financières, un coup d'arrêt à la fin de l'année 2008. Ce véhicule d'investissement réapparaît néanmoins en 2018 et suscite, depuis lors, un net regain d'intérêt[3]. Loin d'être anodin, le retour des SPAC trouve notamment son explication dans les liquidités abondantes qui circulent sur les marchés financiers[4]. À l'excès d'épargne mondiale, s'ajoute la création de monnaie résultant des programmes de rachat, initiés par les Banques centrales à des volumes inédits, des dettes publiques émises par les États pour faire face à la crise du Covid-19[5].

Avant de mettre en lumière l'actuelle multiplication de ces sociétés sur les différentes places financières, il apparaît nécessaire de détailler leurs modalités de fonctionnement.

---

1. Ph. TOMAS, « Special Purpose acquisition companies - Bientôt des Special Purpose Acquisition Companies en France ? », *Rev. de Droit bancaire et financier* n° 2, étude 10, mars 2016, spéc. n° 3.
2. Ph. TOMAS, *art préc.*, n° 4.
3. J.-J. DAIGRE, « La fièvre des SPAC, ou comment faire du coté avec du non coté », *Bull. Joly Sociétés* sept. 2021, n° 200 j7, p. 1.
4. Ainsi, et sur le seul sol français, entre le premier trimestre 2020 et le premier trimestre 2021, le surplus d'épargne financière des ménages serait de 142 milliards d'euros, après 115 milliards fin 2020 (Banque de France, Direction des Statistiques monétaires et financières, *L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des entreprises et des ménages en avril 2021*, 31 mai 2021, p. 1).
5. La Correspondance économique, *La Banque centrale européenne (BCE) maintient son cap expansionniste face aux incertitudes de la pandémie*, 23 avril 2021.

SECTION 2.
LE FONCTIONNEMENT DES SPAC

Si aucun schéma officiel n'a été consacré, il semble néanmoins possible de dégager de la pratique américaine un modèle traditionnel de SPAC. Bien que la pratique soit en constante évolution, ce véhicule revêt toujours plusieurs traits caractéristiques.

Une SPAC est une société dénuée de toute activité opérationnelle qui procède à une introduction en Bourse afin de lever des capitaux pour effectuer, ultérieurement, une ou plusieurs opérations d'investissement. À la suite de sa cotation, la SPAC utilise ainsi les fonds levés pour réaliser l'acquisition d'une ou plusieurs sociétés cibles non cotées, généralement dans des secteurs à fort potentiel de croissance. Cette seconde phase, qui correspond à l'acquisition d'une cible, est appelée « *de-SPAC* » ou « *initial business combination* ».

On distingue, au sein de ces sociétés particulières, deux catégories d'actionnaires : les fondateurs, aussi appelés « *sponsors* », et les investisseurs, qui acquièrent leur participation dans la société au moment de la levée de fonds.

Les fondateurs sont à l'initiative de la création de la SPAC et supportent les coûts de constitution du véhicule[6]. À l'origine du projet, ils détiennent des titres d'une catégorie différente de ceux détenus par les investisseurs. Leurs actions ou valeurs mobilières composées sont désignées par le terme « *promote* ». Le *promote*, qui a été souscrit par les fondateurs à un prix généralement équivalent à 2 à 3 % du prix de souscription des titres de la SPAC au moment de l'introduction en Bourse, est susceptible de représenter jusqu'à 20 % du capital de la SPAC. Au moment de l'introduction en Bourse, ces actions ne sont pas cotées sur le marché. Elles ne deviennent convertibles en actions ordinaires cotées qu'une fois la *de-SPAC* réalisée, voire ultérieurement en fonction de l'évolution du cours de Bourse. Les termes et conditions applicables à ces titres détenus par les *sponsors* évoluent, d'une SPAC à l'autre, au gré des conditions de marché entourant l'introduction en Bourse de ces véhicules.

Lors de l'introduction en Bourse d'une SPAC, les investisseurs acquièrent quant à eux des « *units* », chacune composée d'une action et d'une fraction d'un instrument, également coté, appelé « *warrant* ». Généralement exerçable pendant une durée de 3 à 5 ans à l'issue de l'opération de *de-SPAC*, un *warrant* entier permet, une fois exercé, d'obtenir une action. Suivant la pratique américaine, chaque *unit*

6. Aux États-Unis, ces coûts représentent entre 5 et 7,5 % des fonds levés au moment de l'introduction en Bourse (Reuters, *U.S. SEC focuses on bank fee conflicts as it steps-up SPAC inquiry - sources*, 13 juill. 2020 ; GigCapital, *The Special Purpose Acquisition Company (SPAC) or Private to Public Equity (PPE)*™ Initiative ; Shanga Consult, *SPACs - How does it work ?*). En Europe, la pratique de marché des SPAC n'étant pas encore bien établie, les coûts liés à la constitution de ces véhicules sont beaucoup plus variables.

est généralement offerte à un prix de 10 €, et le prix d'exercice des *warrants*, fixé à 11,50 €. Au moment de l'introduction en Bourse, il est d'usage que les fondateurs participent également à la levée de fonds et souscrivent des *units*, de la même nature que celles offertes aux autres investisseurs, pour un montant généralement équivalent à 2 % du volume global levé. Du fait du statut particulier des fondateurs, les actions et *warrants* détenus par ces derniers font souvent l'objet d'un engagement d'inaliénabilité pendant une certaine durée, qui court généralement jusqu'au premier anniversaire de l'opération de *de-SPAC* ou plus tôt si la capitalisation boursière de la société vient à dépasser un certain seuil.

Une fois l'introduction en Bourse effectuée, les fonds levés se voient séquestrés jusqu'à la première acquisition d'une société cible. Cette acquisition doit néanmoins intervenir dans un certain délai, généralement égal à 24 mois à compter de l'introduction en Bourse de la SPAC. La décision d'acquisition revient en principe à l'équipe dirigeante de la SPAC, mais peut aussi nécessiter un vote de l'assemblée générale des actionnaires. Pour pouvoir être choisie, la cible doit cependant répondre à un certain nombre de caractéristiques fixées lors de la création de la SPAC, notamment en termes de taille et de secteur d'activité[7]. À l'issue de l'opération d'acquisition, la SPAC fusionne dans la plupart des cas avec la société cible, ce qui permet à cette dernière d'accéder rapidement au marché financier et à ses actionnaires de détenir des titres liquides. À défaut d'acquisition dans la période de 24 mois, la dissolution de la SPAC est prononcée. Les sommes initialement levées sont alors restituées aux investisseurs, et les *sponsors* supportent le risque de perte sur leur *promote*.

À l'occasion de la *de-SPAC*, les investisseurs disposent d'un droit de rétractation. Ce droit leur permet, grâce au montant séquestré au moment de l'introduction en Bourse, de demander le rachat de leurs titres au prix de souscription. Le mécanisme assure ainsi aux investisseurs qu'ils ne subiront pas les conséquences d'une acquisition non désirée. La réalisation de l'acquisition ouvre également le début de la période d'exercice des *warrants* distribués au moment de la levée de fonds[8]. Durant cette période d'exercice, lorsque le prix de clôture des actions admises aux négociations atteint un certain montant, les *warrants* peuvent néanmoins, sous réserve d'un préavis, être rachetés par la SPAC à un prix extrêmement bas. Cette option permet ainsi de limiter le bénéfice retiré par les investisseurs, en les obligeant à ne pas trop tarder à exercer leurs options. Enfin, au moment de la *de-SPAC*, des sommes supplémentaires peuvent être levées et/ou empruntées par la SPAC, par exemple par le biais d'un placement privé, pour compléter le financement de l'acquisition de la cible.

---

7. La cible doit généralement représenter au moins 80 % des fonds placés dans le *trust*.

8. En principe, les investisseurs peuvent conserver leurs *warrants* même s'ils ont exercé leur faculté de rétractation sur leurs actions.

Parallèlement à ce modèle traditionnel, de nouvelles pratiques se développent. Les modalités de fonctionnement de certains véhicules récents s'éloignent parfois du modèle de marché décrit ci-dessus. Ainsi, les *Special Purpose Acquisition Rights Companies* (« *SPARC* »), introduites par Bill Ackman, renversent le calendrier des opérations et n'amorcent la levée de fonds qu'une fois la société cible repérée[9]. De cette manière, les investisseurs ne subissent pas l'immobilisation de leurs fonds pendant la recherche de la cible et les fondateurs ne sont pas soumis à un délai contraint pour cette recherche.

Mais malgré les quelques variations propres à chaque véhicule, les SPAC répondent donc à une pratique standardisée et apparaissent, pour les sociétés non cotées, comme une solution alternative aux opérations de financement et d'introduction en Bourse traditionnelles. Pour les apporteurs de capitaux, le procédé offre la possibilité d'investir au sein de structures similaires aux fonds de capital investissement tout en bénéficiant d'une liquidité et de certaines protections, notamment en matière d'information et de droit de rétractation.

SECTION 3.
LE DÉVELOPPEMENT DES SPAC

Un tour d'horizon des données chiffrées relatives aux SPAC permet de rendre compte du développement considérable de ce véhicule sur les scènes financières américaine et européenne.

En 2016, 13 SPAC ont connu une introduction en Bourse aux États-Unis, ce qui représentait, pour cette même année, 12 % de l'ensemble des introductions de la Bourse de New York. Le phénomène s'accentua fortement en 2019, avec l'arrivée de 59 véhicules supplémentaires sur le marché américain. Il explosa ensuite l'année suivante jusqu'à atteindre, sur les deux premiers trimestres de 2021, 69 % des nouvelles introductions en Bourse. Entre le 1er janvier 2021 et le 1er juillet 2021, ce sont ainsi plus de 345 SPAC qui ont été introduites à la Bourse de New York, et qui ont permis de lever, à elles seules, 107 milliards de dollars[10]. Les SPAC permettant d'acquérir des cibles trois à cinq fois plus importantes qu'elles en termes de valorisation, les seuls véhicules créés en 2021 sur le marché américain représentent ainsi près de 500 milliards de dollars de valeur d'entreprise. Si de nombreuses opérations de *de-SPAC* ont déjà eu lieu, plus de 420 SPAC sont pourtant encore à la recherche d'une entreprise cible à acquérir[11].

9. Les Échos, *Bill Ackman crée un nouveau véhicule financier, les SPARC, une variante des SPAC*, 7 juin 2021 ; Le Temps, *Après les SPAC, les SPARC vont faire des étincelles*, 13 juin 2021 ; Barron's, *Bill Ackman Wants to Liquidate His SPAC. Hello, SPARC,* 20 août 2021 ; Bloomberg Opinion, *SPAC Suit Leads to SPARCs*, 23 août 2021.
10. Pour une présentation chiffrée du phénomène SPAC aux États-Unis : https://spacanalytics.com/
11. *Ibid.*

Malgré une nette décélération des introductions de ces véhicules sur le marché américain[12], le phénomène SPAC s'est également étendu à l'Europe. On peut ainsi compter plus d'une vingtaine de SPAC actives en Europe. Malgré le ralentissement de la constitution de ces véhicules depuis l'été 2021, les SPAC déjà présentes en Europe représentent environ 5 milliards d'euros de fonds propres et 35 milliards d'euros en termes de valeur d'entreprise[13]. Si la majorité des fondateurs de SPAC européens choisissent aujourd'hui Amsterdam comme place de cotation, y compris en présence de *sponsors* français[14], la place de Paris n'est toutefois pas en reste. Sans compter *Mediawan*, première SPAC tricolore introduite en Bourse en 2016[15] et désormais sortie de la cote à l'issue d'une offre publique de retrait réalisée par les fondateurs en décembre 2020[16], le marché français compte désormais cinq SPAC actives : *2MX Organic*, *Accor Acquisition Company*, *Transition*, *Dee Tech* et *I2PO*.

- **2MX Organic :**
  Fondée par Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Moez-Alexandre Zouari et introduite en Bourse en décembre 2020 avec une levée de fonds de 300 millions d'euros, *2MX Organic* vise à réaliser des acquisitions dans le secteur de la production et distribution de biens durables de consommation[17].

- **Accor Acquisition Company :**
  Première SPAC industrielle d'Europe, *Accor Acquisition Company* a été fondée par le groupe *Accor* et introduite en Bourse en mai 2021 après une levée de fonds de 300 millions d'euros. La structure a pour but d'acquérir une ou plusieurs sociétés dans des secteurs connexes au cœur de métier hôtelier d'Accor[18].

- **Transition :**
  Créée par Xavier Caitucoli, Erik Maris et le fonds *Eiffel Essentiel SLP*, la société a finalisé une levée de fonds de 215 millions d'euros. Elle a pour objectif de réaliser une ou plusieurs acquisitions dans le secteur de la transition énergétique afin d'accompagner l'émergence d'un nouvel acteur sur la scène européenne[19].

---

12. Sur cette décélération, voir *infra* Chapitre 2, Section 1.
13. Pour l'historique des cotations de SPAC et des fonds levés en Europe entre 2005 et 2021 : AMF, *SPAC : Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en Bourse*, juill. 2021, p. 4.
14. C'est le cas notamment de la *SPAC Pegasus*, cofondée par *Financière Agache*, holding de Bernard Arnault, *Tikehau Capital*, Jean-Pierre Mustier et Diego De Giorgi. Cotée à Amsterdam, il s'agit aujourd'hui de la SPAC la plus importante d'Europe (L'Écho, *La plus grande SPAC cotée en Bourse à Amsterdam*, 29 avril 2021 ; Wansquare, La Spac de Tikehau et Jean-Pierre Mustier lève 500 millions d'euros, 29 avril 2021). Plus récemment encore, Michael et Yoel Zaoui, associés à Jean Raby, Michel Combes et Olivier Brandicourt ont annoncé la création d'*Odyssey Acquisition*, désormais cotée sur la place d'Amsterdam après avoir levé 300 millions d'euros pour investir dans la santé et les nouvelles technologies (Les Échos, *Les frères Zaoui lancent une SPAC*, 30 juin 2021 ; Odyssey Acquisition, *Odyssey Acquisition successfully raises €300 millions via a private placement of units*, 2 juill. 2021).
15. Cette SPAC fondée par Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Pierre-Antoine Capton, a levé 250 millions d'euros avant de réaliser plusieurs acquisitions dans le secteur des médias et de l'audiovisuel (Ch. CARDON, « Special Purpose acquisition companies - Mediawan : retour sur la première SPAC française », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 4, juill. 2016, prat. 4).
16. AMF, déc. n° 220C5194, *Mediawan*, 30 nov. 2020.
17. 2MX Organic, *Communiqué de presse*, 7 déc. 2020.
18. Accor Acquisition Company, *Communiqué de presse*, 28 mai 2021.
19. TRANSITION, *Communiqué de presse*, 18 juin 2021.

- **DEE Tech :**
  Constitué par Marc Menasé, Michaël Benabou, Charles-Hubert de Chaudenay, *MACSF Épargne Retraite*, et *IDI*, ce véhicule, qui a annoncé avoir levé avec succès 165 millions d'euros dans le cadre d'un placement privé, vise à acquérir une entreprise technologique à fort potentiel afin de créer un géant européen dans ce domaine[20].

- **I2PO :**
  Fondée par *Artémis*, Iris Knobloch et *Combat Holding*, cette dernière SPAC tricolore a levé 275 millions d'euros le 20 juillet 2021. Elle entend créer, sur le sol européen, un champion dans les secteurs du divertissement et des loisirs[21].

SECTION 4.
LES PROBLÉMATIQUES TRAITÉES PAR LA COMMISSION

Le présent rapport entend aborder trois problématiques distinctes mais complémentaires.

La première invite à questionner l'intérêt des SPAC pour la France. Faut-il voir, dans ce nouveau véhicule, une opportunité pour la place de Paris et l'entreprenariat français ou, au contraire, le considérer comme un outil de spéculation dont il conviendrait de se méfier ?

▸▸▸ Chapitre 1. L'intérêt des SPAC pour la France

La seconde problématique concerne la capacité de la réglementation française à accueillir le phénomène SPAC. Un deuxième chapitre sera ainsi consacré à l'aptitude du droit positif à recevoir, sur le sol français, le modèle de la SPAC traditionnelle.

▸▸▸ Chapitre 2. La réception des SPAC en droit français

Enfin, la dernière interrogation porte sur les améliorations envisageables du cadre juridique français dans lequel les SPAC ont vocation à s'insérer. Poursuivant une démarche prospective, le chapitre terminal présentera les modifications jugées pertinentes par la Commission.

▸▸▸ Chapitre 3. Les améliorations envisageables du cadre juridique

20. Dee Tech, *Communiqué de presse*, 23 juin 2021.
21. Euronext, *I2PO SPAC lists on Euronext Paris*, 20 juill. 2021.

CHAPITRE 1

L'INTÉRÊT DES SPAC POUR LA FRANCE

Si la SPAC est parfois présentée comme une coquille vide à visée purement spéculative dont le développement en Europe n'est pas désirable et constituerait même, pour certains, *« une grande arnaque »*[22], une analyse plus détaillée appelle à nuancer cette première description. Ainsi, et bien que l'expérience étrangère, notamment américaine, démontre que l'utilisation de ce véhicule n'est pas sans risque **(Section préliminaire)**, les auditions effectuées par la Commission invitent à considérer ce véhicule comme une réelle opportunité, tant pour la place financière parisienne **(Section 1)**, que pour l'entreprenariat français **(Section 2)**.

SECTION PRÉLIMINAIRE.
LES RISQUES LIÉS AU PHÉNOMÈNE SPAC : L'EXPÉRIENCE ÉTRANGÈRE

Avant d'apprécier l'intérêt de la SPAC pour la place parisienne, il apparaît utile de se pencher sur la pratique américaine, dont l'expérience en matière de SPAC est plus ancienne et plus développée que celle française **(§1)**, puis d'examiner les réactions des principales places européennes et asiatiques devant le développement de ce type de société **(§2)**.

§1. L'expérience américaine

L'expérience américaine témoigne de ce que l'attractivité du véhicule d'investissement que constitue la SPAC n'est pas sans danger. Le recours excessif au véhicule au début de l'année 2020 a abouti à la création d'une bulle financière **(A)** qui ne laissa pas sans réaction l'autorité de supervision américaine et le marché **(B)**.

A. La bulle financière américaine

La croissance exponentielle des SPAC aux États-Unis a déjà été présentée[23]. Loin d'être le fruit de la rationalité économique des acteurs opérant sur le marché, le développement des SPAC résulte, notamment, de la politique extrêmement généreuse de la *FED* et du phénomène de surliquidité qui touche actuellement le marché américain[24]. Créant une véritable bulle, la prolifération de ces véhicules ne fut pas sans incidence sur l'intégrité du marché[25]. En effet, bien que la SPAC ne constitue pas en soi un instrument risqué, notamment grâce à la consignation des fonds levés et à l'existence d'un droit de rétractation au bénéfice des investisseurs au moment de la *de-SPAC*, la multiplication de ces sociétés sur la Bourse de New York engendra trois conséquences particulièrement problématiques.

---

22. Expression tirée de l'audition de Madame Colette Neuville par la Commission en date du 13 juillet 2021.
23. V. *supra*, Chapitre introductif, Section 3.
24. Les Échos, *Politique monétaire, Fed, taux d'intérêt : La Réserve et la Marquise*, 8 juin 2021.
25. Il convient toutefois de noter que la bulle SPAC demeure nettement moins importante que les sommes générées en capital investissement : les 700 milliards de dollars de liquidités disponibles pour les opérations de SPAC sont encore très loin des 2 000 milliards de dollars qui circulent en capital investissement.

En premier lieu, la recrudescence des SPAC généra une pression extrêmement forte sur les fondateurs lors du choix des sociétés cibles. En effet, devant l'important développement des SPAC, rien n'assure que le marché dispose de suffisamment de cibles sérieuses et susceptibles d'absorber la demande. Les chiffres en témoignent. Parmi les SPAC qui ont été introduites en Bourse ou qui ont annoncé leur introduction en Bourse depuis 2017, 44 % étaient encore en recherche active d'une acquisition à l'automne 2020[26]. Aujourd'hui, plus de 420 SPAC sont encore à la recherche d'une cible[27]. Cette déconnexion entre l'offre et la demande incite donc les *sponsors* à déterminer et à clôturer leurs acquisitions extrêmement rapidement, parfois sans mener au préalable une *due diligence* suffisamment exhaustive des sociétés cibles. À la suite de l'acquisition, en 2019, du service de musique en *streaming Akazoo* par la SPAC Mo*dern Media Acquisition Corp.*, il a ainsi été révélé que l'ancien management de la société cible avait falsifié certains documents comptables[28]. De la même façon, après son entrée en Bourse *via* une SPAC en juin 2020, le constructeur de véhicules électriques et à hydrogène *Nikola* fait aujourd'hui l'objet d'une enquête pour fraude, la société étant notamment accusée d'avoir menti sur l'avancée de sa technologie et sur les performances de ses véhicules[29].

En deuxième lieu, le foisonnement de ces véhicules, associé au délai court dans lequel l'acquisition de la cible doit avoir lieu, génèrent de sérieux risques de conflits d'intérêts entre fondateurs et investisseurs. En effet, le succès d'une SPAC repose presque entièrement sur la capacité d'analyse des fondateurs, chargés de trouver une cible prometteuse dans un délai particulièrement restreint. En l'absence d'une telle acquisition, la SPAC est liquidée et les fondateurs perdent alors une part substantielle – voire la totalité – de leur capital investi, qui sert alors à régler les dépenses de fonctionnement de la société. À l'inverse, en cas d'acquisition rapide, les fondateurs pourront obtenir une plus-value significative, grâce au *promote* et à l'exercice de leurs *warrants*. À l'approche de l'expiration du délai dans lequel l'acquisition doit avoir lieu, les fondateurs peuvent donc avoir intérêt à réaliser une acquisition alors même qu'elle ne serait pas dans l'intérêt de la SPAC et de ses investisseurs. Le constat se vérifie en pratique. Certaines études économiques soulignent que les performances financières de ces sociétés sont meilleures en pré-acquisition qu'une fois l'acquisition réalisée. En effet, si le rendement de ces véhicules est généralement important avant la *de-SPAC*[30], il a toutefois été remarqué que les SPAC ayant réalisé une acquisition entre janvier 2019 et juin 2020 ont, en moyenne, perdu 12 % de leur valeur dans les six mois et 35 % de leur valeur dans les 12 mois suivant l'acquisition de la cible[31]. Les fondateurs peuvent

26. Duff & Phelps, *Market Report on Special Purpose Acquisition Companies*, Automne 2020.
27. https://spacanalytics.com/
28. PR Newswire, *Akazoo Special Committee Determines Former Akazoo Management and Associates Participated in Sophisticated Multi-Year Fraud*, 21 mai 2020.
29. Bloomberg, *SEC Examining Nikola Over Short Seller's Fraud allegations*, 14 sept. 2020.
30. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, « A Sober Look at SPACs », *ECGI Working Paper Series in Finance*, avr. 2021.
31. Bain & Company, *Global Private Equity Report 2021*, p. 61-62.

également être affectés par d'autres conflits d'intérêts susceptibles d'être liés aux activités qu'ils mènent en dehors de la SPAC. En raison de leur grande expertise dans le secteur de la cible, ils peuvent ainsi être tentés de saisir des opportunités dans ce même secteur au détriment de la société ou encore proposer une cible seulement en raison des liens économiques qu'ils entretiennent avec elle[32]. Afin de réduire ces conflits d'intérêts au niveau des *sponsors*, il est de plus en plus courant que des investisseurs négocient le droit d'avoir accès à une partie des actions de *promote* en contrepartie de leur apport et ce, alors même qu'ils conservent le droit de demander le remboursement de leurs actions au moment de la *de-SPAC*. De nouvelles zones de conflits d'intérêts apparaissent donc, cette fois du côté des investisseurs.

En dernier lieu, l'utilisation excessive de ce véhicule a pu persuader de l'existence d'un avantage sur le plan réglementaire. En effet, d'après certains, les SPAC bénéficieraient, en comparaison des offres au public traditionnelles, d'un régime de responsabilité allégée lors de la communication d'informations au marché[33]. Suivant cette analyse, les fondateurs bénéficieraient d'un *safe harbor prévu par le Private Securities Litigation Reform Act* lors de la diffusion de projections financières, ce qui permettrait de prévenir les risques de contentieux liés à la délivrance d'informations erronées. Cette croyance, largement remise en cause depuis lors, a pu entraîner l'utilisation opportuniste du mécanisme de SPAC dans certains cas et la diffusion d'informations trompeuses sur le marché[34]. Sur les 276 SPAC américaines ayant récemment annoncé leur *de-SPAC*, plus de 12 % voient aujourd'hui la responsabilité de leurs dirigeants engagée sur le terrain judiciaire[35].

B. Les réactions de la *SEC* et du marché

Devant la multiplication des comportements susceptibles de contrarier le bon fonctionnement du marché, la *Securities and Exchange Commission* (« *SEC* ») a entendu réagir. Dans deux communications d'avril 2021, la *SEC* s'est ainsi prononcée sur plusieurs thématiques relatives aux SPAC.

Dans un premier communiqué du 8 avril 2021, John Coates, *Acting director division of corporation finance*, a indiqué que la *SEC* resterait

---

32. Sur les conflits d'intérêts susceptibles de se présenter dans le cadre des SPAC, voir également : AMF, SPAC : *Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en Bourse*, juill. 2021, p. 8.

33. J. COATES, *SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws*, 8 avr. 2021.

34. Depuis l'acquisition, en février dernier, du constructeur de voitures électriques *Lucid Motors* par la SPAC *Churchill Capital IV*, la valorisation de la société cible sur la base de projections financières a ainsi pu faire l'objet de critiques.

35. Woodruff Sawyer, *As Predicted : More SPACs Are Leading to More Litigation*, 22 juin 2021. L'action en justice récemment engagée contre la SPAC Pershing Square Tontine Holdings de Bill Ackman en témoigne. Dans cette affaire, un actionnaire dissident a saisi le tribunal fédéral de New York afin d'obtenir la requalification de la SPAC en société d'investissement. Si une telle qualification venait à être retenue, la SPAC serait alors soumise au respect de l'Investment Company Act de 1940, qui impose aux fondateurs des SPAC de divulguer plus d'informations au marché et qui limite les honoraires susceptibles de leur être versés (Les Échos, *Un procès met la SPAC de Bill Ackman en péril*, 21 août 2021).

extrêmement vigilante quant aux projections financières émises et aux communications faites dans le cadre des opérations de *de-SPAC*[36]. Redoutant que la SPAC soit utilisée comme un moyen d'entrer en Bourse en contournant les règles élémentaires d'information du marché, le communiqué a d'abord fait remarquer que toute fausse déclaration ou omission importante dans des déclarations financières était susceptible d'engager la responsabilité de ses auteurs. Le débat autour du *safe harbor*, dont bénéficieraient les opérations de *de-SPAC* en matière de projections financières, à l'inverse des opérations d'introduction en Bourse traditionnelles, a ensuite fait l'objet d'une analyse détaillée. La conclusion à laquelle aboutit John Coates est pour le moins dissuasive : le prétendu avantage attaché à la SPAC sur le terrain des projections financières serait, « *au mieux, incertain* »[37].

L'objectif ainsi recherché par la *SEC* est clair : le communiqué entend souligner que les excès liés aux SPAC ne sauraient rester impunis. Les récentes actions entreprises par l'autorité démontrent d'ailleurs qu'elle n'hésite plus à saisir les tribunaux pour obtenir la condamnation de fondateurs de SPAC ou de dirigeants de sociétés cibles qui délivreraient des informations trompeuses[38]. Le communiqué rappelle, en outre, que rien ne justifie qu'une différence majeure s'installe entre les informations données au marché dans le cadre d'une introduction en Bourse traditionnelle et celles délivrées dans le cadre de la *de-SPAC*. Allant dans le même sens, l'*Investor Advisory Committee* de la *SEC* a également recommandé à l'autorité de marché de réglementer plus intensément les SPAC en mettant davantage l'accent sur les règles du *Securities Exchange Act* de 1934 qui régissent la divulgation d'informations[39].

Moins d'une semaine après le premier communiqué de la SEC, un second fut publié le 12 avril[40]. Consacré au traitement comptable des *warrants* émis dans le cadre des SPAC, la *SEC* y a relevé deux types de stipulations courantes dans les contrats de w*arrants* qui empêcheraient, selon elle, de satisfaire aux critères de la norme comptable ASC 815-40. En conséquence, ces *warrants* ne devraient pas pouvoir être comptabilisés comme des capitaux propres. Suivant cette position, et alors même que la quasi-totalité des *warrants* émis par les SPAC sont aujourd'hui traités comme capitaux propres, ceux-ci devraient, à l'avenir, être comptabilisés comme de la dette. Si cette modification est plus formelle que substantielle et qu'elle n'aboutit pas à modifier les traits

36. J. COATES, *SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws*, 8 avr. 2021.
37. J. COATES, *SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws : « Despite all of this, it may still be thought that the PSLRA offers something for SPACs not available to conventional IPOs. But that, too, is uncertain at best ».*
38. SEC, *SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination*, 13 juill. 2021.
39. Investor Advisory Committee, *Recommendations of the Investor as Purchaser and Investor as Owner Subcommittees of the SEC regarding Special Purpose Acquisition Companies*, 9 sept. 2021 ; Cooley LLP, *SEC's Investor Advisory Committee to consider recommendations regarding SPACs*, 8 sept. 2021 ; Bloomberg, *Tougher SPAC Disclosure Rules Endorsed by SEC Advisory Group*, 9 sept. 2021.
40. J. COATES et P. MUNTER, *Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies*, 12 avr. 2021

caractéristiques des SPAC, elle présente néanmoins des conséquences pratiques importantes[41].

Ce communiqué aboutit d'abord à retarder le calendrier des opérations SPAC. En effet, les démarches associées à la correction de cette erreur comptable et au retraitement des états financiers antérieurs peuvent prendre un certain temps, d'autant qu'elle concerne la quasi-totalité des SPAC qui évoluent actuellement sur le marché américain. La communication rend *de facto* nécessaire la réévaluation des *warrants* et offre alors aux véhicules concernés une alternative : modifier les caractéristiques de ces *warrants* pour pouvoir les comptabiliser comme des capitaux propres ou, à défaut, obtenir une évaluation de la valeur de la dette représentée par les *warrants* – une telle évaluation par un cabinet d'audit étant susceptible de prendre du temps en raison de la complexité de ces instruments[42].

En outre, et tant que l'erreur comptable n'aura pas été modifiée, la position aboutit à suspendre certaines déclarations financières effectuées par les SPAC, ce qui pose des difficultés aussi bien avant l'opération de *de-SPAC* que postérieurement à celle-ci. Le communiqué a ainsi un impact direct sur la liquidité des titres détenus par les investisseurs. En effet, le retard dans l'exécution des opérations, combiné à la diminution du *ratio* capital-dette qui constitue un des critères de jugement pour évaluer la rentabilité d'une société, ternissent directement l'image de ces sociétés.

Ici, encore, il est possible de deviner l'intention de l'autorité américaine : le communiqué révèle la volonté d'encadrer le marché et de percer la bulle SPAC avant qu'elle ne prenne trop d'ampleur[43]. L'objectif semble atteint puisqu'on observe, depuis lors, un coup d'arrêt des SPAC sur le marché américain. Entre le 2 avril et le 30 avril, seuls 14 de ces véhicules ont été introduits en Bourse, contre près d'une centaine au mois de mars[44].

Les acteurs du marché ont également réagi à ces prises de position en développant de nouvelles pratiques plus vertueuses, qui s'efforcent d'aboutir à un plus grand équilibre entre les intérêts des fondateurs et des investisseurs. On constate ainsi que la période d'inaliénabilité des actions de *promote* des fondateurs a augmenté, ce qui assure que le *sponsor* ne poursuit pas qu'un intérêt spéculatif lors de la *de-SPAC*, mais bien une vision à moyen/long terme qui coïncidera avec celle des investisseurs. De même, la part du *promote*, généralement égale à 20 % du capital de la SPAC, a tendance à diminuer, ce qui permet aux investisseurs de détenir

---

41. Davis Polk, *SEC Statement on Accounting Treatment of Warrants in SPAC Transactions Will Have Significant Near-Term Impact on Capital Markets*, 14 avr. 2021 ; Kirkland & Ellis, A SPAC Curveball, 15 avr. 2021 ; Pillsbury, *SPAC FAQs : SEC Staff Statement on Accounting Issues for SPAC Warrants*, 26 avr. 2021.

42. Kirkland & Ellis, *A SPAC Curveball, préc.*, p. 10.

43. R. FREEDMAN, « SPAC warrants as liability called an expensive change », CFO Dive, 19 avril 2021, p. 36 ; D. HARTY et G. DHOKALIA, « Accounting issue opens 'Pandora's box' of possible SPAC financial statements », S&P Global Markets, 3 mai 2021, p. 41.

44. S&P Global Market Intelligence, *RIP SPACs July 2020 April 2021*, 26 avr. 2021.

un pourcentage de capital plus important, rééquilibrant ainsi les gains entre fondateurs et investisseurs. En outre, la pratique dite du *staggered promote* tend à se développer. Afin d'assurer un meilleur équilibre des intérêts en présence, cette structure de rémunération en escalier permet, en lieu et place de la rémunération intégrale du *sponsor* par la conversion de son *promote* en actions ordinaires cotées au moment de la *de-SPAC*, de conditionner en partie cette conversion à la performance de la cible après l'acquisition. On constate également que de plus en plus de SPAC conditionnent l'opération de *de-SPAC* à un vote de l'assemblée générale des actionnaires afin de ne plus laisser les dirigeants seuls maîtres de la décision. Enfin, de nouvelles variantes du véhicule standard apparaissent, à l'instar des *SPARC*[45].

§2. L'expérience européenne et asiatique

Malgré les risques révélés aux États-Unis, de nombreuses places financières ont jugé opportun de modifier leur cadre réglementaire afin de mieux réceptionner le véhicule que constitue la SPAC. Estimant que ces sociétés n'étaient pas porteuses de risques dirimants, certaines places européennes (A) et asiatiques (B) ont adopté, ou projettent d'adopter, une réglementation adaptée.

A. La réaction des pays européens

Les deux principales réactions au niveau européen émanent des pays du nord, qui ont modifié les règles du marché *NASDAQ Nordic* (i), et du Royaume-Uni, qui a introduit des aménagements afin d'offrir un meilleur accueil aux SPAC (ii).

i) Révision des règles du NASDAQ Nordic

Le 1er février 2021, le *NASDAQ Nordic*[46] a intégré à son *Main Market Rulebook for Issuers of Shares* des dispositions spécifiques applicables à l'admission aux négociations des SPAC[47]. Pour l'essentiel, le dispositif vise à traduire le modèle américain de la SPAC au sein des règles du marché nordique. Ce faisant, les dispositions encadrent l'ensemble du cycle de vie de la SPAC, de son introduction en Bourse jusqu'à la réalisation de la *de-SPAC*.

S'agissant de l'introduction en Bourse, la nouvelle réglementation exempte logiquement les SPAC de l'obligation de disposer d'états financiers portant sur leurs trois dernières années d'exercice[48]. En contrepartie, elle impose à toute SPAC l'obligation de placer au moins 90 % des fonds levés à l'occasion de l'introduction en Bourse sur un compte de séquestre[49].

---

45. V. *supra* p. 11.

46. Le *NASDAQ Nordic* regroupe *NASDAQ Copenhague, NASDAQ Helsinki, NASDAQ Islande et NASDAQ Stockholm.*

47. NASDAQ, *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*, févr 2021.

48. Art. 2.18.1 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.*

49. Art. 2.18.2 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.*

Concernant la recherche et l'acquisition de sociétés cibles, la réglementation de marché instaure une taille minimale de l'entreprise cible à acquérir, à savoir 80 % du montant des fonds consignés, et limite la période de recherche de la cible à un délai de 36 mois à compter de l'introduction en Bourse de la SPAC[50].

Enfin, s'agissant de la validation du choix de l'entreprise, les règles de marché instaurent une double exigence d'approbation de l'opération, à la fois par la majorité des administrateurs indépendants de la SPAC et par la majorité des actionnaires[51]. Elles prévoient également qu'une fois l'acquisition approuvée, tout investisseur, qu'il ait ou non voté contre le projet d'acquisition, pourra obtenir le rachat de ses titres[52].

Ces nouvelles dispositions sont entrées en vigueur le 1er février pour le *NASDAQ Stockholm,* le 1er mars pour le *NASDAQ Helsinki*, le 12 avril pour le *NASDAQ Copenhague* et le 1er juin pour le *NASDAQ Islande*.

(ii) Recommandations et conséquences de la Hill Review au Royaume-Uni

Le 3 mars 2021, un rapport établi par un groupe de travail présidé par Jonathan Hill a été remis au ministre des Finances britannique[53]. Ce rapport préconise de modifier différentes règles de cotation au Royaume-Uni, dont certaines qui concernent directement la pratique des SPAC.

Afin d'assouplir la réglementation actuelle, le rapport recommande de supprimer la règle britannique selon laquelle la cotation des actions de la SPAC doit être suspendue dès l'annonce de l'opération de *de-SPAC*[54]. Il recommande, en outre, que le régime du prospectus, obligatoire lors de l'introduction en Bourse de la SPAC, soit repensé afin d'alléger les contraintes qui en découlent[55]. Il invite enfin à faciliter la communication des projections financières, en allégeant le régime de responsabilité des émetteurs et de leurs dirigeants[56].

Pour assurer une protection des investisseurs dans le contexte particulier d'une SPAC, le rapport recommande que la *Financial Conduct Authority* (« *FCA* ») réfléchisse à des règles relatives aux informations qui doivent être communiquées par la société au moment de l'annonce d'une opération de *de-SPAC*, au droit de vote des actionnaires pour la validation du choix de la cible, au droit de rachat des investisseurs de SPAC avant la réalisation d'une opération ; et, le cas échéant, à la taille des SPAC en deçà de laquelle la présomption de suspension du cours devrait continuer à s'appliquer[57].

---

50. Art. 2.18.3 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*.
51. Art. 2.18.4 et 2.18.5 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*.
52. Art. 2.18.7 Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.
53. *UK Listing Review*, 3 mars 2021.
54. *UK Listing Review*, p. 28-31.
55. *UK Listing Review*, p. 32-36.
56. *UK Listing Review*, p. 38-40.
57. *UK Listing Review*, p. 31.

En lien avec ce rapport, la *FCA* a donc lancé, en avril dernier, une consultation relative à la présomption de suspension du cours des SPAC lors de l'annonce d'une opération *de-SPAC*[58]. À la suite de cette consultation, clôturée le 28 mai 2021, la *FCA* a publié un « *Policy statement* » comprenant les nouvelles règles adoptées en la matière[59]. Les changements effectués visent à offrir une voie d'accès alternative au marché pour les véhicules démontrant des niveaux plus élevés de protection. Sous réserve, pour une SPAC, de remplir certaines caractéristiques garantissant un certain niveau de protection et de transparence pour les investisseurs, le nouveau cadre réglementaire propose ainsi de supprimer la présomption de suspension du cours au moment de l'annonce de l'acquisition potentielle d'une cible. Ce faisant, et si l'objectif est avant tout de garantir une meilleure protection des investisseurs, les changements retenus visent surtout à faire de la Bourse de Londres un lieu de cotation plus attractif pour les SPAC, particulièrement dans le contexte du *Brexit*.

Les conditions à remplir pour voir la présomption de suspension supprimée reviennent à imposer la constitution d'une SPAC proche du modèle américain. Pour bénéficier de ce régime de faveur, la *FCA* exige ainsi :

- la levée d'un minimum de 200 millions de livres lors de l'introduction en Bourse du véhicule[60] ;
- la consignation des fonds levés afin de réserver leur utilisation à des fins spécifiques (rachat d'actions, rachat d'une cible, remboursement en cas de liquidation anticipée)[61] ;
- la fixation d'un délai limité pour trouver et acquérir une cible. Ce délai, fixé à 24 mois suivant l'admission à la cote de la SPAC, pourra néanmoins être prolongé de 12 mois avec l'approbation des actionnaires[62] ;
- le nécessaire vote du conseil d'administration et de l'assemblée générale des actionnaires avant de réaliser la *de-SPAC*. Les règles de cotation exigent, par ailleurs, que certaines personnalités, tels les *sponsors*, soient exclues du vote et qu'une déclaration soit publiée en cas de potentiel conflit d'intérêts entre un administrateur, la cible, ou ses filiales[63] ;
- l'existence d'une option de rachat permettant aux investisseurs de sortir de la société avant la réalisation effective d'une acquisition[64] ; et

58. FCA, *Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules*, Consultation Paper, CP21/10, avril 2021.
59. FCA, *Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules*, Policy Statement, PS21/10, juill. 2021.
60. Art. 5.6.18A (1) of the Listing Rules sourcebook.
61. Art. 5.6.18A (2) of the Listing Rules sourcebook.
62. Art. 5.6.18A (3) of the Listing Rules sourcebook.
63. Art. 5.6.18A (4), (5) et (6) of the Listing Rules sourcebook.
64. Art. 5.6.18A (7) of the Listing Rules sourcebook.

- la diffusion aux investisseurs d'informations suffisantes sur les conditions et les risques clés de la SPAC, et ce, dès l'introduction en Bourse du véhicule[65] jusqu'à la *de-SPAC*[66].

Les modifications des règles de cotation issues du *Policy statement* ont pris effet le 10 août 2021.

B. La réaction des pays asiatiques

Pionnière en la matière, la *Security Commission Malaysia* a adapté très tôt sa réglementation afin de prendre en compte la particularité des SPAC **(i)**. Suivant le même modèle, la *Singapore Exchange* a lancé une consultation publique afin de soumettre aux acteurs du marché une proposition de cadre réglementaire pour les SPAC. Cette consultation a abouti, le 3 septembre 2021, à l'introduction de nouvelles règles de marché relatives aux SPAC **(ii)**.

(i) Equity Guidelines de la Security Commission Malaysia

Précurseur, le cadre de cotation des SPAC en Malaisie a été introduit au sein d'une série de directives publiées par la *Security Commission* le 8 mai 2009 et entrées en vigueur le 3 août 2009. Complétée depuis lors, la réglementation malaisienne relative à la SPAC est aujourd'hui extrêmement détaillée[67]. Elle régit, sur près d'une douzaine de pages, l'ensemble du cycle de vie de la SPAC.

Suivant cette réglementation, une SPAC doit lever un minimum de 150 millions de *ringgits*[68] au moment de sa cotation[69], et déposer en fiducie au moins 90 % des fonds levés[70]. Au surplus, la SPAC doit démontrer que son équipe dirigeante détient une certaine expertise dans le secteur d'activité des sociétés cibles éventuelles[71]. Afin d'aligner au mieux les intérêts des investisseurs et des fondateurs, les règles de marché imposent à ces derniers un investissement minimum et fixent plusieurs périodes durant lesquelles leurs actions sont inaliénables[72].

S'agissant de l'opération d'acquisition de la cible, la *Security Commission* exige que le choix de la cible soit approuvé par 75 % des actionnaires, étant entendu que les fondateurs et l'équipe de direction de la SPAC ne sont pas autorisés à voter sur cette résolution[73]. Classiquement, la réglementation prévoit que tout actionnaire dissident bénéficie d'un droit de rachat de ses titres au moment de l'acquisition de la cible[74].

---

65. Art. 5.6.18A (8) of the Listing Rules sourcebook.
66. Art. 5.6.18D of the Listing Rules sourcebook.
67. Security Commission Malaysia, *Equity Guidelines*, Chapter 6, SC-GL/EG-2009 (R4-2020).
68. Soit environ 49 millions de dollars.
69. Art. 6.09 *Equity Guidelines*.
70. Art. 6.21 *Equity Guidelines*.
71. Art. 6.13 *Equity Guidelines*.
72. Art. 6.14 et s. *Equity Guidelines*.
73. Art. 6.39 et 6.40 *Equity Guidelines*.
74. Art. 6.25 *Equity Guidelines*.

Enfin, il est précisé que la *de-SPAC* doit être réalisée dans un délai maximum de 36 mois à compter de la date de l'introduction en Bourse[75] et que la cible doit avoir une valeur d'au moins 80 % du montant global des fonds mis en fiducie[76].

(ii) Modifications du Mainboard Rules du Singapore Exchange

Le 31 mars 2021, la Bourse de Singapour a publié une consultation visant à recueillir les commentaires du public sur une proposition de cadre de cotation pour les SPAC[77]. Cette consultation entendait créer un régime équilibré offrant la souplesse nécessaire à l'introduction en Bourse des SPAC tout en préservant les investisseurs contre certains risques inhérents à ce type de véhicule. Pour ce faire, l'avis du public était sollicité sur de nombreux aspects, qui allaient des règles d'admission sur le marché aux exigences en matière de *de-SPAC*. Clôturée le 28 avril, la consultation a abouti à l'édiction de nouvelles règles de marché entrées en vigueur le 3 septembre 2021.

Concernant les règles d'admission, la *Singapore Exchange* impose désormais aux SPAC une capitalisation boursière minimale de 150 millions de dollars singapouriens[78], un prix minimum d'introduction en Bourse de 5 dollars par action[79], et le séquestre d'au moins 90 % des fonds levés jusqu'à l'acquisition d'une cible[80]. Afin d'assurer un meilleur alignement des intérêts entre fondateurs et investisseurs, la réglementation limite également la quantité maximale de *promote* attribuée aux fondateurs[81] et leur impose de détenir une participation minimale en actions ordinaires en fonction de la capitalisation boursière de la SPAC[82]. Comme en droit malaisien, plusieurs périodes d'incessibilité des titres des fondateurs sont aussi édictées[83].

La nouvelle réglementation introduit également des règles qui viennent régir la période d'acquisition de la cible. Suivant celles-ci, la période de recherche d'une société cible ne saurait dépasser trois ans[84] et la taille de la cible être inférieure à 80 % des fonds levés[85]. En outre, l'acquisition se voit conditionnée à une double approbation de la majorité des administrateurs et actionnaires indépendants[86]. Enfin, l'opération de *de-SPAC* doit donner lieu à la rédaction d'un rapport sur le profil de la cible par un évaluateur indépendant, à la communication de certaines

---

75. Art. 6.02 et 6.35 *Equity Guidelines*.
76. Art. 6.34 *Equity Guidelines*.
77. Singapore Exchange, *Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies*, 31 mars 2021.
78. Art. 210 (11) (a) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
79. Art. 210 (11) (c) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
80. Art. 210 (11) (l) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
81. Art. 210 (11) (f) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
82. Art. 210 (11) (e) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
83. Art. 210 (11) (h) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
84. Art. 210 (11) (m) (i) (ii) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
85. Art. 210 (11) (m) (iii) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
86. Art. 210 (11) (m) (viii) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.

informations[87], et offrir à l'ensemble des actionnaires indépendants la faculté d'exercer leur droit de rétractation[88].

SECTION 1.
UNE OPPORTUNITÉ POUR LA PLACE FINANCIÈRE PARISIENNE

Loin des excès relevés sur le marché américain, l'accueil réservé aux SPAC au sein des pays européens et asiatiques révèle que ce véhicule, rapide à constituer et flexible, représente avant tout une opportunité pour les différentes places financières. Il ressort des auditions effectuées par la Commission que la situation n'est pas différente pour la France : le véhicule constitue à la fois une nouvelle classe d'actifs particulièrement intéressante pour les investisseurs (§1) et un outil d'introduction en Bourse novateur (§2).

§1. La SPAC, une nouvelle classe d'actifs

Les SPAC constituent une nouvelle catégorie d'actifs sur le marché financier.

Pour les investisseurs professionnels, le procédé offre la possibilité de prendre part à des opérations susceptibles de présenter une rentabilité élevée tout en limitant l'exposition au risque économique *via* le droit au rachat de leurs titres lors de l'opération de *de-SPAC*. Certains investisseurs tirent d'ailleurs pleinement parti des intérêts économiques du véhicule, jusqu'à peut-être en dévoyer le principe. Usant systématiquement de leur droit de rétractation afin d'obtenir le rachat de leurs actions, certains *hedge funds* ne conservent que leurs *warrants* et ne les exercent qu'en cas d'augmentation du cours de Bourse de la SPAC, ce qui leur permet, de fait, de n'être exposés qu'à la hausse[89].

Aussi, et comme le relève le Professeur Philippe Thomas, ce véhicule offre aux investisseurs la possibilité de réaliser un investissement indirect dans des titres non cotés en bénéficiant, à relativement court terme, de la liquidité d'un titre coté. Ce faisant, la situation apparaît « *nettement plus favorable* » qu'en matière d'investissement privé[90].

Ce nouvel actif n'est pas non plus dénué d'intérêt pour les épargnants plus modestes. Si les investisseurs particuliers n'ont, par principe, pas directement accès à ces titres, ils pourraient néanmoins en profiter indirectement par le biais de produits proposés par les organismes de placement collectif.

---

87. Art. 210 (11) (m) (v) (vi) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
88. Art. 210 (11) (m) (x) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.
89. Certaines SPAC entendent neutraliser ces pratiques en imposant aux investisseurs, en cas d'exercice de leur droit au rachat, de renoncer à leurs *warrants* qui seront alors répartis entre les investisseurs restants en suivant le mécanisme de la tontine. C'est le cas de la SPAC de Bill Ackman, *Pershing Square Tontine Holdings Ltd.*
90. Ph. THOMAS, « Bientôt des Special Purpose Acquisition Companies en France ? », *préc.*, n° 12.

§2. La SPAC, un nouveau moyen d'introduction en Bourse

La SPAC constitue également un nouvel outil intéressant en matière d'ingénierie financière. Le véhicule présente en effet des qualités intrinsèques et ne saurait être vu seulement comme un moyen de contourner la réglementation des introductions en Bourse, contrairement au rôle qu'il a parfois pu jouer dans la pratique américaine[91]. En France, si la pratique des SPAC se développe, c'est qu'elle répond à certaines attentes, notamment à un besoin spécifique du marché financier. Il ressort ainsi des auditions réalisées que la SPAC revêt des utilités distinctes de celles qui s'attachent au processus d'introduction en Bourse traditionnel.

Si le mécanisme permet d'abord de procéder à une cotation extrêmement rapide de la société cible, quasiment *clé en main*, la SPAC apparaît surtout comme un instrument de cotation plus approprié pour certaines sociétés, et ce, à double titre.

Premièrement, la pratique démontre que les introductions réalisées par le biais de ce véhicule présentent des taux de succès bien supérieurs aux introductions classiques. Parce que l'opération de *de-SPAC* est, le plus souvent, très avancée avant d'être rendue publique, le taux de réussite du projet d'ensemble se voit considérablement augmenté. Le mécanisme constitue donc une piste intéressante pour les sociétés dont le risque d'échec en cas d'introduction en Bourse traditionnelle est élevé, c'est-à-dire pour les sociétés en croissance, surtout dans le domaine des nouvelles technologies. En cela, les SPAC représentent « *un nouvel axe de développement des Bourses* »[92].

Au surplus, les fondateurs et leur expertise offrent aux cibles potentielles des interlocuteurs qualifiés pour échanger sur la dynamique de cotation et la valorisation des sociétés. La réalisation de *due diligence* avant l'éventuelle introduction en Bourse d'une cible assure une meilleure diffusion de l'information aux investisseurs, à la différence du modèle traditionnel d'introduction en Bourse, où ces derniers n'ont accès qu'à l'information publiée au sein du prospectus. Ces échanges et l'expertise des fondateurs permettent ainsi de dégager un prix fixe de valorisation avant la cotation effective de la société, alors même que pour une introduction traditionnelle, cette valorisation demeure incertaine jusqu'au jour de cotation. Ce dialogue stratégique rend le recours aux SPAC, en tant qu'instrument de cotation, plus approprié pour certaines sociétés, notamment dans les secteurs où il apparaît difficile d'anticiper la future valorisation d'une société.

Loin de n'être qu'un phénomène de bulle ou un moyen de contourner le cadre réglementaire des introductions en Bourse, la SPAC représente

---

91. V. *supra*, p. 15 et s.
92. AMF, SPAC : *Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en Bourse*, juill. 2021, p. 11.

donc une double opportunité pour la place de Paris. Pour l'investisseur, l'instrument est susceptible d'offrir une rentabilité importante, qui s'accompagne d'une exposition au risque limitée grâce au droit de rachat des titres. Pour les émetteurs, le véhicule fournit un nouvel outil d'introduction en Bourse qui, sans remplacer le modèle traditionnel, s'associe à lui afin de répondre à un besoin spécifique du marché et offrir un nouveau mode de financement à certaines sociétés[93].

SECTION 2.
UNE OPPORTUNITÉ POUR L'ENTREPRENARIAT FRANÇAIS

Au delà de son intérêt pour la place financière, la SPAC représente également une opportunité pour l'économie réelle. Atout précieux pour l'entreprenariat français, ce véhicule constitue aussi, selon la finalité qu'il poursuit, un moyen de financement pour l'entreprenariat français (§1) et un outil de croissance externe pour les sociétés cotées (§2).

§1. La SPAC financière, un moyen de financement pour les entreprises

Il fait peu de doute que la SPAC constitue un outil de développement de l'entrepreneuriat en France. Réel levier de financement, ce véhicule permet aux cibles d'accéder aux marchés financiers suivant un processus d'introduction en Bourse rapide et aussi de réunir des fonds pour, selon l'accord entre la SPAC et les actionnaires de la cible, les injecter au sein de la cible afin qu'elle dispose des liquidités nécessaires pour poursuivre sa croissance.

Se juxtaposant au capital investissement qui a, ces dernières années, permis à de nombreuses entreprises de se développer et d'atteindre une maturité suffisante, la SPAC offre à ces mêmes sociétés la possibilité de continuer à croître par le biais des marchés financiers. Ainsi, et pour ne prendre qu'un exemple français, les opérations réalisées par *Mediawan* au cours de ces trois dernières années ont permis de procéder à une soixantaine d'acquisitions d'entreprises et d'offrir, à chacune d'elles, une nouvelle surface financière et une expertise plus qualifiée[94].

Précieux moyen de financement, l'utilisation de SPAC cotées sur la Bourse de Paris participe également au maintien d'entreprises innovantes sur le sol français[95]. Dans le domaine des nouvelles technologies, le

---

93. Dans le même sens : A. RAMPBELL, S. KUPOR, « In Defense of the IPO, and How to Improve It », *Andreessen & Horowitz*, 28 août 2020 : *« An IPO, SPAC, or Direct Listing can each make sense in the right context for the right company, and each will hopefully improve. The handy rule of thumb is : if you need money, an IPO, for all its flaws, makes the most sense and is probably the best option ; if you don't, a Direct Listing may be preferable ; if you need money, speed, and certainty, a SPAC may be best ».*

94. MEDIAWAN, *Mediawan réalise avec succès l'acquisition initiale* de Groupe AB, 31 mars 2017 ; *Mediawan acquiert la majorité du capital de Palomar*, Communiqué de presse, 15 janv. 2019 ; *Mediawan finalise l'acquisition de Lagardère Studios*, Communiqué de presse, 2 nov. 2020 ; *Mediawan expands its presence in Spain and creates an ambitious Spanish production hub*, 10 nov. 2020.

95. La Tribune, *« La Bourse doit permettre aux innovations de rester dans une Europe souveraine »*, 9 avr. 2021.

sponsoring de SPAC par des investisseurs institutionnels, publics ou privés, permettrait ainsi aux entreprises technologiques de continuer à bénéficier de financements dont elles profitent depuis leur création. Cela éviterait aussi leur fuite sur le marché américain[96].

§2. La SPAC industrielle, un moyen de croissance externe pour les sociétés cotées

Si la SPAC industrielle, aussi appelée SPAC *corporate*, n'est pas une figure nouvelle, elle reste encore peu répandue sur la scène financière. On en décompte actuellement une dizaine aux États-Unis et une seule en Europe. Contrairement à la figure traditionnelle de la SPAC, l'objectif de ce véhicule n'est pas uniquement financier. Il relève plus largement d'un projet entrepreneurial.

Dans la plupart des hypothèses, une société cotée est à l'initiative de cette structure. En créant ce véhicule, ces sociétés ont pour but de lever des fonds, afin d'investir dans un secteur connexe à leur activité principale. Contrairement au processus traditionnel d'introduction en Bourse, qui peut s'étendre sur plusieurs mois, la création de SPAC ne prend que quelques semaines. Cela offre ainsi aux sociétés *sponsors* un moyen de lever rapidement des fonds afin d'acquérir des participations au sein de sociétés avec lesquelles des partenariats commerciaux pourront être mis en place.

Utile, le procédé peut permettre aux sociétés cotées de réaliser des opérations de croissance externe ou des investissements minoritaires afin de créer un nouvel écosystème sans que leurs actionnaires ne puissent leur reprocher l'utilisation de fonds propres ou la dilution de son cœur de métier.

Aux États-Unis, par exemple, le *Simon Property Group* (« *SPG* »), leader de l'immobilier commercial, a lancé une SPAC en février 2021[97]. Unique fondateur, *SPG* entend utiliser ce nouveau véhicule afin de réaliser plusieurs acquisitions dans des secteurs connexes à son activité, et ce, dans des domaines variés : bien-être, santé, éducation, hôtellerie, ou encore restauration.

Côté français, la SPAC sponsorisée par *Accor*, *Accor Acquisition Company*, a connu son premier jour de cotation le 1er juin dernier[98]. Première SPAC industrielle cotée sur Euronext Paris, elle offre à *Accor* la possibilité d'investir dans des sociétés au-delà du seul secteur de l'hôtellerie, et ce, sans exploiter directement la trésorerie du groupe à cette fin. *Via* ce véhicule, *Accor* entend tisser des liens stratégiques dans des secteurs connexes à son cœur de métier, tels que la restauration, les lieux de

96. Les Échos, *Ces startups françaises qui transfèrent leur siège social aux États-Unis*, 17 oct. 2019.
97. Nasdaq, *Real estate firm's SPAC Simon Property Group Acquisition prices $300 millions IPO*, 19 févr. 2021.
98. Euronext, *Accor Acquisition Company s'introduit en Bourse sur Euronext Paris*, 1er juin 2021.

travail, le bien-être, le divertissement, l'événementiel ou les technologies liées à l'hôtellerie[99].

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

La pratique des SPAC gagne peu à peu le marché français sans que l'on observe, à ce stade, les excès qui ont pu être relevés sur le marché américain. Ce développement peut constituer une opportunité pour l'entrepreneuriat français et pour la place financière. Nouvel instrument d'introduction en Bourse, nouveau mode de financement et de croissance externe pour les entreprises et nouvelle classe d'actifs pour les investisseurs, la SPAC a sa place sur le marché parisien, d'autant que le cadre juridique français se révèle en mesure d'accueillir ce nouveau type de véhicule.

99. Accor Acquisition Company, *Communiqué de presse*, 28 mai 2021.

CHAPITRE 2

LA RÉCEPTION DES SPAC EN DROIT FRANÇAIS

À l'inverse de certains pays étrangers, qui se sont dotés d'une réglementation propre aux SPAC, la France n'a pas édicté de *corpus* de règles spécifiques à ce véhicule. Souple, le cadre juridique français permet néanmoins d'accueillir les SPAC, comme en témoigne l'existence de plusieurs de ces véhicules sur le marché français. L'Autorité des marchés financiers (« AMF ») a ainsi souligné, à l'occasion de son communiqué de presse du 15 avril dernier, que « *le cadre juridique et les exigences réglementaires en vigueur en France permettent d'accueillir la cotation des SPAC à Paris tout en offrant une protection appropriée aux investisseurs* »[100].

Le cadre juridique national offre, en effet, de nombreux outils pouvant être utilisés pour accueillir, sur le sol français, le modèle traditionnel de la SPAC. Qu'il s'agisse du séquestre des fonds, de la création de *units* ou encore du droit de rétractation ouvert aux investisseurs, un examen détaillé du droit positif révèle qu'aucun obstacle dirimant n'existe à la création d'une SPAC conforme à la structure retenue sur le marché américain. Plus encore, le cadre juridique français offre une certaine flexibilité, utile pour anticiper les évolutions à venir.

Partant, si le bassin des SPAC est aujourd'hui plus important à Amsterdam qu'à Paris, cela s'explique moins par des considérations purement juridiques que psychologiques. Afin d'en témoigner, les développements du présent chapitre reprendront le cycle de vie de cette société, de sa constitution **(Section 1.)** à son fonctionnement avant acquisition de la cible **(Section 2.)**, jusqu'à la réalisation de la *de-SPAC* **(Section 3.)**. L'observation vaut également sur le terrain fiscal **(Section 4.)**.

SECTION 1.
LA CONSTITUTION DE LA SPAC

Une SPAC ayant dès l'origine vocation à être cotée sur un marché financier, seule une forme sociale compatible avec la cote peut être retenue **(§1)**. Une fois celle-ci déterminée, l'introduction en Bourse de la société donnera lieu à une levée de fonds et à l'émission de titres financiers **(§2)**.

§1. La forme sociale

Dans les limites de la réglementation applicable, le choix de la forme sociale de la SPAC est libre[101]. En pratique, c'est la société anonyme (« *SA* ») qui constitue aujourd'hui la forme sociale d'accueil des SPAC la plus usitée. Si cette entité ne permet pas d'instituer une société à

100. AMF, *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs*, 15 avr. 2021

101. Une SPAC doit nécessairement revêtir une forme sociale compatible avec la cote et s'insérer dans le cadre posé par le droit européen. Sur ce dernier point, il serait bon que les autorités européennes tirent parti de l'actuelle révision de la directive *AIFM* pour trancher l'éventuelle application de ce texte aux SPAC (*contra* l'application de la directive à ce type de société, v. S. SABATIER et A. MAUDUIT-RIDDE, « SPAC : les clés d'une opération réussie », *Fusions & acquisitions Magazine*, 2021 p. 6 et s.).

capital variable, elle offre la possibilité d'émettre différentes catégories d'actions, dont des actions de préférence rachetables qui permettent à leur titulaire, lorsqu'un événement statutairement prévu se réalise, de demander le rachat de leurs titres à un prix prédéterminé. Ce faisant, le procédé permet, selon certains auteurs, une « *réplication presque parfaite* » de la SPAC américaine en droit français[102]. Cela explique que, sur les six SPAC françaises jusqu'alors créées, toutes l'aient été sous la forme d'une SA, la première ayant opté pour une structure dualiste à directoire et conseil de surveillance[103] et les cinq autres pour une structure moniste à conseil d'administration[104].

La *SA* n'est, toutefois, pas la seule structure théoriquement envisageable pour constituer une SPAC. En effet, et bien qu'à ce jour, aucune SPAC de droit français n'ait encore opté pour la forme sociale de société en commandite par actions (« *SCA* »), celle-ci est loin d'être dénuée d'intérêt[105]. Recourir à une *SCA* permettrait de constituer une SPAC à capital variable[106], ce qui faciliterait les opérations sur capital. Cela offrirait également aux investisseurs un droit de retrait déjà organisé par le Code de commerce[107]. Enfin, cette forme procurerait une certaine protection contre d'éventuelles offres publiques non sollicitées[108]. Ce type de société permet en effet de distinguer le pouvoir politique, aux mains des associés commandités, de la détention du capital, aux mains des associés commanditaires. Elle permettrait donc aux *sponsors*, associés commandités, de préserver une équipe de direction stable et efficace. Malgré ces avantages, cette forme sociale diffère du modèle traditionnel de SPAC et demeure largement méconnue des investisseurs étrangers. Cela explique l'actuel succès de la société anonyme, systématiquement choisie par les fondateurs de SPAC créées sur le sol français.

Enfin, recourir à la société européenne (« *SE* ») pour constituer une SPAC offrirait un double avantage aux fondateurs. Régie par les articles L. 229-1 et s. du Code de commerce et par le règlement européen du 8 octobre 2001[109], cette société permet à la fois de bénéficier de la souplesse du modèle de la société anonyme[110], et de faciliter le transfert du siège de la SPAC lors du dénouement de l'opération d'acquisition de la cible, et ce, sans que ce transfert ne donne lieu ni à dissolution ni à création d'une personne morale nouvelle[111]. Malheureusement, la *SE* ne peut pas être constituée *ex nihilo* et doit nécessairement résulter d'une fusion[112], de

---

102. S. LAMBERT, « L'acclimatation des SPAC en France », *Bull. Joly Société*, déc. 2011, p. 1033 et s., *spéc.* p. 1035.

103. La société *Mediawan*, dont les actions ne sont désormais plus cotées, a effectivement été constituée sous la forme d'une SA à directoire et conseil de surveillance.

104. Tel est le cas des sociétés *2MX Organic, Accor Acquisition Company, Transition*, Dee Tech et I2PO.

105. L. FAUGÉROLAS, C. CARDON, « Les SPAC bientôt cotées en France ? », *Bull. Joly Bourse* juin 2011, p. 396 et s., spéc. n° 19-20.

106. Confirmant la faculté de créer une SCA à capital variable : M.-H. MONSIÉRÉ BON, « Capital variable », *Rép. Soc. Dalloz*, déc. 2010, n° 104 et s.

107. Art. L. 231-6 C. Com.

108. A. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5e éd, Francis Lefebvre, 2014, n° 651 et s.

109. Règl. (CE) n° 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne (SE).

110. Art. L. 229-1 al. 2 C. Com.

111. Art. 8 règl. n° 2157/2001 *préc.* Pour une analyse du dispositif de transfert du siège de la *SE*, voir : M. MENJUCQ, « Régime de la société européenne », *Rép. Société Dalloz*, janv. 2019, n° 78 et s.

112. Art. 2 §1 règl. n° 2157/2001 *préc.*

la création d'une société holding de groupe[113], de la constitution d'une filiale européenne[114] ou de la transformation d'une société anonyme, à condition que cette société ait eu, pendant au moins 2 ans, une filiale dans un autre pays de l'espace économique européen[115]. En pratique, cette forme sociale est donc exclue pour la création d'une SPAC qui, par définition, n'exerce aucune activité opérationnelle avant son introduction en Bourse. Pour remédier à cette situation inopportune, il pourrait être envisagé d'assouplir les conditions de constitution de la *SE* afin d'offrir à l'ensemble des SPAC européennes la possibilité de recourir à une forme sociale commune.

§2. La levée de fonds

Une fois la forme sociale déterminée, les modalités de cotation du véhicule doivent être envisagées. Comme toute introduction en Bourse, la cotation d'une SPAC sur le marché nécessite l'émission d'un prospectus (A). En outre, la levée de fonds invite à distinguer la situation des fondateurs (B) de celles des investisseurs (C).

A. Le prospectus

L'introduction en Bourse d'une SPAC et le placement des titres émis à cette occasion obéissent, dans l'ensemble, aux mêmes règles qu'une opération d'introduction en Bourse traditionnelle. Le placement peut ainsi avoir lieu tant auprès d'investisseurs institutionnels que de particuliers[116]. Partant, conformément au règlement européen du 14 juin 2017[117] (le « Règlement Prospectus »), l'introduction d'une SPAC sur un marché réglementé nécessitera la rédaction d'un prospectus[118].

Pour être approuvé, le prospectus doit contenir les informations prévues par le Règlement Prospectus et précisées par les règles Euronext. Or, certaines des informations requises semblent, à première vue, difficilement conciliables avec la nature de la SPAC. En effet, une SPAC n'exerce, au départ, aucune activité opérationnelle et n'existe généralement que depuis quelques mois lorsque la demande de cotation est effectuée. Il semble, dès lors, malaisé d'exiger des fondateurs qu'ils fournissent des états financiers annuels pour les trois exercices précédant la demande d'admission à la cote, et qu'ils l'accompagnent d'une description détaillée de l'activité de la société[119].

---

113. Art. 2 §2 règl. n° 2157/2001 *préc.*
114. Art. 2 §3 règl. n° 2157/2001 *préc.*
115. Art. 2 §4 règl. n° 2157/2001 *préc.*
116. Sur ce point, *v. infra* p. 39-40.
117. Règl. UE n° 2017/1129 du 14 juin 2017 *concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.*
118. Un document d'information serait toutefois suffisant en cas d'offre sur un marché non réglementé.
119. Art. 6302/1 Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées.

L'obstacle n'est pourtant qu'apparent. Conformément à l'article 18 §2 du Règlement Prospectus, qui permet de déroger à ces mentions informatives « *sous réserve de la communication d'une information adéquate aux investisseurs* », l'article 6302/2 des règles harmonisées Euronext permet de passer outre ces informations si l'activité de l'émetteur le justifie. De la même façon, le Code de commerce admet la constitution d'une société par le biais d'une offre au public, alors même qu'une telle société sera, par définition, incapable de fournir des documents relatant ses trois derniers exercices financiers[120]. Souple, le cadre juridique français permet donc d'introduire en Bourse une SPAC.

En contrepartie de cette souplesse, qui tient compte des spécificités propres aux SPAC, l'AMF exige néanmoins que l'information délivrée aux investisseurs dans le cadre du prospectus soit la plus complète et compréhensible possible[121]. La lecture des prospectus émis lors de l'introduction en Bourse de SPAC sur le sol français le confirme : un soin particulier est apporté aux données relatives au secteur d'activité des sociétés cibles potentielles, aux problématiques inhérentes à ce type de véhicule et à la gestion des conflits d'intérêts susceptibles de se présenter.

Dans son *Public Statement* du 15 juillet dernier, l'Autorité européenne des marchés financiers (« *AEMF* ») est d'ailleurs venue préciser les différentes informations sur lesquelles les autorités nationales doivent concentrer leur examen[122]. Afin d'assurer la protection des investisseurs et promouvoir une action coordonnée des autorités nationales, l'*AEMF* invite ainsi les autorités à vérifier que les prospectus de SPAC mentionnent : le fonctionnement général du véhicule, sa gouvernance, la stratégie et les objectifs poursuivis, les modalités de consignation des fonds levés, l'expérience de l'équipe de direction, l'identité des actionnaires majoritaires, les risques encourus par les investisseurs notamment en termes de conflits d'intérêts, la nature et les droits attachés aux titres financiers délivrés, les modalités de réalisation de la *de-SPAC* (organe compétent, informations délivrées, mode de financement), ainsi que toute information supplémentaire que les autorités compétentes pourraient juger nécessaire[123].

Ce faisant, et bien que certains aménagements soient encore envisageables, les règles entourant l'émission du prospectus illustrent la souplesse actuelle de la réglementation, qui permet la cotation d'une SPAC tout en offrant une réelle protection aux futurs investisseurs[124].

---

120. Art. L. 225-2 et s. C. com.

121. AMF, *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs, préc.*

122. AEMF, *SPAC : prospectus disclosure and investor protection considerations*, 15 juill. 2021.

123. *Ibid.*

124. Dans le même sens : J. GRANOTIER, « Les SPAC : des véhicules d'investissements qui ont la cote (mais jusqu'à quand ?) », *Dr. Sociétés* n° 7, juill. 2021, repère 7.

B. Les investisseurs

Suivant le modèle américain, lors de l'introduction en Bourse d'une SPAC, les investisseurs acquièrent des *units*, chacune composée d'une action et d'une fraction d'un instrument appelé *warrant*. Ce mécanisme, qui constitue un des traits caractéristiques de la SPAC, est transposable en droit français. Pour parvenir au même résultat, il convient de procéder à l'émission d'actions de préférence stipulées rachetables[125] et de les accompagner de bons de souscription d'actions qui permettront aux investisseurs d'acquérir ultérieurement des actions à un prix prédéterminé[126].

Outre la nature des titres financiers attribués aux investisseurs au moment de l'introduction en Bourse, l'entrée de la SPAC sur le marché interroge également sur le compartiment de cotation adéquat pour la négociation des titres. Si les titres de SPAC sont théoriquement accessibles à tout type d'investisseur, les risques liés à cet instrument[127], bien qu'ils ne soient pas dirimants, invitent néanmoins à réserver ces actifs aux seuls investisseurs professionnels, du moins avant que l'opération de *de-SPAC* ne soit réalisée. Sur ce point, l'ensemble des personnes auditionnées rejoignent la position exprimée par l'AMF en avril dernier[128], selon laquelle les SPAC devraient être réservées au compartiment professionnel d'Euronext Paris. En raison du risque financier attaché à ce type de structure d'investissement, il apparaît en effet souhaitable de réserver les titres de la SPAC aux seuls investisseurs qualifiés, tels que définis à l'article L. 411-212 du Code monétaire et financier.

Ici, encore, force est de constater que le cadre français offre la souplesse nécessaire à l'incorporation de la SPAC et la correcte protection des intérêts des investisseurs. Créé en décembre 2007, le compartiment professionnel du marché réglementé d'Euronext permet, en effet, d'admettre des titres financiers à la cotation sans les offrir au public pour autant[129]. Réservée aux investisseurs qualifiés, la négociation des titres admis sur le compartiment professionnel n'est ouverte aux autres investisseurs qu'à condition qu'ils aient été dûment informés des caractéristiques de ce compartiment par leur prestataire de services d'investissement[130].

Recourir au compartiment professionnel n'est pas sans avantages. Outre que le procédé ouvre le droit d'établir le prospectus dans une autre langue que le français[131], il permet également de limiter l'accès à la

---

125. Art. 228-11 et 228-12 III C. com.

126. Art. 228-91 et s. C. com.

127. Ces risques sont liés à la structure complexe de la SPAC, aux conflits d'intérêts potentiels et à la difficile valorisation de la cible.

128. AMF, Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs, 15 avr. 2021.

129. Art. 516-18 RG AMF.

130. Art 516-19 RG AMF.

SPAC à un cercle restreint d'investisseurs en retenant un ticket d'entrée élevé, qui témoignera de l'intérêt des investisseurs. Évidemment, une fois la *de-SPAC* réalisée et la fusion avec la cible opérée, il demeurera parfaitement possible d'ouvrir l'admission des titres au compartiment général d'Euronext.

C. Les fondateurs

Actionnaires particuliers de la SPAC, les fondateurs détiennent des actions d'une catégorie différente de celles des investisseurs et qui sont qualifiées de *promote*. Ce *promote* a généralement été souscrit par les fondateurs à un prix équivalent à 2 à 3 % du prix de souscription des titres au moment de l'introduction en Bourse et représente classiquement 20 % du capital et des droits de vote de la SPAC. Au moment de l'introduction en Bourse, ces actions ne sont pas négociables sur le marché et ne deviennent convertibles en actions ordinaires cotées qu'une fois la *de-SPAC* réalisée, ou ultérieurement une fois certains seuils du cours de Bourse de l'émetteur atteints. Parallèlement à ces instruments particuliers, il arrive que les fondateurs participent à la levée de fonds à hauteur de 2 ou 3 % du montant total de l'introduction en Bourse[132] et acquièrent, à ce titre, des actions ordinaires cotées, au même titre que les autres investisseurs.

Ici, encore, et bien que le droit français prohibe encore le recours aux actions à droit de vote multiple dans les sociétés cotées[133], le mécanisme des actions de préférence permet d'accueillir ces pratiques en autorisant la création d'actions distinctes de celles des investisseurs auxquelles sont attachés des droits et devoirs particuliers[134]. Le mécanisme des actions de préférence offre par exemple aux fondateurs la faculté de composer l'équipe de direction de la SPAC sans détenir pour autant la majorité du capital de la société. En pratique, les statuts de SPAC français prévoient ainsi que les actions conférées aux fondateurs leur procurent le droit de nommer la moitié des membres du conseil d'administration. En contrepartie, ces actions offrent un droit dévalué sur la répartition du boni de liquidation. En cas de liquidation de la société, les fondateurs ne se verront rembourser leur investissement qu'après que l'ensemble des investisseurs l'auront été, ce qui se traduit, en pratique, par un risque de perte de tout ou partie du *promote*.

Afin d'assurer un alignement des intérêts avec les investisseurs et à l'image de ce qui se pratique dans les introductions en Bourse classiques, les actions des fondateurs font également l'objet d'engagements d'incessibilité, généralement formalisés *via* un

131. Art. 212-2 RG AMF.
132. Afin notamment de payer les frais liés à l'introduction en Bourse et au fonctionnement de la SPAC.
133. V. *infra* p. 62 et s.
134. Art. 228-11 et s. C. com.

pacte d'actionnaires rappelé au sein du prospectus. La licéité de ces engagements, qui réduisent la liquidité des titres des fondateurs, a pu poser question. Le cadre français semble, néanmoins, permettre cette pratique[135].

SECTION 2.
LE FONCTIONNEMENT DE LA SPAC AVANT ACQUISITION DE LA CIBLE

Une fois l'introduction en Bourse réalisée, les sommes levées par la SPAC font l'objet d'une mise sous séquestre **(§1)** pendant toute la durée de recherche de la cible à acquérir **(§3)**. Durant cette période intermédiaire, les règles de gouvernance de la SPAC interrogent **(§2)**.

§1. Le séquestre des fonds levés

Afin d'assurer le remboursement des investisseurs en cas d'exercice de leur droit de rétractation ou dans l'hypothèse d'une liquidation anticipée de la SPAC, le schéma classique prévoit que la totalité des fonds levés fassent l'objet d'une consignation jusqu'à la réalisation de l'opération d'acquisition. Si cette consignation passe aux États-Unis par le *trust*, la technique du séquestre assure l'exacte même fonction.

Le séquestre de fonds, qui peut être établi par simple contrat[136], consiste à confier à un établissement bancaire le soin d'administrer des sommes placées jusqu'à la réalisation d'un événement déterminé[137]. Dans le cadre d'une SPAC, le séquestre assure aux investisseurs que la société dispose d'assez de fonds pour racheter leurs actions à l'occasion de l'opération de *de-SPAC* ou pour opérer un remboursement dans l'hypothèse d'une liquidation anticipée.

Du fait de son caractère conventionnel, les modalités de constitution et de fonctionnement du séquestre se révèlent particulièrement souples. Il peut ainsi être constitué à titre onéreux ou gratuit[138]. Lorsqu'il est gratuit,

---

135. O. DEXANT-De BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, préf. H. SYNVET, Dalloz, 2012, spéc. n° 21.
Comme le souligne Madame le Professeur Olympe Dexant-de Baillencourt dans sa thèse de doctorat, « *Dès lors qu'un actionnaire peut décider de ne pas céder ses actions, il doit également pouvoir limiter contractuellement son droit de les céder dans le futur. Les conventions limitant la cessibilité des titres ne portent donc pas atteinte au marché et ne doivent par conséquent pas être interdites* ». L'auteur remarque, néanmoins, que la validité de ce type de clause est plus discutable si la quasi-totalité des titres d'une société viennent à faire l'objet de pactes limitant leur cessibilité, ce qui ne saurait être le cas en présence d'une SPAC.

136. Art. 1956 C. civ.

137. Si les premières SPAC constituées en droit français ont pu bénéficier d'un séquestre de la Caisse des dépôts et consignations par le biais des notaires en charge du séquestre, la lecture de l'article 518-17 du Code monétaire financier révèle que cette activité ne relève absolument pas de la compétence de cet établissement public. Dans ces circonstances, recourir à la Caisse semble donc constituer un détournement assez manifeste de l'esprit de cette institution.

138. Art. 1957 et 1958 C. Civ.

il demeure néanmoins régi par les règles propres au dépôt : la banque séquestre a donc nécessairement droit au remboursement des dépenses faites pour la conservation de la chose déposée et devra être indemnisée de toutes les pertes occasionnées par ce dépôt[139].

En ce domaine, la détermination du débiteur des charges relatives au séquestre n'est pas sans poser difficulté. La pratique américaine apparaît en effet fluctuante. Si certains investisseurs étaient initialement prêts à supporter les charges relatives au séquestre[140], les pratiques semblent néanmoins évoluer, et tendent plutôt à attribuer aux fondateurs l'obligation de supporter les charges afférentes au séquestre des fonds. L'élasticité du séquestre français et la grande liberté contractuelle qui s'y attache permettent d'adapter le mécanisme aux évolutions de la pratique. La solution hybride aujourd'hui retenue sur le marché américain et qui consiste à faire supporter aux fondateurs la charge du séquestre *via* la dilution de leur participation au capital de la SPAC ou *via* la prise en charge des intérêts négatifs en cas de remboursement, serait ainsi transposable en droit français.

§2. La gouvernance de la SPAC

La gouvernance de la SPAC avant la *de-SPAC* invite à s'interroger sur l'éventuelle application d'un code de gouvernance aux SPAC (A), ainsi que sur les modalités de rémunération et d'intéressement des administrateurs (B).

A. L'application d'un code de gouvernance

Une fois l'introduction en Bourse réalisée, une SPAC constitue, malgré ses particularités, une société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. À ce titre, le véhicule est alors soumis aux exigences réglementaires propres aux sociétés cotées. En application des articles L. 22-10-10, L. 225-37-4 et L. 225-68 du Code de commerce, la SPAC doit donc désigner un code de gouvernance et suivre les recommandations qu'il édicte afin de garantir le bon fonctionnement de ses organes de gouvernance et la qualité de l'information financière qu'elle délivre. En encadrant la gouvernance des sociétés cotées, ces recommandations contribuent directement à la protection des actionnaires et, plus indirectement, au maintien de l'intégrité des marchés financiers. Il faut donc accueillir favorablement ce particularisme français, même si l'on peut s'interroger sur la pertinence de l'application de certaines dispositions de ces codes pour la période précédant la *de-SPAC*.

---

139. Art. 1947 C. Civ.
140. Notamment les intérêts négatifs actuellement facturés aux dépôts en numéraire.

En la matière, le principal code de gouvernance est le code *AFEP-MEDEF*[141], qui est complété par un guide d'application publié par le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise[142]. De prime abord, l'application de ce code apparaît particulièrement bienvenue dans le contexte de la SPAC. Compte tenu des risques de conflits d'intérêts évoqués plus haut, il apparaît d'autant plus nécessaire d'encadrer strictement sa gouvernance. Le code *AFEP-MEDEF* aborde d'ailleurs directement ce risque, son article 20 recommandant à tout administrateur de « faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même potentiel » et de s'abstenir « *d'assister au débat et de participer au vote de la délibération correspondante* ». Le code précise également que les administrateurs doivent disposer des compétences et de l'expertise nécessaires pour mener à bien leur mission[143]. Précieuses, ces recommandations permettent d'assurer aux investisseurs que la gouvernance au sein des SPAC ne se résume pas à un simple conseil d'administration d'affichage.

Instituant un dispositif de gouvernance extrêmement détaillé, certaines recommandations s'avèrent toutefois particulièrement lourdes au regard de la nature particulière de la SPAC. Notamment, le respect des nombreux articles qui régissent la rémunération des dirigeants sociaux et qui s'étendent sur plus de cinq pages[144], comme la nécessité de doter la société d'un comité de rémunération[145], n'apparaissent pas utiles pour une SPAC dénuée d'activité opérationnelle au début de son existence.

Bien qu'il soit possible de déroger à ces recommandations en suivant le principe *comply or explain*[146], la situation oblige les fondateurs à préciser dans le prospectus les points auxquels ils entendent déroger du fait de la nature particulière de la SPAC. Or, de telles formalités alourdissent la procédure d'introduction en Bourse et peuvent renvoyer une image négative auprès de certains investisseurs étrangers. Au surplus, cette rigueur est susceptible de constituer un désavantage pour la place parisienne au regard d'autres places européennes, qui connaissent souvent des exigences de gouvernance réduites et qui, donc, facilitent la cotation rapide d'une SPAC. En ce domaine, si l'application du code de gouvernance contribue à la protection des investisseurs, un aménagement spécifique, propre aux SPAC, apparaîtrait souhaitable[147].

---

141. AFEP-MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, janv. 2020.

142. Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, *Guide d'application du code AFEP-MEDEF*, mars 2020.

143. Art. 6 et 13 Code AFEP-MEDEF.

144. Art. 25.1.1 à 25.3.4 Code AFEP-MEDEF.

145. Art. 18.1 à 18.3 Code AFEP-MEDEF.

146. Ce principe, qui permet de déroger à certaines des recommandations, est explicité au point 27.2 du code. D'après cette disposition, si la société souhaite écarter l'application de certaines des dispositions du code, elle doit indiquer dans une rubrique spécifique les recommandations du code qu'elle n'applique pas, avec les explications afférentes. Plus, cette explication doit être « *compréhensible, pertinente et circonstanciée. Elle doit être étayée et adaptée à la situation particulière de la société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation ; elle doit indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du code* ».

147. Pour une proposition, v. *infra* p. 61-62.

B. La rémunération et l'intéressement des administrateurs

En droit français, la rémunération des administrateurs passe traditionnellement par l'attribution de « jetons de présence »[148]. Outre cette modalité de rémunération traditionnelle, la question de l'intéressement des administrateurs au succès de la société se pose. Aux États-Unis, la pratique consiste à attribuer des actions aux administrateurs afin de les intéresser au succès boursier de la SPAC. Ce faisant, la pratique permet un meilleur alignement des intérêts des administrateurs et des investisseurs-actionnaires.

En France, le code *AFEP-MEDEF* préconise aux administrateurs d'acheter des actions[149]. Il recommande ainsi à l'administrateur d'être actionnaire à titre personnel et de posséder un nombre minimum d'actions significatif au regard des rémunérations qui lui sont allouées. À défaut de détenir ces actions lors de son entrée en fonction, le code recommande même à l'administrateur d'utiliser ses rémunérations à leur acquisition.

Évidemment, cette détention du capital doit demeurer de l'ordre du raisonnable. Une participation excessive n'est pas souhaitable. Afin de poser un équilibre, le code *AFEP-MEDEF* conditionne la qualité d'administrateur indépendant au non-dépassement du seuil de 10 % du capital ou des droits de vote de la société[150]. Si cette recommandation apparaît adaptée dans le contexte d'une SPAC en ce qu'elle garantit que la majorité des administrateurs ne détiendront qu'une participation limitée au sein du capital, il faut encore déterminer quelle catégorie d'actions leur est accessible.

Dans le cadre d'une SPAC, deux options sont possibles. La première permet d'aligner l'intérêt des administrateurs avec celui des investisseurs et consiste à intéresser les administrateurs par l'attribution d'actions ordinaires. La seconde offre un levier d'intéressement plus important et aligne, cette fois, l'intérêt des administrateurs et des fondateurs. Elle revient à ouvrir aux administrateurs le droit d'acheter des actions *promote* en permettant, par exemple, la mise place des rémunérations en escalier appelée *staggered promote*[151]. Cette dernière pratique permet de limiter le risque de conflit d'intérêts au niveau des administrateurs en alignant le sort de leurs titres à l'évolution du cours de l'émetteur *post-de-SPAC*.

---

148. Depuis la réforme de la loi PACTE, l'expression de « jeton de présence » a été remplacée par celle de rémunération (Art. L. 225-45 C. com).

149. Art. 20 Code AFEP-MEDEF.

150. Art. 9.7 Code AFEP-MEDEF : « *Des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société mère peuvent être considérés comme indépendants dès lors que ces actionnaires ne participent pas au contrôle de la société. Toutefois, au-delà d'un seuil de 10 % en capital ou en droits de vote, le conseil, sur rapport du comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel* ».

151. Sur cette pratique retenue dans les SPAC I2PO et Dee Tech, v. *supra* p. 21.

Ces deux options ont leurs avantages et inconvénients respectifs. Compatibles avec les recommandations *AFEP-MEDEF*, elles devraient donc être toutes deux ouvertes aux différentes SPAC constituées sur le sol français.

§3. La recherche de la cible

Une fois les fonds levés, l'équipe dirigeante de la SPAC ne poursuit qu'un objectif : la recherche d'une ou plusieurs sociétés cibles à acquérir. Leur liberté dans le choix de la cible ne saurait toutefois être totale. L'acquisition doit intervenir dans un certain délai **(A)**, répondre à un certain nombre d'exigences tenant à la taille ou au secteur d'activité de la cible **(B)**, et respecter enfin les règles qui préviennent l'existence de conflits d'intérêts **(C)**.

A. Le délai pour réaliser l'acquisition de la cible

Suivant le schéma américain, la SPAC dispose d'une période limitée pour réaliser sa *de-SPAC*. À défaut d'acquisition dans ce délai, la liquidation de la société sera prononcée, ce qui permettra aux investisseurs de récupérer leur mise initiale en priorité sur les *sponsors*. Les droits des fondateurs dans la répartition du boni de liquidation étant subordonnés à ceux des investisseurs, la répartition peut, en pratique, aboutir à une perte quasi totale de la mise initiale des *sponsors*. Comme le relèvent certains auteurs, ce mécanisme particulièrement original offre ainsi une double protection aux investisseurs : il permet d'astreindre les dirigeants à s'impliquer totalement dans le projet d'acquisition et offre, dans le même temps, aux actionnaires une protection financière complète habituellement réservée aux obligataires[152].

La durée de vie classique d'une SPAC avant *de-SPAC* est généralement fixée à 24 mois à compter de son introduction en Bourse. Selon l'état du marché, cette durée évolue à la hausse ou à la baisse et l'on trouve des SPAC avec des durées allant de 18 à 24 mois, éventuellement extensibles[153]. Ainsi, les récentes modifications du *Nasdaq Nordic*[154] et du *Singapore Exchange Mainboard Rules*[155] permettent d'élever la période à 36 mois à compter de l'introduction en Bourse de la SPAC. L'augmentation de ce délai, qui maintient la *de-SPAC* dans une fenêtre temporelle raisonnable, entend ainsi éviter qu'une acquisition ne se réalise dans une trop grande précipitation.

---

152. L. FAUGÉROLAS, C. CARDON, « Les SPAC bientôt cotées en France ? », *préc.*, n° 14.
153. En cas de prolongation, il est régulièrement stipulé que le *promote* des fondateurs sera diminué, ce qui les incite à mener à bien l'acquisition dans le délai initialement prévu, sans qu'une prolongation soit nécessaire.
154. Art. 2.18.3 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*.
155. Art. 210 (11) (m) (i) (ii) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.

En droit français, la détermination de la durée de vie de la SPAC en pré-acquisition n'est pas du ressort de la loi[156]. Elle relève de la liberté statutaire. Cette libre détermination est heureuse : elle témoigne de l'adaptabilité du cadre français. L'examen de la durée de vie des SPAC constituées en France le confirme. Si la première vague de SPAC bénéficiait d'un délai de 24 mois pour réaliser leur acquisition[157], certains véhicules plus récents prévoient la possibilité de bénéficier d'une période de 6 mois supplémentaires si certaines conditions s'avèrent remplies[158], tandis que d'autres offrent à leurs actionnaires le droit de voter une prorogation du délai initial[159].

B. Le secteur d'activité et la valeur de la cible

La SPAC n'exerçant au départ aucune activité opérationnelle, il apparaît nécessaire de déterminer *ab initio* le secteur d'activité des cibles potentielles afin d'encadrer la marge d'action des dirigeants et d'éclairer les décisions des investisseurs. Aux États-Unis, si le cadre d'activité des sociétés cibles est défini de façon plus ou moins large, il doit en toute hypothèse être circonscrit avant l'introduction en Bourse de la SPAC.

En France, en contrepartie des aménagements consentis pour la rédaction du prospectus[160], l'AMF exige en effet une présentation détaillée du secteur d'activité des cibles recherchées. Ainsi, le champ d'activité dans lequel la cible recherchée évolue est fixé dans la documentation d'introduction en Bourse et conditionne la réalisation de l'opération de *de-SPAC*.

Outre l'activité, la pratique exige également que la valeur de la cible représente un certain montant des fonds levés lors de l'introduction en Bourse. Ainsi, selon le modèle traditionnel, les SPAC ne peuvent acquérir que des cibles dont la taille est au moins égale à 80 % des fonds levés lors de l'introduction en Bourse. Une règle similaire a été reprise lors de la dernière révision des règles du *Nasdaq Nordic*[161]. Le droit français, sans l'imposer, ne s'oppose pas à la fixation d'un pourcentage équivalent.

En pratique, le respect de cette exigence ne pose pas de difficulté particulière. On observe un effet multiplicateur entre la taille de la SPAC et celle de la cible, les SPAC acquérant des sociétés de taille trois à cinq fois supérieure *via* la réalisation d'une augmentation de capital réservée qui permet la levée de fonds complémentaires. Au surplus, il faut noter

156. L'article 1838 du Code civil fixe seulement la durée maximale de la société, qui ne peut excéder 99 ans. Une prorogation de ce délai est toutefois possible dans les conditions prévues à l'article 1844-6 du même code.
157. C'est le cas des SPAC Mediawan, 2MX Organic et plus récemment, des sociétés Dee Tech et I2PO.
158. En ce sens, voir les SPAC *Accor Acquisition Company* et *Transition.*
159. Les statuts de la société *I2PO* prévoient ainsi que le délai de 24 mois pourra être valablement prolongé par un vote de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires à la majorité des deux tiers.
160. V. *supra* p. 37 et s.
161. Art. 2.18.3 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.*

que ce critère de taille peut être rempli par l'acquisition de plusieurs cibles, dès lors que la somme agrégée des acquisitions atteint le pourcentage requis. Partant, si, dans le modèle actuel, les fondateurs ont tendance à cibler des entreprises de grande taille, rien n'empêche de voir émerger une pratique alternative qui reposerait sur l'acquisition de plusieurs cibles de taille moyenne[162].

C. La gestion des conflits d'intérêts potentiels

L'expérience américaine l'illustre : les conflits d'intérêts susceptibles de naître au moment de la recherche de la cible constituent un des risques majeurs attachés aux SPAC[163]. Comme le souligne la dernière étude de l'AMF au sujet de ce véhicule, ce risque existe tout autant en droit français[164].

En France, le contrôle qu'exerce l'AMF au moment de l'introduction en Bourse du véhicule permet de gérer cette problématique. Le dispositif de contrôle, rappelé au sein du prospectus, repose sur le rôle clé des administrateurs indépendants, les nombreuses obligations d'information[165], le recours obligatoire à des *fairness opinions* et la mise en place d'interdictions de voter ou d'acquérir une société avec laquelle un fondateur ou administrateur entretiendrait des liens trop importants. Ce faisant, chaque contrôle opéré prend en considération la personnalité et les secteurs d'activité de chaque *sponsor* et administrateur de la SPAC[166].

Au soutien de ce dispositif, le code *AFEP-MEDEF* prescrit à chaque administrateur « de faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même potentiel » et de s'abstenir « *d'assister au débat et de participer au vote de la délibération correspondante* »[167].

Enfin, le dispositif des conventions réglementées, prévu au sein du Code de commerce, participe également à la bonne gestion de ces conflits[168].

Les nouvelles pratiques de marché nées en réaction à certains abus viennent aussi endiguer les conflits susceptibles de se présenter. Ainsi se développe l'obligation de réunir une assemblée générale pour faire valider le choix de la cible par les investisseurs, ou la pratique du *staggered promote* qui permet, en lieu et place d'une rémunération intégrale au moment de la *de-SPAC*, de conditionner une partie de la rémunération du fondateur à la performance de la cible après acquisition. La pratique tend également à allonger la période d'incessibilité des titres des fondateurs afin d'assurer un meilleur alignement des intérêts en présence.

---

162. Cela pourrait néanmoins poser des problèmes pratiques, notamment en termes de dilution des actionnaires de la cible.
163. V. *supra* p. 15 et s.
164. AMF, SPAC : *Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en Bourse, préc.*, p. 8.
165. V. *supra* p. 37 et s.
166. AMF, *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs, préc.*
167. Art. 20 Code AFEP-MEDEF.
168. Art. L. 225-38 et s. C. com.

SECTION 3.
LE FONCTIONNEMENT DE LA SPAC LORS DE L'ACQUISITION DE LA CIBLE

La réalisation de la *de-SPAC* marque la dernière étape du cycle de vie de la SPAC (§1). Une fois l'acquisition confirmée, les modalités de dénouement de l'opération doivent être précisées (§2).

§1. L'acquisition de la cible

Une fois la cible sélectionnée, ce choix doit encore être validé par les organes compétents (A). En présence d'actionnaires récalcitrants, l'acquisition ouvrira aux investisseurs la faculté de demander le rachat de leurs titres (B).

A. La validation du choix de la cible

Le choix de la cible à acquérir revient, en principe, à l'équipe dirigeante de la SPAC. Un vote à la majorité simple ou renforcée est alors requis afin de valider l'opération et amorcer la *de-SPAC*. Outre ce premier vote, la pratique tend également à conditionner le choix de la cible à un vote favorable de l'assemblée générale des actionnaires. Si ce modèle n'est pas toujours retenu, force est de constater qu'il devient dominant. Ainsi, le *Nasdaq Stock Market*[169], le *Nasdaq Nordic*[170], les *Equity Guidelines de la Securities Commission Malaysia*[171] et le *Mainboard Rules* du *Singapore Exchange*[172] imposent que le choix de la cible fasse l'objet d'un vote par une double majorité : celle des administrateurs et celle des actionnaires.

En droit français, le choix relève du conseil d'administration de la SPAC. La validation de la cible à acquérir revient aux administrateurs[173], chargés d'adopter l'ensemble des décisions stratégiques relatives à la société. En tant que telle, l'acquisition n'a d'ailleurs pas vocation à entraîner une modification des statuts de la SPAC[174]. Par principe, le vote de l'assemblée des actionnaires n'est donc pas requis. Bien que l'AMF n'ait pas estimé opportun d'imposer un vote en assemblée générale dans le cas général de l'achat d'actifs significatifs dans les

---

169. M-5101-2 (c) & (d) *Nasdaq Stock Market*.

170. Art. 2.18.4 et 2.18.5 *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*.

171. Art. 6.39 et 6.40 *Equity Guidelines Malaysia*.

172. Art. 210 (11) (m) (viii) *Singapore Exchange Mainboard Rules*.

173. Art. L. 225-35 C. Com.

174. Le propos doit toutefois être précisé : si le choix de la cible n'implique pas de modifier les statuts, certaines modalités de dénouement de la *de-SPAC* pourront impliquer cette modification. Dans une telle hypothèse, un vote de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la SPAC sera nécessaire (v. *infra* p. 52-54).

sociétés cotées[175], elle ne s'est encore jamais prononcée sur l'exigence d'un tel vote dans le cadre spécifique de la *de-SPAC*[176]. Au regard de la structure particulière de la SPAC et des pratiques étrangères sur le sujet, il n'est pas exclu que l'AMF puisse recommander, à l'avenir, un vote des actionnaires sur l'*initial business combination*, même si celle-ci prend la forme d'une simple acquisition.

Bien que le droit français ne soit pas totalement en ligne avec la pratique américaine qui prescrit la consultation des actionnaires, le cadre juridique national apparaît satisfaisant. En laissant la question du vote à la liberté statutaire de chaque SPAC et aux contrats conclus entre les fondateurs et les investisseurs, le cadre national permet la création de véhicules extrêmement divers. Un rapide tour d'horizon des véhicules créés suffit à l'observer. Alors que *Mediawan*, *Accor Acquisition Company* et *Transition* conditionnent le choix de la cible à l'accord de la majorité, parfois renforcée, de l'organe de direction et de l'assemblée générale, *2MX Organic et Dee Tech* n'exigent, quant à elles, aucun vote des actionnaires[177].

B. Le droit de rétractation des investisseurs

Dans l'immense majorité des cas, les SPAC s'engagent, lorsque leur première acquisition est réalisée, à proposer aux actionnaires le rachat de leurs titres. Si ce droit peut s'exprimer selon des modalités variables, il est d'usage que le rachat soit proposé au prix de souscription initial des titres, ce qui permet de couvrir l'exposition au risque jusqu'à la réalisation effective de la *de-SPAC*.

Le droit français permet la mise en place d'un tel procédé. Si plusieurs voies peuvent être suivies, comme recourir à une SCA à capital variable[178], les SPAC françaises recourent en pratique aux actions de préférence rachetables[179]. Si ce procédé diffère du *redemption right* existant en droit américain, ces actions particulières bénéficient néanmoins d'un régime juridique bien établi qui en fait un instrument de qualité simple d'utilisation.

---

175. Dans sa position relative à l'achat et à la cession d'actifs significatifs dans les sociétés cotées, l'autorité de marché n'a pas estimé opportun de recommander la convocation d'une assemblée générale pour voter sur l'acquisition d'un actif significatif. Jugée peu pertinente, la convocation d'une assemblée ordinaire « *risquerait de placer les sociétés cotées françaises dans une situation de handicap compétitif sérieux* [sur la scène internationale]*, en raison des délais et de l'aléa que cette consultation entraînerait, et qui inciteraient le vendeur à les écarter a priori des processus de cession* » (AMF, *Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs* – DOC n° 2015-05, 15 juin 2015, p. 7). Sur la base de cette même position-recommandation, l'Autorité des marchés a néanmoins élaboré un guide de bonnes pratiques afin d'assurer la correcte information des actionnaires, le respect de l'intérêt social et la gestion des conflits d'intérêts susceptibles de naître lors de l'acquisition (*ibid.* p. 7-8). Ce guide pourrait recevoir application lors de la *de-SPAC*.

176. Dans son communiqué du 15 avril, l'Autorité a seulement indiqué être attentive « aux modalités d'approbation de l'opération d'acquisition initiale » (AMF, *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs, préc.*).

177. Si le vote n'est pas directement nécessaire, la réalisation de la *de-SPAC* pourra impliquer la réunion de l'assemblée générale extraordinaire de la SPAC (v. *infra* p. 52-54).

178. v. *supra* p. 35-36.

179. Art. L. 228-12 C. com.

Attribuées aux investisseurs lors de la levée de fonds, les modalités de rachat des actions de préférence sont fixées dans les statuts. Le mécanisme permet ainsi, dans des hypothèses prédéfinies, de procéder au rachat des titres à un prix prédéterminé, égal à leur prix de souscription[180].

§ 2. Le dénouement de l'opération d'acquisition

Le choix de la cible effectué, les modalités du dénouement de l'opération de *de-SPAC* (A) et le lieu de domiciliation du nouvel ensemble en cas de fusion (B) doivent encore être déterminés.

A. Les modalités de dénouement de l'opération d'acquisition

En pratique, la *de-SPAC* peut passer par de nombreux procédés. Trois sont particulièrement utilisés : l'acquisition, l'apport et la fusion. La réglementation française permet d'accueillir ces trois modalités.

Il est d'abord possible de réaliser l'opération par voie d'acquisition pure et simple. Les actions de la société cible peuvent ainsi être achetées par la SPAC. Dans ce cas, les actionnaires de la cible ne deviendront pas directement actionnaires de la SPAC et la réalisation de l'opération sera conditionnée à l'existence des fonds nécessaires pour procéder à l'achat. En parallèle de cette décision, il n'est donc pas rare que la SPAC lève, *via* un placement privé, des fonds supplémentaires auprès d'un ou de plusieurs investisseurs institutionnels.

À côté de cette première modalité, il est aussi possible de procéder par voie d'apport en nature. L'opération est alors réalisée *via* l'apport de l'intégralité des actions de la société cible à la SPAC. En contrepartie, la SPAC procédera à l'émission d'actions nouvelles au bénéfice des actionnaires de la cible. Ce procédé, fréquemment utilisé en pratique, appelle plusieurs remarques.

D'abord, l'opération peut rendre nécessaire la rédaction d'un prospectus d'émission. En application du Règlement Prospectus, un prospectus est en effet obligatoire dès lors que les valeurs mobilières nouvellement émises représentent, sur une période de douze mois, plus de 20 % des valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé[181].

---

180. D'un point de vue comptable, ces actions rachetables paraissent constituer une dette pour la SPAC. En effet, à suivre la norme IAS32, ces actions ne devraient pas être considérées comme des capitaux propres, mais comme des passifs financiers. Cette norme comptable, visée par le Règlement Européen n° 1126/2008 du 3 nov. 2008 qui porte adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement n° 1606/2002, dispose en effet que c'est la substance d'un instrument financier, plutôt que sa forme juridique, qui détermine son classement dans l'état de situation financière d'une société. Or, en présence d'une option offrant au porteur le droit de présenter au rachat sa participation à l'émetteur contre de la trésorerie ou un autre actif financier, IAS 32 considère qu'il s'agit d'un « instrument remboursable au gré du porteur [qui] répond à la définition d'un passif financier ».

181. Art. 1, 5. a) Règl. UE n° 2017/1129 *préc.*

Ensuite, comme toute opération qui nécessite d'émettre de nouvelles actions, cette modalité impliquera de procéder à une augmentation de capital dont la réalisation pourra éventuellement être déléguée à l'équipe dirigeante de la SPAC. Pour décider de cette augmentation, un vote de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, à la majorité des deux tiers, sera requis[182].

En outre, une attention particulière devra être portée aux règles de franchissement de seuil, ainsi qu'à la réglementation des offres publiques d'acquisition. À l'issue de l'opération, un actionnaire de la société cible, agissant seul ou de concert, pourrait en effet être amené à détenir un pourcentage de capital ou de droits de vote de la SPAC égal ou supérieur au seuil de déclenchement d'une offre obligatoire, aujourd'hui fixé à 30 %[183]. Un projet d'offre portant sur la totalité du capital de la SPAC devra être déposé en conséquence, sauf à obtenir une dérogation auprès de l'AMF sur le fondement de l'article 234-9 3° de son règlement général.

Enfin, l'opération pourra prendre la forme d'une fusion[184]. Si cette modalité peut permettre de procéder directement à la *de-SPAC*, elle est également susceptible d'intervenir postérieurement, une fois la cible acquise. Le mariage avec la société cible pourra d'ailleurs se réaliser de différentes manières. Si la fusion a, le plus souvent, lieu par voie d'absorption de la cible par la SPAC ou de la SPAC par la cible, dite fusion inversée, elle peut aussi se réaliser *via* la création d'une société nouvelle[185].

Quelle que soit la modalité choisie, la fusion nécessitera l'accord des actionnaires de la SPAC et de la cible, et donc un vote de l'assemblée générale extraordinaire des deux sociétés[186]. En présence d'une cible étrangère, notamment extra-européenne, la réalisation d'une fusion transfrontalière peut poser un certain nombre de difficultés supplémentaires. En pratique, il est possible d'y remédier en opérant une fusion triangulaire inversée (« *reverse triangular merger* »), opération qui consiste à créer une société holding dont l'objet sera d'acquérir à la fois la SPAC et la société cible[187].

---

182. Art. L. 225-96 et L. 225-129 C. Com. Ne pas pouvoir procéder sur la base d'une majorité simple peut rendre le droit français moins attractif. La Commission n'a, toutefois, pas jugé souhaitable de modifier l'ensemble des règles de majorité existantes pour répondre à un besoin seulement lié aux SPAC.

183. Art. L. 433-3, I C. mon. fin ; art. 231-1 et s. RG AMF.

184. Si, en présence d'une SPAC traditionnelle, la fusion est une modalité intéressante en ce qu'elle permet à la cible d'accéder rapidement à la cote, elle n'est toutefois pas toujours souhaitable. Une SPAC *corporate* ayant plutôt vocation à garder une participation minoritaire au sein de ses sociétés cibles, un dénouement par voie de fusion apparaîtrait hors de propos.

185. Art. L. 236-2 C. Com.

186. *Ibid.*

187. Compte tenu de ses objectifs opérationnels et financiers, ainsi que de son intérêt, tant pour la SPAC que pour la cible, une telle fusion ne devrait pas être susceptible d'être remise en cause par l'administration fiscale au motif qu'elle constituerait une « fusion rapide », que ce soit sur le terrain des dispositifs anti-abus ou sur celui de l'acte anormal de gestion.

B. La domiciliation du nouvel ensemble

Une fois l'opération *de-SPAC* réalisée, le lieu de domiciliation du nouvel ensemble doit encore être déterminé. Sur ce terrain, les combinaisons possibles sont nombreuses. La réglementation permet, en effet, de distinguer le lieu de cotation de la société du lieu de son siège. En fonction du lieu du siège social de la cible, de celui de la SPAC et du sens de la fusion, le cadre français offre ainsi de multiples possibilités quant au lieu de domiciliation de la nouvelle société et au droit qui lui sera applicable.

Cette pluralité d'options offre ainsi la possibilité de coter en France une cible étrangère tout en maintenant son siège social dans un pays différent. La qualité du superviseur national devrait d'ailleurs inciter à la cotation de sociétés cibles étrangères sur la place parisienne.

SECTION 4.
LES ASPECTS FISCAUX

Comme indiqué ci-avant, le cadre juridique national offre tous les outils nécessaires pour accueillir les SPAC. Le même constat peut être fait au regard du droit fiscal qui, grâce à l'utilisation d'outils juridiques existants, permet de déterminer sans difficulté particulière les conséquences fiscales de toutes les étapes de la vie de la SPAC, que ce soit pour la SPAC elle-même, les fondateurs ou les investisseurs.

Il en ira ainsi, par exemple, des instruments souscrits par les fondateurs (le *promote*) sous la forme d'actions de préférence ou de bons de souscription d'actions. Si ces actions ou bons de souscription d'actions confèrent aux fondateurs une perspective de relution de leurs droits, notamment financiers, en cas de réussite de l'opération de *de-SPAC*, les conditions de leur souscription ne devraient pas pouvoir faire l'objet de critiques, dès lors que ces avantages sont généralement compensés par de fortes sujétions[188]. Dès lors, la nature de plus-value des gains réalisés sur la cession des titres des fondateurs ne devrait pas poser de difficulté.

De même, la conversion de telles actions de préférence devrait naturellement relever des régimes de sursis d'imposition prévus par le Code général des impôts (« CGI »), qu'il s'agisse de personnes physiques agissant dans le cadre de leur patrimoine privé[189] ou des entreprises[190].

Les investisseurs personnes physiques qui seraient titulaires d'actions ordinaires pourraient d'ailleurs bénéficier des dispositifs du PEA ou du PEA-PME selon le cas.

188. Tels que le droit dévalué sur la répartition du boni de liquidation qui accompagne les actions des fondateurs et l'inaliénabilité temporaire de ces mêmes actions.
189. Art. 150-0 B du CGI.
190. Art. 38, 7 du CGI.

Par ailleurs, la SPAC constitue une alternative intéressante, en matière d'investissements immobiliers, qui pourrait s'articuler avec les outils fiscaux compétitifs existants tel que le régime des SIIC.

CONCLUSION CHAPITRE 2

À l'analyse, le droit français apparaît à même d'accueillir le schéma de la SPAC traditionnelle. La cotation de SPAC fidèles au modèle américain sur le sol français l'illustre. Qu'il s'agisse des modalités de constitution, du fonctionnement avant acquisition ou de la réalisation de l'opération de *de-SPAC*, chaque étape du cycle de vie du véhicule peut être retranscrite par les mécanismes que propose déjà le droit français. L'étude réalisée révèle ainsi que le cadre national offre d'ores et déjà la possibilité de créer des *units*, de séquestrer les fonds levés et d'offrir un droit au rachat aux actionnaires réticents à l'opération d'acquisition.

En l'absence de réglementation spécifique aux SPAC, le droit français laisse aux opérateurs une marge de liberté pour déterminer certaines questions clés, telles que la durée de vie du véhicule ou la détermination des organes compétents pour valider l'acquisition. Cette flexibilité dans la structuration du véhicule permet, ce faisant, d'intégrer les évolutions issues de la pratique de marché.

Sécuritaire, le cadre national offre également des garde-fous à même de traiter intelligemment les risques inhérents aux SPAC et qui sont liés à la structure complexe du véhicule, aux conflits d'intérêts potentiels et à la difficile valorisation de la cible. L'analyse est confirmée et promue par le communiqué AMF du 15 avril dernier : « *le cadre juridique et les exigences réglementaires en vigueur en France permettent d'accueillir la cotation des SPAC à Paris tout en offrant une protection appropriée aux investisseurs* »[191].

Malgré ces qualités, force est pourtant de constater que certains *sponsors* français ne choisissent pas Paris mais Amsterdam comme place de cotation. Dès lors, et bien qu'aucune évolution du cadre juridique ne paraisse indispensable, diverses améliorations seraient envisageables pour accroître l'attractivité de la place parisienne et, plus largement encore, à celle du marché européen.

191. AMF, *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs*, 15 avr. 2021.

CHAPITRE 3

LES AMÉLIORATIONS ENVISAGEABLES DU CADRE JURIDIQUE FRANÇAIS

La place financière parisienne n'est pas dénuée d'atouts. Second bassin d'investisseurs d'Europe, l'écosystème français dispose également d'un avantage concurrentiel du fait de la qualité de son régulateur. Les personnalités auditionnées ont en effet souligné la grande qualité de dialogue de l'AMF, ainsi que la célérité avec laquelle les dossiers sont traités, contrairement à d'autres places européennes qui ont pu être, à certains moments, engorgées.

Pourtant, s'agissant de l'accueil effectif des SPAC, le constat est sans appel : Paris reste loin derrière Amsterdam. Avec 12 SPAC listées sur *Euronext Amsterdam* sur la seule année 2021, les Pays-Bas font désormais figure de capitale européenne des SPAC[192].

Afin d'améliorer la compétitivité de la place, la Commission a envisagé plusieurs modifications du cadre juridique qui, sans être des évolutions absolument *nécessaires*, apparaissent *souhaitables* pour renforcer l'attractivité de la place de Paris.

Les premières de ces innovations ne nécessitent pas d'intervention législative et requièrent simplement une prise de position de la part des acteurs de la place **(Section 1)**. Les secondes, à l'inverse, touchent au droit des sociétés ; d'une plus grande ampleur, elles impliqueraient de modifier le dispositif législatif **(Section 2)**.

SECTION 1.
LES PRISES DE POSITION SOUHAITABLES DES ACTEURS DE LA PLACE

Le rayonnement d'une place financière ne dépend pas seulement des règles juridiques qui l'encadrent. Il est aussi intimement lié à l'image que cette place renvoie d'elle-même : améliorer son attractivité doit, dès lors, passer par un effort de communication **(§1)**. En outre, il fait peu de doute que la modification de certaines pratiques relatives à l'émission du prospectus d'introduction en Bourse **(§2)** et à l'application du code de gouvernance AFEP-MEDEF **(§3)** permettrait également d'augmenter la compétitivité du marché français.

§1. La nécessité de communiquer sur l'attractivité de la place de Paris

Amsterdam constitue aujourd'hui la place de référence pour l'immatriculation de SPAC en Europe. Si le droit néerlandais permet de reproduire la structure SPAC américaine, ce qui justifie pour partie son attractivité, cela n'explique pas pourquoi certains fondateurs français préfèrent cette place alors que le cadre national français permet de répliquer le véhicule[193].

192. Chiffres au 6 juillet 2021 (Euronext, New Amsterdam Invest N.V. lists on Euronext Amsterdam, juill. 2021).
193. C'est le cas, par exemple, des fondateurs des SPAC Pegasus et Odyssey Acquisition.

Il ressort des auditions réalisées par la Commission que deux raisons principales expliquent l'actuelle prédominance de la place d'Amsterdam. La première tient à la perception de neutralité dont cette place bénéficie sur le continent européen. La seconde, au tempérament « *moutonnier* » des investisseurs, tempérament qui provoque un effet d'entraînement une fois qu'une place devient active pour un type de véhicule donné. L'importance du marché des SPAC à Amsterdam s'explique donc bien plus par une réputation subjective de neutralité que par des qualités objectivement supérieures à celle de la place de Paris[194].

Les travaux menés par la Commission et exposés au sein de ce rapport démontrent pourtant que les craintes des investisseurs sur les capacités du droit français à accueillir les SPAC sont avant tout fondées sur des idées préconçues qu'il convient de déconstruire. Afin d'améliorer l'attractivité de la place, il convient donc d'effectuer un travail de communication fort pour ajuster cette image.

Ce travail pourrait d'abord passer par une communication soulignant la qualité du cadre national et mettant en avant les outils juridiques qui permettent de constituer une SPAC sur le sol français. Cela pourrait se matérialiser par l'élaboration de *templates* pour promouvoir la sécurité des opérations et asseoir l'idée que le cadre juridique français est accueillant. Sur ce terrain, les personnalités auditionnées remarquent que la création d'un guide, qui reprendrait de façon didactique les solutions techniques qui permettent de structurer une SPAC en droit français, permettrait d'attirer plus de *sponsors* et d'investisseurs, notamment paneuropéens. Un tel instrument pourrait, par exemple, être émis et actualisé par l'AMF ou une association de place.

La communication pourrait ensuite porter à la connaissance du public les expériences de SPAC réussies. De nature à donner confiance aux *sponsors* dans le potentiel de la place, ces messages modifieraient sans nul doute la perception qu'en ont les investisseurs, et permettraient de consolider Paris comme place alternative à Amsterdam.

§2. La mise en place d'un prospectus standardisé pour les SPAC

Il ressort également des auditions réalisées que la mise en place d'un calendrier accéléré pour l'introduction en Bourse des SPAC constituerait une piste sérieuse d'amélioration. Au moment de leur cotation, les SPAC ne disposent d'aucune activité opérationnelle et leurs titres sont réservés aux investisseurs professionnels. Par conséquent, leur *listing* ne devrait pas requérir un examen aussi long que pour une introduction en Bourse traditionnelle.

194. On notera néanmoins que contrairement aux droits américain et français, le droit néerlandais permet de ne pas émettre de prospectus au moment de la *de-SPAC*. Cette différence est susceptible de donner lieu à des arbitrages entre les places.

Le développement d'un prospectus standardisé pour les SPAC constituerait ainsi un axe intéressant en ce qu'il permettrait de mettre l'accent sur les thèmes les plus sensibles propres à ce véhicule, améliorerait la protection des investisseurs, rassurerait les acteurs de marché en offrant un cadre standardisé et stable, et permettrait une revue accélérée des dossiers. Plus encore, le mécanisme fournirait un mode d'emploi clair aux fondateurs, sans entamer la souplesse du droit français pour autant[195].

Évidemment, cela suppose que le modèle de SPAC soit suffisamment standardisé pour qu'un prospectus type puisse être établi. Bien que ce ne soit pas encore le cas, le développement de ce type de véhicule sur le sol européen devrait toutefois aboutir à harmoniser les pratiques entourant leur constitution. Dans une telle hypothèse, aucun obstacle ne s'opposerait à la mise en place d'une procédure accélérée pour les SPAC. En effet, aucune disposition du Règlement Prospectus n'interdit de prévoir un calendrier de cotation accéléré pour certains types de sociétés[196]. Au demeurant, on ne saurait voir dans la mise en place de cette voie accélérée une rupture d'égalité avec le processus d'introduction classique. Comme relevé précédemment, la cotation d'une SPAC n'est pas un processus concurrent à l'introduction en Bourse traditionnelle, mais est auxiliaire à celle-ci[197].

§3. L'application du code de gouvernance avant l'opération de *de-SPAC*

Les développements antérieurs ont fait ressortir la difficile compatibilité de la SPAC avec certaines règles issues du code *AFEP-MEDEF*. La SPAC étant dénuée de toute activité opérationnelle au moment de sa cotation, l'application du plein dispositif de gouvernance prévu par ce code peut apparaître hors de propos en certains domaines[198]. L'expérience française en rend compte : il n'est pas rare que le prospectus d'introduction des SPAC mentionne que certaines dispositions du code seront écartées. Pour ce faire, les fondateurs sont contraints d'utiliser la procédure de *comply or explain* qui, en plus de diffuser une image négative au marché, aboutit à alourdir le processus d'introduction en Bourse du véhicule.

Cet état des choses ne saurait être jugé satisfaisant. Avant la *de-SPAC*, rien ne paraît justifier le déploiement d'un dispositif de gouvernance complet à un véhicule sans activité et qui a pour seul objectif d'acquérir une société cible. Dans le contexte particulier de pré-acquisition, il

---

195. En effet, l'établissement d'un prospectus simplifié ne saurait aboutir à prohiber la cotation des SPAC qui diffèrent du modèle retenu. L'introduction en Bourse de SPAC originales suivra simplement un processus plus long que celui proposé par le calendrier accéléré.

196. Art. 20 §2, Règl. *préc.* Si cette disposition fixe un délai maximum pour approuver le prospectus d'une société, aucune période minimale n'est prévue.

197. V. *supra* p. 29-30.

198. V. *supra* p. 43-44.

conviendrait donc d'écarter partiellement l'application du code *AFEP-MEDEF* à ce type de véhicule. Pour ce faire, le code pourrait comporter une recommandation spéciale qui viendrait exonérer les SPAC de l'application de certaines règles.

Évidemment, si cette facilité était donnée, il faudrait encore la soumettre à deux réserves ; matérielle d'une part, temporelle d'autre part. La première concerne la nature des dispositions que la SPAC se verrait dispensée de respecter. En effet, écarter l'application de certaines règles du code *AFEP-MEDEF* ne doit pas pour autant aboutir à exempter les SPAC du respect des dispositions qui contiennent les risques propres à ce type de société, notamment celles qui visent à gérer les conflits d'intérêts susceptibles de se présenter. La seconde réserve concerne la durée de cette facilité. Celle-ci ne saurait être définitive : une fois la *de-SPAC* réalisée, l'exemption ne sera plus justifiée ; il conviendra, dès lors, de faire pleine application du dispositif de gouvernance prévu par le code.

SECTION 2.
LES AMÉLIORATIONS ENVISAGEABLES DU DISPOSITIF LÉGISLATIF

La confrontation aux pratiques étrangères du fonctionnement des SPAC françaises révèle certaines rigidités de la réglementation actuelle. Exposées au travers des SPAC, ces rigidités dépassent ce seul phénomène et mettent aussi en lumière la difficulté du droit français à répondre à certaines attentes de sociétés exerçant dans des secteurs porteurs, notamment ceux de la *tech* et des biotechnologies. Aussi et pour offrir une plus grande compétitivité au droit français sur ce terrain, trois évolutions peuvent être envisagées. La première serait d'autoriser le recours aux droits de vote multiples au sein des sociétés cotées **(§1)**. La deuxième, de moderniser le régime de la délégation et de l'augmentation de capital **(§2)**. La dernière, d'aménager certains régimes fiscaux afin de mieux tenir compte des spécificités liées aux SPAC **(§3)**.

§1. L'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées

Si les actions de préférence stipulées rachetables permettent déjà de répliquer le modèle SPAC en droit positif[199], introduire la faculté de créer des actions à droits de vote multiples offrirait une plus grande marge de liberté aux différentes parties en présence. Largement diffusée sur les principales places financières **(A)**, l'introduction de ce mécanisme, à condition de l'assortir d'un régime équilibré, offrirait un véritable avantage à la place de Paris **(B)**.

199. V. *supra* p. 39-40.

A. Le droit de vote multiple sur les principales places financières

Si le droit de vote plural n'est pas ouvert aux sociétés cotées ayant leur siège en Allemagne, en Espagne ou en Italie[200], le procédé existe aux États-Unis **(i)**, aux Pays-Bas **(ii)** et tend désormais à être reçu au Royaume-Uni **(iii)**.

(i) Le dual class stock américain

Aux États-Unis, toute société cotée peut statutairement recourir au « *dual class stock* ». Ce procédé offre à la société en cause la possibilité de créer différentes catégories d'actions auxquelles sont attachés des droits de vote distincts. L'émission de telles actions est néanmoins surveillée, aussi bien par le régulateur américain que par l'entreprise de marché[201].

En pratique, la Commission constate une nette augmentation des sociétés ayant recours à ce mécanisme. Ainsi, entre 2005 et 2015, le nombre de sociétés cotées américaines ayant recours à cette structure d'actions à double classe a augmenté de 44 %[202].

(ii) Le régime néerlandais des actions à droit de vote multiple

Aux Pays-Bas, les sociétés cotées peuvent émettre deux ou plusieurs catégories d'actions auxquelles est associé un nombre différent de droits de vote. Si le droit néerlandais est particulièrement souple en la matière, la liberté n'est cependant pas totale. Le ratio multiplicateur action/droits de vote est en effet limité à 3 si le nombre d'actions composant le capital social est inférieur à 100, et à 6 dans le cas contraire.

Comme aux États-Unis, un recours croissant au mécanisme est constaté dans les montages opérés aux Pays-Bas. Le fournisseur d'indices *MSCI* indique ainsi qu'au 1er septembre 2017, 23,1 % de la capitalisation boursière des émetteurs néerlandais inclus dans l'indice MSCI ACWI avaient une structure d'actions multi-classes[203].

(iii) Les recommandations de la Hill Review britannique

Déjà présentées, les modifications proposées par le *Hill Review* recommandent aussi d'admettre l'introduction d'actions à droits de

---

200. Si les sociétés cotées italiennes sont privées du mécanisme d'actions à droits de vote multiples, elles peuvent néanmoins émettre des actions à droit de vote surpondéré (avec un maximum de 2 voix), à condition que de telles actions soient émises avant l'introduction en Bourse de la société et que leur durée de détention soit supérieure à 24 mois.

201. Le *ratio* multiplicateur droit de vote/action est généralement autorisé jusqu'à 10.

202. SEC, *Recommendation of the Investor as Owner Subcommitte : Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies, Investor Advisory Committee*, mars 2018.

203. MSCI, *Should Equity indexes Include stocks of companies with share classes having unequal voting rights ?* janv 2018.

vote multiples sur le segment « *premium* » du *London Stock Exchange*. Si cette proposition n'est pas immédiatement liée au développement des SPAC[204], son adoption ne manquera pas d'influencer directement cette pratique. Pour éviter tout détournement du futur procédé, le rapport préconise néanmoins d'adopter plusieurs garde-fous[205].

D'abord, et afin de restreindre l'accès au procédé, le rapport préconise de réserver l'attribution de droits de vote multiples aux seuls détenteurs d'actions exerçant des fonctions de direction au sein d'une société, et d'imposer d'importantes restrictions au transfert de ces titres.

Pour que le mécanisme demeure provisoire, le rapport propose aussi de limiter dans le temps les droits de vote multiples *via* l'institution d'une *sunset clause* à 5 ans[206].

Pour éviter la concentration excessive du pouvoir et assurer que les intérêts économiques des détenteurs d'actions à droit de vote plural ne soient pas totalement déconnectés de celui de la société, les auteurs du rapport préconisent également de limiter le ratio de vote à 20:1, ratio avec lequel la majorité des droits de vote peut être atteinte avec 4,8 % du capital de la société.

Enfin, la Hill Review envisage de limiter le champ des décisions au sujet desquelles les droits de vote multiples pourront être pris en compte, afin que l'innovation serve d'abord et avant tout à assurer la pérennité de la gouvernance d'une société.

B. Le régime français des droits de vote multiples dans les sociétés cotées

Contrairement aux sociétés non cotées qui ont désormais la faculté d'émettre des actions de préférence à droit de vote plural[207], les sociétés cotées n'ont pas la possibilité de recourir à un tel procédé. Pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et sauf clause contraire des statuts, seule l'attribution automatique d'un droit de vote double à l'ensemble des actions nominatives détenues depuis deux ans est possible[208].

---

204. En pratique en effet, les SPAC anglaises sont listées sur le compartiment standard du marché et non sur celui *premium*.

205. *UK Listing Review, préc.*, p. 19-21.

206. Ces clauses permettent de prévoir qu'un mécanisme cessera de produire ses effets après une date spécifique, à moins qu'une nouvelle décision soit prise afin d'en prolonger les effets.

207. Voir l'article L. 228-11 du Code de commerce tel que modifié par la loi *PACTE* du 22 mai 2019 (H. Le NABASQUE, « Les incidences de la loi PACTE sur le financement des sociétés par actions », in *Loi PACTE et droit des sociétés, Bull. Joly Soc.*, juin 2019, p. 70 et s. ; A. COURET, « Les destinées du droit de vote dans les réformes 2019 du droit des sociétés », *JCP* E n° 46, 2019, 1501, *spéc.* n° 9 et s.).

208. Art. L. 225-123 al. 3 C. Com. Sur le procédé, voir not. : A. COURET, « Le retour du débat sur le droit de vote double », *JCP E* 2013, 1518 ; D. MARTIN et K. ANGEL, « L'instauration d'un droit de vote double automatique : une ambition à la Pyrrhus ? » *JCP E* 2014, 1044 ; S. TORCK, « L'attribution automatique du droit de vote double », *Dr. sociétés* n° 7, juill. 2014, dossier 7.

Pourtant, le mécanisme des droits de vote multiples revêt un réel intérêt pour les fondateurs de la SPAC comme pour ceux de la cible. Du côté des fondateurs de la SPAC, le procédé permettrait d'éviter une trop forte réduction du *promote* en cas d'augmentation de capital opérée au moment de la *de-SPAC*. De la même façon, le mécanisme assurerait aux fondateurs de la cible de conserver la main sur le contrôle de la société après la *de-SPAC* et de pouvoir ainsi poursuivre la mise en œuvre de leur vision d'entreprise.

Les personnes auditionnées ont néanmoins relevé que l'introduction du droit de vote plural au sein des sociétés cotées devait s'accompagner d'un régime équilibré. S'inspirant des pratiques européennes et notamment anglo-saxonnes, il serait ainsi possible de limiter les droits de vote multiples en fixant une limite au coefficient multiplicateur, en encadrant leur durée et en réservant leur mise en œuvre à certaines questions précises, comme celles relatives à la gouvernance.

§2. L'assouplissement du régime de la délégation et de l'augmentation de capital

Les différents événements qui ponctuent la vie de la SPAC amènent généralement les fondateurs à procéder à une augmentation de capital lors de la *de-SPAC*. Cette augmentation est alors susceptible de revêtir trois formes. Afin de répondre à un besoin de liquidité, l'augmentation peut d'abord avoir lieu en numéraire, en procédant à un « *PIPE* » (*Private Investment in Public Equity*), c'est-à-dire à une augmentation de capital réservée à certains investisseurs. L'augmentation peut aussi avoir lieu par apport en nature, le mécanisme permettant alors aux actionnaires de la société cible de recevoir des actions de la SPAC en contrepartie de l'apport de leurs participations au sein de la cible.

Le cadre juridique français de l'augmentation de capital s'avère pourtant complexe, à tel point qu'il apparaît déconnecté des attentes de la pratique qui recherche un régime sécurisé et simple d'utilisation. Pour illustrer la nécessité d'amender le régime actuel de la délégation et de l'augmentation de capital, la même démarche que pour le droit de vote plural sera suivie. Une présentation des mécanismes existants au sein des principales places financières (A) précédera les propositions formulées par la Commission s'agissant du cadre français (B).

A. Les délégations et augmentations de capital sur les principales places financières

Si le cadre américain offre une grande marge de liberté quant aux délégations et augmentations de capital (i), cette souplesse gagne également l'Europe, et plus spécialement l'Allemagne (ii), le Royaume-Uni (iii) et les Pays-Bas (iv).

(i) Délégations et augmentations de capital aux États-Unis

Aux États-Unis, les modalités entourant les augmentations de capital, comme celles encadrant la faculté de déléguer leur réalisation, dépendent très largement des clauses statutaires. En pratique, l'augmentation de capital est généralement conditionnée à un vote de l'assemblée générale des actionnaires à la majorité qualifiée, dite « *supermajority* ». Au-delà, le cadre américain s'avère extrêmement souple. Sauf clause statutaire contraire, le recours à une émission réservée comme la réalisation d'une augmentation de capital par apport en nature sont autorisés. Déléguer cette compétence aux organes de direction l'est tout autant.

La règle de marché, dite « *20% Rule* », limite toutefois cette liberté. En vertu de celle-ci, lorsque l'augmentation de capital envisagée dans une société reviendrait à émettre 20 % ou plus des actions déjà en circulation ou de leurs droits de vote, elle devra respecter un certain nombre d'exigences. L'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires sera notamment requise.

(ii) Délégations et augmentations de capital en Allemagne

En Allemagne, la décision d'augmenter le capital revient à l'assemblée générale extraordinaire et requiert une majorité des deux tiers des droits de vote. L'assemblée peut néanmoins déléguer sa compétence au directoire, avec l'accord du conseil de surveillance, à condition d'assortir cette délégation d'un plafond et d'une durée prédéterminés. En droit positif, cette délégation ne peut ni excéder 5 ans, ni dépasser 50 % du capital existant.

Dans le cadre d'une émission réservée, le régime allemand autorise la création d'un « *bedingtes Kapital* » (« *capital conditionnel* »), particulièrement utile lors des opérations de fusions-acquisition. Ce capital conditionnel est, cependant, limité à 50 % du capital existant.

Le droit allemand autorise également la réalisation d'augmentations de capital par apport en nature et admet même sa délégation à l'organe de direction. La délégation doit néanmoins respecter certaines conditions relatives à l'apporteur et aux biens apportés. De plus, un commissaire aux apports doit être nommé afin qu'un rapport d'évaluation soit réalisé.

(iii) Délégations et augmentations de capital au Royaume-Uni

Le droit anglais connaît le mécanisme dit de capital autorisé. Par ce procédé, les sociétés de capitaux britanniques *peuvent*[209] statutairement prévoir le recours au capital autorisé, c'est-à-dire prévoir un montant maximal d'actions qu'une société est d'ores et déjà autorisée à émettre. Or, si la modification du capital autorisé doit intervenir *via* une résolution spéciale de l'assemblée générale adoptée à 75 % des voix exprimées, la décision d'augmenter le capital peut être prise à la majorité simple.

---

209. Depuis le Companies Act de 2006, cette précision n'est plus obligatoire.

Si cette faculté est prévue par les statuts de la société ou qu'elle a été votée par l'assemblée générale, le capital autorisé permet également aux dirigeants de procéder à une augmentation de capital. Comme en droit allemand, la délégation doit cependant respecter certaines conditions : elle doit spécifier le nombre maximal d'actions qui peuvent être émises et prévoir un délai qui ne peut excéder 5 ans à compter de la constitution de la société, si cette faculté est prévue dans les statuts, ou à compter du vote de la résolution dans les autres cas. L'autorisation pourra toutefois être prorogée pour une nouvelle période, qui ne peut excéder cinq ans, et être révoquée à tout moment par une résolution des actionnaires.

Les règles britanniques en matière d'augmentation du capital présentent ainsi deux avantages au moment de la *de-SPAC*. Le premier réside dans la simplicité d'utilisation du capital autorisé, qui permet de prévoir de futures augmentations de capitaux qui pourront, le moment venu, être votées à la majorité simple. Le second découle de la flexibilité de ce droit, qui ouvre notamment le droit de déléguer la réalisation de l'augmentation de capital aux organes de direction pour une durée qui dépasse le délai habituel de 24 mois pour procéder à la *de-SPAC*.

(iv) Délégations et augmentations de capital aux Pays-Bas

Le droit néerlandais retient le même mécanisme de capital autorisé. Il distingue néanmoins deux types de sociétés : les sociétés à responsabilité limitée publiques (« *Naamloze Vennootschap* » ou « *NV* ») et les sociétés à responsabilité limitée privées (« *Besloten Vennootschap* » ou « *BV* »). Les règles relatives aux augmentations de capitaux varient ainsi selon la société en cause.

Dans une *NV*, les statuts doivent nécessairement préciser le capital autorisé de la société, c'est-à-dire le montant maximal d'actions que la société est capable d'émettre. En outre, au moins 1/5^{e} du capital autorisé doit avoir été émis. Enfin, toute modification du capital autorisé requiert une modification des statuts par résolution de l'assemblée générale.

Dans une *BV*, depuis le 1er octobre 2012, les statuts ne sont plus tenus de préciser le capital autorisé de la société. Néanmoins, si les statuts effectuent cette précision, l'exigence relative à l'émission des 1/5^{e} du capital autorisé disparaît.

Dans ces deux sociétés, la décision d'augmentation du capital revient à l'assemblée générale, qui statue à la majorité simple des voix exprimées, sans qu'aucun *quorum* ne soit requis.

De la même façon, tout organe désigné statutairement ou par une résolution de l'assemblée générale peut procéder à une augmentation de capital. Les délégations sont néanmoins soumises à plusieurs conditions spécifiques selon le type de société cause. Dans les *NV*, la délégation doit préciser le nombre maximal d'actions susceptibles

d'être émises et ne peut excéder une durée de 5 ans, qui peut être exceptionnellement prorogée. L'autorisation de procéder à l'augmentation de capital ne peut pas être révoquée, sauf à ce que la possibilité d'une révocation ait été explicitement prévue. Dans les *BV*, au contraire, la délégation n'est soumise à aucune condition de durée. En contrepartie, l'autorisation d'y procéder est toujours révocable.

Plus complexe que la réglementation anglaise, le cadre juridique néerlandais offre néanmoins de réels avantages dans le contexte de la *de-SPAC*, notamment grâce au mécanisme du capital autorisé et à la durée des délégations consenties aux organes de direction.

B. Le régime français de la délégation et de l'augmentation de capital

En France, la décision d'augmenter le capital revient à l'assemblée générale extraordinaire[210]. Elle requiert la majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents ou représentés[211]. L'assemblée peut déléguer cette compétence au conseil d'administration, aussi bien pour fixer les modalités d'émissions de l'opération[212] que pour décider du principe de l'augmentation de capital[213]. Dans cette dernière hypothèse, l'assemblée devra néanmoins fixer le plafond, ainsi que la durée de la délégation, qui ne pourra excéder 26 mois.

Si les voies permettant de procéder à une augmentation de capital sont variées, trois intéressent principalement les SPAC. Il s'agit de l'émission de titres par voie d'offre au public, de l'émission réservée et de l'augmentation de capital par apport en nature. Les modalités de ces opérations seront, dès lors, examinées successivement.

L'émission de titres par voie d'offre au public s'avère particulièrement utile au moment de la *de-SPAC*, notamment pour permettre au véhicule de lever des fonds supplémentaires *via* un *PIPE*. Cette modalité d'augmentation du capital présente néanmoins certaines rigidités, notamment du fait d'une double limite de prix et de volume. En effet, pour toute société ayant ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé, le prix d'émission des titres doit au moins être égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de Bourse, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 %[214]. De même, lorsque l'augmentation est réalisée *via* une offre destinée à des investisseurs qualifiés, elle doit être limitée à 20 % du capital social par an[215].

---

210. Art. L. 225-129 C. Com.
211. Art. L. 225-96 C. Com.
212. Art. L. 225-129-1 C. Com.
213. Art. L. 225-129-2 C. Com.
214. Art. L. 22-10-52 C. Com. et R. 22-10-32 C. Com.
215. Art. L. 225-136, 2° C. Com.

Pour éviter ces contraintes de prix et de volume, une autre option est ouverte aux SPAC souhaitant lever des fonds supplémentaires : elle consiste à procéder à une émission de capital réservée[216]. Cette modalité n'est, toutefois, pas sans inconvénients. Elle exige que les personnes ou catégories de personnes soient strictement déterminées par l'assemblée générale dès avant l'augmentation de capital, et interdit que ces personnes ainsi désignées puissent prendre part au vote de l'opération[217]. En outre, le cadre français impose que l'émission soit réalisée dans un délai de dix-huit mois à compter de l'assemblée générale qui l'a décidée ou qui a voté la délégation à l'organe chargé de la réaliser[218].

Enfin, l'augmentation de capital par voie d'apport en nature peut constituer une modalité intéressante au moment de la *de-SPAC*. Ouverte aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, une augmentation de capital en vue de rémunérer les apports en nature consentis à la société peut être déléguée au conseil d'administration de la société[219]. Elle sera néanmoins soumise à certaines limites, dont une importante dans le contexte d'une SPAC : l'augmentation ne pourra excéder 10 % du capital social de la société émettrice.

Particulièrement strictes, les règles françaises en matière d'augmentation du capital posent donc plusieurs difficultés au moment de la *de-SPAC*.

En premier lieu, le fait que l'augmentation de capital soit conditionnée au vote d'une majorité renforcée aboutit à handicaper le droit français en comparaison de certaines places financières concurrentes, qui retiennent une majorité simple.

En deuxième lieu, la durée des délégations consenties aux organes de direction s'avère particulièrement courte. Or, en cas d'augmentation de capital par émission réservée, la durée maximum de la délégation, égale à 18 mois, s'avère incompatible avec la durée de 24 mois dont disposent généralement les SPAC pour mener à bien leur acquisition et réaliser un éventuel *PIPE*.

En dernier lieu, les limites de volume lors de l'émission par appel au public ou de l'augmentation par apport en nature rendent difficiles la réalisation de la *de-SPAC*, qui prend souvent la forme d'une augmentation au bénéfice des actionnaires de la cible qui apportent en nature l'*intégralité* des actions de la cible[220].

---

216. Pour une analyse comparant les avantages et inconvénients de deux procédés : P-A. CONCHON, « Les augmentations de capital 'fermées' dans les sociétés cotées (C. com., art. L. 225-136 et L. 225-138) », *Bull. Joly Bourse* juin 2013, p. 310.

217. Art. L. 225-138 I. C.Com.

218. Art. L. 225-138 III. C.Com.

219. Art. L. 22-10-53 C. Com.

220. V. *supra* p. 52-53.

Introduire la notion de capital autorisé en droit français permettrait de résoudre ces difficultés. Une telle proposition apparaît toutefois trop ambitieuse au regard des mécanismes que connaît actuellement la réglementation française. Le procédé s'acclimate en effet difficilement avec les règles qui régissent les augmentations de capital. En l'état, intégrer la notion de capital autorisé en droit français se révèle délicat, sauf à opter pour une réforme d'envergure. Ce faisant, la Commission a préféré formuler des propositions en adéquation avec l'esprit des règles propres aux augmentations de capital. Deux modifications du droit positif sont ainsi proposées.

La première concerne la durée de délégation de l'augmentation de capital réservée. Ce délai est actuellement fixé à 18 mois par l'article L. 225-138 du Code de commerce. Le rapport au président de la République qui accompagne l'ordonnance du 24 juin 2004 précise que ce délai est, « pour des raisons pratiques, ramené à dix-huit mois au lieu de deux ans. Ce délai permet d'éviter toute vacance dans la délégation de l'assemblée qui peut, l'année suivante, ne pas se réunir exactement à la même date »[221]. Ce délai est donc justifié par des raisons pratiques, qui tiennent à la volonté d'éviter une vacance dans la délégation. Or, la pratique actuelle des SPAC révèle le besoin d'augmenter ce délai afin de le faire correspondre à celui de droit commun, fixé à 26 mois. La Commission propose, en conséquence, de réviser ce délai afin de l'aligner sur celui prévu à l'article L. 225-129-2 du Code de commerce. Il est à noter que cette modification respecterait l'esprit actuel du dispositif puisqu'elle permettrait tout autant d'éviter une vacance dans la délégation.

Outre ce premier amendement, une seconde modification du cadre législatif apparaît souhaitable. Elle consiste à introduire une nouvelle hypothèse de délégation. Propre aux sociétés cotées, cette délégation *ad hoc* aurait pour objet de laisser au conseil d'administration ou au directoire le soin de désigner les personnes à qui l'augmentation de capital sera réservée. Si cette modification n'intéresse pas directement les sociétés cotées les plus importantes, elle viendrait en revanche combler les attentes des SPAC et des sociétés en forte croissance.

Introduire un nouveau cas de délégation implique néanmoins d'en encadrer la mise en œuvre. À ce titre, plusieurs encadrements ont été envisagés par la Commission. Ils portent sur le volume global de l'opération, le prix retenu, la gestion des conflits d'intérêts et l'information délivrée.

Une première limite quant au pourcentage du capital social susceptible d'être augmenté apparaîtrait souhaitable. Elle pourrait être de 30 % par an.

---

221. *Rapport au président de la République relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale*, JORF n° 175, 30 juill. 2004.

Une deuxième pourrait venir limiter les conflits d'intérêts potentiels. Elle consisterait à prévoir que la personne désignée comme bénéficiaire de l'augmentation, si elle est administrateur ou membre du directoire, ne pourra prendre part ni aux délibérations ni au vote du conseil ou du directoire sur l'opération.

Une troisième limite pourrait être relative au prix. S'inspirant du dispositif existant en matière d'augmentation de capital par offre au public, la limite assurerait que le prix soit au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de Bourse précédant la décision du conseil d'administration du directoire d'augmenter le capital, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 %. Dans certaines circonstances, un dépassement de cette décote pourrait être autorisé, sous réserve qu'un expert indépendant soit désigné.

Enfin, pour garantir la correcte information des actionnaires, il serait souhaitable qu'un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par le commissaire aux comptes, s'il en existe, vienne décrire les conditions définitives de l'opération.

Le détail des modifications législatives induites par cette dernière proposition figure en annexe au rapport.

§3. Les aménagements du cadre fiscal.

Si l'on exclut toute considération fiscale non spécifique aux SPAC, certains régimes fiscaux pourraient faire l'objet d'aménagements afin de mieux tenir compte des caractéristiques de ces véhicules.

Par exemple, le fait que, jusqu'à l'opération de *de-SPAC*, la SPAC n'exerce aucune activité et ne détienne initialement que de la trésorerie, pourrait être incompatible avec certains régimes fiscaux qui exigent l'exercice effectif par la société concernée d'une activité opérationnelle, telle que la définition des réinvestissements éligibles pour le maintien du mécanisme de report d'imposition prévu par l'article 150-0 B *ter* du CGI, la définition des investissements éligibles pour obtenir la qualification de « fonds fiscal » au sens de l'article 163 *quinquies* B du CGI, ou encore la définition des sociétés dont les titres sont éligibles au régime des pactes Dutreil de l'article 787 B du CGI.

Ainsi, lorsque l'un des fondateurs ou investisseur, personne physique, souhaite investir dans la SPAC *via* une société holding à la suite de la cession de titres préalablement apportés à celle-ci moins de trois ans avant cette cession sous le régime de report d'imposition de l'article 150-0 B *ter* du CGI, le réinvestissement dans la SPAC pourrait ne pas constituer un réinvestissement éligible. En effet, à la date du réinvestissement[222], la SPAC n'exerce pas « une activité commerciale

222. Qui aura lieu avant l'opération de *de-SPAC*.

(…), industrielle, artisanale, libérale ou agricole ou financière » et, si le texte vise également les réinvestissements dans les sociétés « ayant pour objet social exclusif de détenir des participations dans des sociétés exerçant [de telles activités] », l'application de cette disposition à la SPAC est incertaine dès lors que, nonobstant la rédaction de son objet social, il ne détiendra que de la trésorerie jusqu'à l'opération de *de-SPAC*.

Cette absence d'activité jusqu'à la *de-SPAC* est également susceptible de poser des difficultés lorsque l'investissement dans la SPAC est fait par l'intermédiaire d'une structure bénéficiant du statut de « fonds fiscal » au sens de l'article 163 *quinquies* B du CGI, qui doit notamment s'assurer qu'au moins 50 % de son actif (le « Quota Fiscal ») est investi dans des sociétés exerçant une activité commerciale, industrielle ou artisanale ou, sous certaines conditions et limites, dans des sociétés holdings[223]. Une autre difficulté peut tenir au fait que les titres admis aux négociations, sur un marché réglementé ou organisé dont la capitalisation boursière est supérieure à 150 millions d'euros, ne sont pas pris en compte pour la détermination du Quota Fiscal.

S'agissant du régime des pactes Dutreil, les mêmes problématiques, liées à l'absence d'activité opérationnelle de la SPAC jusqu'à l'opération d'acquisition, pourraient se poser. Toutefois, à la différence des deux régimes précédents, qui s'apprécient à la date de l'investissement, ces problématiques pourraient être relativisées s'agissant du régime Dutreil, dans la mesure où la montée au capital des *sponsors*, leur permettant d'accéder à ce régime, devrait être concomitante à la *de-SPAC*, et donc à la constatation de l'exercice d'une activité éligible[224].

Pour pallier ces difficultés, plusieurs solutions peuvent être envisagées afin d'étendre et de sécuriser l'application de ces régimes aux SPAC. Il pourrait, par exemple, être proposé d'élargir la définition fiscale d'activité éligible à la situation spécifique des SPAC ou de procéder à une assimilation des SPAC aux sociétés exerçant une activité éligible telle qu'elle est actuellement définie[225].

Un tel aménagement, qui supposerait probablement d'introduire une définition fiscale des SPAC, ne serait pas inédit en droit fiscal. En outre, cela ne serait pas contraire à l'esprit des dispositifs fiscaux reposant sur la notion d'activité opérationnelle dans la mesure où si, à la date de l'investissement, la SPAC n'a pas encore d'activité ni de titres à son bilan, celle-ci a été créée pour réaliser l'un de ces deux objets sous le contrôle de l'autorité de marché compétente. La SPAC dispose ainsi, dès sa création, d'une activité éligible en germe.

---

223. Mais, dans ce cas, uniquement à hauteur des investissements dans des sociétés exerçant une telle activité éligible.

224. Soit suite à l'absorption de la cible, soit, en l'absence d'absorption, par la potentielle qualification de la SPAC en société holding animatrice ou intermédiaire.

225. Et ce, non seulement dès leur constitution, mais également si, ultimement, aucune opération de *de-SPAC* n'intervient.

Si l'on étend la réflexion aux considérations fiscales qui ne sont pas spécifiques aux SPAC, il apparaît également que certains régimes sont de nature à freiner l'émergence de la France en tant que destination de premier plan pour les SPAC. Ils gagneraient donc à être améliorés pour renforcer encore l'attractivité de la place parisienne. Il en va ainsi, par exemple, des régimes fiscaux nationaux tels que le régime des plus-values à long terme, le régime mère-fille et, plus généralement, le régime des retenues à la source sur les dividendes qui ne sont pas aussi attractifs que certains régimes étrangers, comme ceux qui existent aux Pays-Bas, par exemple.

CONCLUSION DU CHAPITRE 3

Si le cadre juridique national permet d'ores et déjà d'accueillir les SPAC et offre un terrain favorable à leur développement, certains aménagements permettraient encore d'améliorer la compétitivité de la place parisienne, à la fois pour et au-delà de la problématique SPAC.

Outre un nécessaire effort de communication, une première série d'améliorations consisterait à adapter certaines pratiques à la spécificité des SPAC. Ainsi, l'établissement d'un prospectus standardisé et l'aménagement des règles de gouvernance édictées par le code *AFEP-MEDEF* contribueraient à accroître l'attractivité de la place.

Plus conséquentes, les autres améliorations viseraient à amender le dispositif législatif afin d'apporter plus de souplesse au droit français des sociétés. L'introduction du droit de vote plural dans les sociétés cotées et la révision des règles relatives aux augmentations et délégations de capital, permettraient ainsi d'aligner le droit national avec les pratiques admises au sein des principales places financières. Au-delà de la seule question des SPAC, ces modifications offriraient également une réponse aux revendications des sociétés exerçant dans les secteurs de la santé et des nouvelles technologies.

ANNEXES

PROPOSITION DE RETOUCHE RÉDACTIONNELLE DE L'ARTICLE L. 225-138 DU CODE DE COMMERCE

I. L'assemblée générale, qui décide l'augmentation du capital, peut la réserver à une ou plusieurs personnes nommément désignées ou catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées. À cette fin, elle peut supprimer le droit préférentiel de souscription. Les personnes nommément désignées bénéficiaires de cette disposition ne peuvent prendre part au vote. Le quorum et la majorité requis sont calculés après déduction des actions qu'elles possèdent. La procédure prévue aux articles L. 225-147 et L. 22-10-53 n'est pas applicable.

Lorsque l'augmentation de capital est réservée[226] en faveur d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques qu'elle fixe, l'assemblée générale extraordinaire peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire le soin d'arrêter la liste des bénéficiaires au sein de cette ou de ces catégories et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux, dans les limites des plafonds prévus au premier alinéa de l'article L. 225-129-2. Lorsqu'il fait usage de cette délégation, le conseil d'administration ou le directoire établit un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par le commissaire aux comptes, s'il en existe, décrivant les conditions définitives de l'opération.

II. Le prix d'émission ou les conditions de fixation de ce prix sont déterminés par l'assemblée générale extraordinaire sur rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur rapport spécial du commissaire aux comptes de la société, ou, s'il n'en a pas été désigné, d'un commissaire aux comptes désigné à cet effet selon les modalités prévues aux articles L. 225-228 et L. 22-10-66.

III. L'émission doit être réalisée dans un délai de dix-huit mois à compter de l'assemblée générale qui l'a décidée ou qui a voté la délégation prévue à l'article L. 225-129.

226. Modification purement rédactionnelle qui fait écho à l'expression employée dans la proposition de rédaction de l'article L. 22-10-52-1 C. com.

PROPOSITION DE RÉDACTION D'UN NOUVEL ARTICLE. L. 22-10-52-1 DU CODE DE COMMERCE

Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation soumis aux dispositions du II de l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier, lorsque l'augmentation de capital est réservée à une ou plusieurs personnes nommément désignées, l'assemblée générale extraordinaire peut, dans la limite de 30 % du capital social, déléguer au conseil d'administration ou au directoire sa compétence pour la décider et désigner cette ou ces personnes. La personne nommément désignée, si elle est administrateur ou membre du directoire, ne peut prendre part ni aux délibérations ni au vote du conseil ou du directoire sur l'opération. La procédure prévue aux articles L. 225-147 et L. 22-10-53 n'est pas applicable.

Le prix de l'émission est fixé par le conseil d'administration ou le directoire selon des modalités prévues par décret en Conseil d'État pris après consultation de l'Autorité des marchés financiers[227].

Lorsqu'il est fait usage de cette délégation, le conseil d'administration ou le directoire établit un rapport complémentaire à la prochaine assemblée générale ordinaire, certifié par les commissaires aux comptes, décrivant les conditions définitives de l'opération.

227. Voir proposition d'article R. 22-10-32-1 C. com.

PROPOSITION DE RÉDACTION D'UN NOUVEL ARTICLE R. 22-10-32-1 DU CODE DE COMMERCE

Par application du deuxième alinéa de l'article L. 22-10-52-1, le prix est au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de Bourse précédant la décision du conseil d'administration ou du directoire d'augmenter le capital au profit d'une ou plusieurs personnes qu'il désigne nommément, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 %.

Tout émetteur qui réalise l'augmentation de capital avec une décote par rapport au cours de Bourse supérieure à la décote maximale autorisée par l'alinéa 1 du présent article, désigne un expert indépendant qui applique les dispositions du règlement général de l'AMF sur l'expertise indépendante.

COMPOSITION DE LA COMMISSION

COMPOSITION DE LA COMMISSION

Il est entendu que les positions exprimées dans ce rapport ne préjugent en rien de celles des institutions auxquelles appartiennent ses membres et contributeurs.

■ PRÉSIDENT :

Jean Arthuis, ancien Ministre et parlementaire honoraire

■ RAPPORTEUR :

Olivier de Vilmorin, Avocat associé du cabinet Sullivan & Cromwell

■ SECRÉTAIRE GÉNÉRAL :

Hugo Nadjar, Doctorant, Attaché temporaire d'enseignement et de recherche à l'Université Paris II Panthéon-Assas

■ MEMBRES :

Maud Bakouche, Avocate associée du cabinet Racine Avocats

Gauthier Blanluet, Avocat associé du cabinet Sullivan & Cromwell et Professeur de droit à l'Université de Paris II Panthéon-Assas

Bruno Cavalié, Avocat associé et fondateur du cabinet Racine Avocats

Delphine D'Amarzit, Présidente-directrice générale d'Euronext Paris et membre du directoire d'Euronext

Jacques Deege, Directeur Juridique de Rothschild & Co

Elsa Fraysse, Secrétaire Générale de Rothschild & Co

Jérémie Gué, Responsable du Pôle juridique de l'Agence des Participations de l'Etat (APE)

Nicolas Huet, Secrétaire Général et membre du Directoire d'Eurazeo

Bruno Laffont, *Counsel* du cabinet Racine Avocats

Thomas Margenet-Baudry, Avocat associé et *Deputy Office Manager* du cabinet Latham & Watkins Paris

Christian Noyer, Haut fonctionnaire français

Sébastien Raspiller, Chef du service du Financement de l'économie de la Direction générale du Trésor

Geoffroy Renard, Secrétaire général et *General Counsel* de Tikehau Capital

David Revcolevschi, Avocat associé du cabinet McDermott Will & Emery AARPI

Olivier Saba, Avocat associé du cabinet Bredin Prat

Stéphane Torck, Professeur de droit à l'Université de Paris II Panthéon-Assas

■ PERSONNALITÉS AUDITIONNÉES :

Valéry Barrier, co-Responsable *equity capital market* Europe de Citi

Sonia Bonnet-Bernard, Fondatrice d'Associés en Evaluation et Expertise Financière

Besma Boumaza, Group General Counsel d'Accor

Cécile Cabanis, ancienne Présidente du conseil d'administration de 2MX Organic

Pierre-Antoine Capton, *Chief Executive Officer* chez Mediawan

Jay Clayton, *Sr Policy Advisor & Of Counsel* du cabinet Sullivan & Cromwell

Boubakar Dioné, Directeur juridique de BPI France

Igor Donnio, *Managing Director*, *Vice Chairman of Equity Capital Markets* chez BNP Paribas EMEA

Antoine de Guillenchmidt, *Managing director*, responsable de l'ECM France chez Goldman Sachs

Julie Klein, Professeure agrégée, membre du Haut Comité de Gouvernance des entreprises (HCGE)

Joëlle Lasry, Associée fondateur de Lasry Finance, commissaires aux avantages particuliers, y compris pour des opérations liées aux SPAC

Gianmarco Monsellato, Président de Deloitte France et Afrique francophone

Aurélien Narminio, Responsable de l'*Equity listing* d'Euronext N.V

Colette Neuville, Présidente de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM)

Aurélien Nicodeau, *Senior Legal Counsel (Equity Capital Markets/ M&A)*, Direction des Affaires Juridiques de l'Autorité des Marchés Financiers

Laurence Parisot, Présidente de Citi France

Thomas Pebay-Peyroula, Directeur, Rothschild & Co

Matthieu Pigasse, Associé de Centerview et fondateur de Mediawan et 2MX Organic

Caroline Ruellan, Présidente fondatrice de SONJ Conseil

Pierre Villadary, *Head of High-Tech, Media, Energy & Telco Unit at the Corp. Finance Division*, Autorité des Marchés Financiers

François Wat, Associé-gérant, *Co-Head of Global Equity Advisory*, Rotschild & Co

■ AUTRES PERSONNALITÉS AYANT CONTRIBUÉ À LA RÉDACTION

Victor Camatta, Avocat collaborateur du cabinet Bredin Prat

Jean-Florent Mandelbaum, Avocat associé du cabinet Bredin Prat

Cécile Mariotti, Avocate collaboratrice senior du cabinet Latham & Watkins

Morgane Praindhui De Beys, Avocate collaboratrice du cabinet Sullivan & Cromwell

Olivia Rauch-Ravisé, Avocate associée du cabinet Latham & Watkins

4, rue de la Planche 75007 Paris
Tél. : 01 53 63 40 04

leclubdesjuristes.com

RETROUVEZ-NOUS SUR