

# REVUE DE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER

sous la direction de :

THIERRY BONNEAU,  
DOMINIQUE LEGEAIS, HERVÉ LE NABASQUE

NOVEMBRE-DÉCEMBRE - **N° 6**

23<sup>e</sup> ANNÉE - ISSN 1620-9435

## SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY (SPAC)



47 > p. 51

## Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

Dossier sous la direction de Pauline PAILLER,  
par Maud BAKOUCHE,  
Bernard LAURENT-BELLUE, Bruno LAFFONT,  
Antoine HONTEBEYRIE, Domenico SIRACUSA,  
Laurence CROMP-LAPIERRE et Stéphane ROUSSEAU

### ► REPÈRE

6 > p. 1

Droits de vote multiples  
et sociétés cotées

par Hervé LE NABASQUE

### ► FOCUS

143 > p. 4

De la hausse des taux d'usure

par Myriam ROUSSILLE

### ► ÉTUDE

12 > p. 16

La nouvelle procédure  
de sauvegarde accélérée :  
la règle de la priorité absolue

par Reinhard DAMMANN,  
Mélanie GERRER et Arij HAMOUDA

### ► COMMENTAIRES

156 > p. 22

L'obligation de vigilance  
tirée de la lutte contre le  
blanchiment de capitaux et le  
financement du terrorisme n'est  
pas source de responsabilité  
civile pour le banquier

par Thierry SAMIN et Stéphane TORCK

179 > p. 36

Non-conformité de la collecte  
et de la conservation des  
données de trafic dans le cadre  
de la lutte contre les infractions  
boursières

par Nathalie MARTIAL-BRAZ

180 > p. 40

Intégration des obligations  
liées à la durabilité dans le  
règlement général de l'AMF  
par Michel STORCK

184 > p. 48

La CJUE précise les conditions  
de la responsabilité des  
banques centrales pour  
des dommages causés par  
la suppression de certains  
instruments financiers

par Thierry BONNEAU

## 48 SPACs : avant-propos



Maud BAKOUCHE,  
avocate associée,  
Cabinet Racine



Bernard LAURENT-BELLUE,  
docteur en droit, Of-Counsel,  
Cabinet Racine



et Bruno LAFFONT,  
docteur en droit, Counsel,  
Cabinet Racine

Certains investisseurs considèrent que le temps des SPACs est révolu compte tenu de la situation des marchés. Il semblerait, bien au contraire, que la singularité des SPACs puisse donner un nouvel essor à cette structure d'investissement : sans équivalent, celle-ci permet, en effet, de créer de manière accélérée des groupes cotés leaders dans des secteurs d'avenir.

1 - Après un développement spectaculaire aux États-Unis, les SPACs (« *Special Purpose Acquisition Companies* ») ont fait une entrée importante sur le marché européen, notamment en France. En Europe, les principales places financières qui ont accueilli des SPACs sont Paris et Amsterdam. En moins de 12 mois, l'an dernier, la place de Paris a vu cinq SPACs s'introduire en bourse.

2 - En 2022, les sommes levées dans le cadre de SPACs ont fortement diminué, d'abord aux États-Unis puis ensuite en Europe. À cela diverses raisons. Aux États-Unis, faute de pouvoir trouver des cibles attractives, certains fondateurs de SPACs ont été contraints de rembourser les investisseurs. Même si cela reste relativement rare, à titre d'exemple, il en a été ainsi de Bill Ackman qui a annoncé en juillet 2022<sup>1</sup> la liquidation de son véhicule d'investissement et le remboursement des 4 milliards de dollars levés 2 ans auparavant. En outre, le taux de rachat moyen des investisseurs appelés à se prononcer sur un projet d'acquisition (le « *redemption rate* ») n'a cessé d'augmenter au niveau mondial.

3 - Cela a conduit certains investisseurs à conclure que le temps des SPACs était révolu et que cette forme de véhicule avait des possibilités de développement désormais limitées.

4 - Il convient selon nous de faire la part des choses. Si l'averion aux risques sur les marchés financiers et la remontée des taux d'intérêt peuvent sembler faire perdre de l'attractivité à la création de nouveaux SPACs, le nombre de cotations de SPACs s'est en réalité réduit dans les mêmes proportions que celui des introductions en bourse.

5 - La singularité du SPAC lui confère un certain nombre d'atouts qui devraient lui permettre de perdurer dès lors que les conditions du marché et du secteur d'activité visés le permettent.

6 - Nous étudierons ces différents atouts après avoir décrit les principales règles de fonctionnement des SPACs.

### 1. Le principe du SPAC

7 - Un SPAC peut être défini comme une société, nouvellement constituée par une équipe de fondateurs également appelés « *sponsors* », sans aucune activité opérationnelle, ayant pour objet de lever des fonds sur le marché, auprès d'investisseurs professionnels prêts à investir sur la base d'un projet présenté et défendu par lesdits fondateurs.

8 - Ce fonds est levé dans le but exclusif, pour le SPAC, de

prendre diverses formes, notamment une acquisition, une fusion ou un apport de titres. Trouver la cible adéquate relève du travail et de la responsabilité des fondateurs, qui se sont engagés, lors de l'introduction en bourse, à identifier la cible et à réaliser cette première acquisition – dite « *Initial Business Combination* », ou *IBC* – dans un certain délai, la plupart du temps limité à 2 ans. À défaut de respecter ce délai et sauf décision contraire des actionnaires, il doit être procédé à la liquidation du SPAC.

9 - Ainsi, c'est bien sur la confiance qu'inspirent les fondateurs et sur leur projet que le succès du SPAC repose. Lors de l'introduction en bourse du SPAC, les investisseurs n'accepteront de souscrire des actions – pour un montant souvent compris entre 250M € et 300M € – que s'ils considèrent ce projet comme susceptible de créer de la valeur. Cette confiance dépendra notamment du savoir-faire et de la réputation des fondateurs, de leur expertise sectorielle et de leur crédibilité combinée à procéder à des opérations de fusion-acquisition et ce, d'autant plus que le SPAC peut souhaiter réaliser d'autres acquisitions après son *IBC*, dans le cadre de la constitution d'un groupe, d'un champion dans son domaine.

10 - Même sans activité opérationnelle, une fois coté, le SPAC est soumis à l'intégralité des règles de marché applicables, relatives tant aux abus de marché qu'aux obligations d'information prévues par le règlement MAR<sup>2</sup> ainsi qu'aux règles contenues dans les codes de gouvernement d'entreprise.

### 2. Les règles de fonctionnement du SPAC

11 - En France, les SPACs, structurés sous forme de sociétés anonymes, monistes dans la plupart des cas et comprenant à ce titre un conseil d'administration, demandent l'admission de leurs titres sur le compartiment professionnel du marché réglementé d'Euronext Paris. À cette fin, le SPAC lève des fonds auprès d'investisseurs qualifiés qui souscrivent à une augmentation de capital qui leur est réservée.

12 - Le cadre juridique français et européen paraît bien adapté à cette forme de véhicule. Des actions de préférence<sup>3</sup> accompagnées de bons de souscription d'actions, équivalentes aux « *units* » américains, sont émises au bénéfice des investisseurs qualifiés lors de l'introduction en bourse. Les préférences attachées aux actions souscrites par les investisseurs qualifiés sont

## 49 Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) : la première acquisition. – Principes et modalités



Maud BAKOUCHE,  
avocate associée,  
Cabinet Racine



Bernard LAURENT-BELUE,  
docteur en droit, Of-Counsel,  
Cabinet Racine



et Bruno LAFFONT,  
docteur en droit, Counsel,  
Cabinet Racine

Le *de-SPAC-ing* constitue l'étape clé du SPAC après son introduction en bourse. Il permet à celui-ci de réaliser son rapprochement d'entreprises (« *Initial Business Combination* ») selon le projet et dans le secteur visé par les fondateurs. Les modalités de réalisation du *de-SPAC-ing* induisent l'application des réglementations applicables à la forme d'acquisition envisagée et aux opérations de marché, ainsi que la mise en œuvre des mécanismes inhérents à la structure du SPAC.

1 - Le SPAC doit réaliser sa première acquisition (« *Initial Business Combination* » – IBC) dans un délai prédéfini dans son prospectus d'introduction en bourse, souvent de 18 à 24 mois (certains SPACs prévoyant la possibilité d'étendre ce délai de 3 à 6 mois dans l'hypothèse où une offre ferme serait conclue avant son expiration). Il s'agit du *de-SPAC-ing*. À défaut, il doit être liquidé.

2 - Quelles sont les modalités envisageables pour un *de-SPAC-ing* et quelles opportunités présentent-elles ? Comment s'articulent-elles avec les mécanismes juridiques de droit français ?

3 - Nous rappellerons d'abord l'environnement juridique français des SPACs avant d'évoquer la valorisation des sociétés cibles, les modalités de *de-SPAC-ing*, les hypothèses dans lesquelles le dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'un prospectus ainsi que, le cas échéant, d'une demande de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition sont requis. Les modalités d'approbation et de financement de l'IBC seront également rappelées. Il conviendra enfin d'analyser le devenir des actionnaires du SPAC à l'issue de la réalisation de l'IBC.

### 1. Environnement juridique français des SPACs

4 - Les SPACs ne font pas l'objet d'une réglementation spécifique en France. Ils sont soumis, comme toute société cotée, à la réglementation de marché<sup>1</sup>, laquelle apporte des garanties de transparence. Le droit français a permis non seulement la mise en place de SPACs en France depuis 2016 (date de création de

Mediawan, premier SPAC français) mais également l'adaptation de ces derniers aux besoins et aux demandes du marché.

5 - Dans le cadre de son introduction en bourse, le SPAC soumet au visa de l'AMF un prospectus qui décrit, notamment, le secteur d'activité visé par ses fondateurs – et plus généralement le projet de ces derniers – ainsi que les caractéristiques et termes précis des titres émis par le SPAC (actions de préférence et bons de souscription d'actions) au profit des fondateurs d'une part, et des investisseurs auprès desquels les capitaux sont levés d'autre part.

6 - Le choix de la société cible par le SPAC, dans le cadre de son IBC, se fera donc conformément au projet décrit dans son prospectus d'introduction en bourse.

7 - S'agissant des modalités de réalisation, les statuts des SPACs stipulent usuellement que l'IBC désigne toute opération d'acquisition(s), d'apport(s), de fusion(s), de prise(s) de participation ou toute autre opération d'effet équivalent ou similaire impliquant la société et une ou plusieurs sociétés et/ou autres entités juridiques, portant sur des titres financiers, et notamment des titres de capital, ou sur des actifs.

8 - Si le SPAC permet donc à la société cible d'accéder à la cotation de manière moins incertaine et plus rapide que l'admission par introduction en bourse ou par cotation directe<sup>2</sup>, plusieurs modalités de réalisation de cette première acquisition sont envisageables.

9 - Les trois seuls SPACs français ayant d'ores et déjà réalisé leurs premières acquisitions à ce jour – Mediawan en 2017, I2PO et 2MX Organic tout récemment en 2022 – ont permis de l'illustrer.

### 2. Le *de-SPAC-ing* : valorisation

10 - Si la valeur de l'opération doit au moins correspondre au seuil fixé dans le prospectus d'introduction en bourse – celui-ci étant usuellement de 75 % à 80 % du montant des fonds levés initialement par le SPAC dans le cadre de son introduction en bourse –, les tendances récentes de marché ont consisté à exiger que la valorisation de la société cible soit en réalité nettement supérieure au seuil précité.

1. V. sur la réglementation de marché de manière générale : C. com., art. L. 22-10-1 et suivants ; Livres 2, 4 et 6 du Code monétaire et financier ; Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ; PE et Cons. (UE), régl. (UE) n° 596/2014, 16 avr. 2014, sur les abus de marché ; JOUE n° L 173, 12 juin 2014, p. 1 ; PE et Cons. (UE) régl. (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ; JOUE n° L 168, 30 juin 2017, p. 12 ; PE et Cons. (UE), régl. (UE) n° 2019/980 du 14 mars 2019 sur la forme, le contenu, l'examen et l'approbation des prospectus ; JOUE n° L 166, 31 oct. 2020, p. 26 ; n° 16, 2020, p. 26.

## 50 La fiducie-sûreté, un instrument désormais efficace pour la garantie des investisseurs dans les SPACs



Antoine HONTEBEYRIE,  
professeur à l'université Paris-Saclay,  
avocat associé, Cabinet Racine

La création d'un SPAC nécessite de sécuriser la vocation des investisseurs à récupérer le prix de souscription en cas d'exercice de leur faculté de rachat ou de liquidation de la société. Par la garantie très forte qu'elle confère et la configuration spécifique qui est la sienne, la fiducie-sûreté est désormais pleinement adaptée à cet objectif. La récente réforme du droit des sûretés a en effet dissipé une incertitude qui pouvait, jusqu'alors, dissuader les opérateurs d'y recourir dans ce domaine.

1 - Depuis la réforme du droit des sûretés entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2022, la fiducie, introduite dans le Code civil en 2007 (C. civ., art. 2011 et s. et 2372-1 et s., en matière mobilière), est un instrument fort bien adapté à la création d'un SPAC. L'intérêt d'y recourir tient aux garanties dont les investisseurs doivent bénéficier pour que l'opération puisse recevoir le visa de l'Autorité des marchés financiers. Ces garanties sont nombreuses. Les plus classiques en la matière ont trait à l'information et à la prévention des conflits d'intérêts<sup>1</sup>. Mais il en est une, assez spécifique en l'occurrence, qui relève du droit des sûretés, et donc, en amont, du droit des obligations. On veut parler de cet avantage particulier qui doit être institué au profit des actionnaires-investisseurs afin de leur permettre, sous certaines conditions, de « sortir » de l'opération sans risque de perdre leur mise initiale. Deux voies, alternatives l'une de l'autre, leur sont ouvertes à cet effet. Elles débouchent, le cas échéant, sur des créances au profit des investisseurs. Le paiement de ces créances doit être garanti. Aux instruments envisageables à cette fin avant la réforme du droit des sûretés, s'ajoute, désormais, la fiducie-sûreté, qui est particulièrement adéquate à l'objectif poursuivi.

### 1. Les créances à garantir

2 - La première « voie de sortie » ouverte à l'investisseur est celle du rachat des actions par la société, suivie de leur annulation. Elle se profile lorsqu'intervient la phase dite de « de-SPAC-ing », où il s'agit pour les intervenants de se prononcer sur un projet d'*initial business combination* (IBC), c'est-à-dire sur un projet d'acquisition d'une cible. Dans le cas où ce projet vient à être approuvé conformément aux modalités prévues par les statuts, alors l'investisseur dispose d'une option qui lui permet de faire racheter ses actions par le SPAC s'il ne souhaite pas poursuivre l'aventure. Cette option est attachée à ses titres, qui ont la nature d'actions de préférence « rachetables à l'émission », c'est-à-dire dotées d'un droit au rachat organisé par les statuts, comme le prévoit l'article L. 228-12, III, du Code de commerce dans sa rédaction issue de la loi Pacte<sup>2</sup>. Elle est généralement ouverte sur une période de 30 jours à compter de la publication du projet

d'IBC. Si l'investisseur choisit de l'exercer, la société doit lui racheter ses actions pour leur prix de souscription (nominal plus prime d'émission). Cela se traduit très classiquement par une création de somme d'argent dudit investisseur sur la société, payable dans un délai variant de 4 à 8 semaines suivant les cas. Les exigences relatives à la création d'un SPAC imposent que l'investisseur soit assuré de recevoir le paiement de cette créance et de le recevoir à terme. Or, dans l'absolu, bien des circonstances pourraient menacer une telle perspective, par exemple un manque de trésorerie, précisément lié à l'exercice de l'option de rachat par de très nombreux investisseurs, ou encore des difficultés financières plus structurelles qui peuvent elles-mêmes se traduire par des mesures conservatoires bloquant les fonds de la société ou, plus radicalement, par l'ouverture d'une procédure collective. De là, la nécessité de garantir le paiement de la créance de rachat dans des conditions telles qui permettront à l'investisseur d'en être payé en toute hypothèse.

Mais cette créance de rachat n'est pas la seule qui soit susceptible de naître au profit de l'investisseur. Il se peut également que la société soit dissoute et liquidée sans que l'IBC n'intervienne, soit qu'une cause le justifie avant l'expiration du délai prévu à cet effet (hypothèse sans doute exceptionnelle), soit qu'en dépit des recherches effectuées, aucune cible intéressante n'ait été identifiée avant l'expiration de ce délai. Dans cette hypothèse également, l'investisseur doit pouvoir récupérer sa mise, c'est-à-dire le prix de souscription. Bien sûr, il y a droit en principe et ce droit se traduit, lui aussi, par une créance contre la société. Mais, là encore, des difficultés peuvent compromettre le paiement de cette créance. C'est pourquoi les statuts de la société y attachent généralement un droit de priorité, qui permet à l'actionnaire de primer les fondateurs à hauteur du prix de souscription. Il y a là une première forme de garantie. Cependant elle est évidemment fonction des capacités financières de la société, qui, dans l'absolu, pourraient ne pas suffire. De là, aussi, la nécessité d'en garantir le paiement au moyen d'un mécanisme s'ajoutant au droit de priorité et assurant à l'investisseur de récupérer son prix de souscription.

### 2. Les garanties envisageables avant la réforme du droit des sûretés

3 - Créance de rachat, créance de liquidation : voilà ce qu'il faut garantir afin que le SPAC puisse voir le jour et être introduit

1. V. J. Granotier, *Les SPAC : des véhicules d'investissements qui ont la cote (mais jusqu'à quand ?)* : Dr. sociétés 2021, repère 7, p. 2, spéc. p. 3 et s.  
2. V. H. Le Nabasque, *Les incidences de la loi Pacte sur le financement des sociétés par actions* : BJS juin 2019, p. 70, spéc. p. 73 et s.