Les SPACs et le droit français UK

Thierry BONNEAU

07/04/2023

Également appelés « chèques en blanc » (« Blank check companies ») ou « coquilles vides », les SPACs – special purpose acquisition companies – sont, comme leur nom d'indique, d'origine étrangère.

Également appelés « chèques en blanc » (« Blank check companies ») ou « coquilles vides », les SPACs – special purpose acquisition companies – sont, comme leur nom d'indique, d'origine étrangère. Aussi peut-on s'interroger sur leur régime juridique. Est-ce que le droit français en vigueur peut s'appliquer sans difficulté ou est-on en présence d'un vide juridique à combler ?

2 2021 semble être, comme 2020, l'année des SPACs. Le nombre d'articles parus dans la presse quotidienne et sur Internet le laisse penser [1]. L'ESMA elle-même est intervenue pour attirer l'attention des autorités nationales et des émetteurs quant à l'importance des obligations de transparence auxquelles les SPACs doivent se plier . De même, l'AMF , a pris position car, comme d'autres autorités, elle se montre favorable afin, dit-on, « de ramener de belles PME sur le chemin de la bourse » . On doit pourtant relever que les SPACs ne sont pas un phénomène nouveau. Ils ont émergé aux Etats-Unis au milieu des années 1990 et ont attiré l'attention des juristes français il y a déjà quelques années .

3 Mais bien sûr ils n'avaient pas, en France et en Europe, le succès qu'ils semblent avoir actuellement, encore que le nombre de SPACs en France, comparé au nombre de SPACs aux Etats-Unis est encore réduit . Si on laisse de côté le premier SPAC baptisé Mediawan, né en 2016 , on peut mentionner, à la fin de l'année 2020, 2MX ORGANIC et en 2021, Accord Acquisition Company . Le 1er juillet 2021, le journal Les Echos a mentionné Odysssey Acquisistion, le SPAC lancé par les frères Zaoui. Étant précisé que ce SPAC doit être coté à la Bourse d'Amsterdam « qui est la plus place la plus prisée en Europe pour le lancement des SPAC » . Quelques jours plus tard, le même journal a fait état de I2PO, le SPAC coté à Paris, créé par la famille Pinault, Iris Knobloch, une ex-dirigeante de WarnerMedia, et Matthieu Pigasse [2].

4 Selon l'AMF, le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs. Il n'y a donc pas de vide juridique. Pas plus n'y-a-t-il de législation spécifique ou d'adaptation de la législation existante. Étant rappelé que la législation applicable est dans la dépendance de la structure, de l'objet et des opérations menées par les SPACs. Étant encore observé que l'on pourrait s'interroger sur la pertinence de la législation existante et donc sur la nécessité ou non de l'adapter, surtout si on souhaite accroitre l'attractivité de la place de Paris [3].

5 L'essentiel est toutefois de mettre en exergue les contours et les points d'appui du régime juridique français applicable aux SPACs. A cette fin, il nous parait nécessaire d'insister sur deux idées essentielles : les SPACs sont un véhicule permettant la levée de fonds en vue d'acquérir une société opérationnelle et de lui donner un accès à la cotation (I) ; les SPACs constituent un véhicule d'investissement associant une équipe de fondateurs à des investisseurs qualifiés (II).

I – Les SPACs, un véhicule permettant la levée de fonds en vue d'acquérir une société opérationnelle et de lui donner un accès à la cotation

6 Les SPACs sont définies comme « des sociétés nouvellement constituées, dépourvues d'activité opérationnelle, qui s'introduisent en bourse afin de lever des fonds destinés à financer une ou plusieurs opérations d'acquisition non encore identifiées à la date de l'introduction en bourse » ou encore comme « des véhicules sans objet opérationnel cotés dans le but de fusionner avec une société non cotée -permettant ainsi à ladite société de s'introduire en bourse » . Etant précisé que la fusion doit normalement intervenir dans un délai n'excédant pas 2 ans et qu'à défaut de fusion, le SPAC est dissout . Etant encore souligné que la SPAC, qui n'est pas opérationnelle, le devient « à compter de son DE-SPACing, c'est-à-dire à compter de la date de réalisation de l'acquisition initiale (initial business combinaison) pour laquelle elle a été constituée » .

7 Les SPACs sont une voie d'accès à la cotation pour des sociétés non cotées . C'est une voie d'accès à la cotation qui est « indirecte » et qui constitue, pour ces sociétés, une alternative à l'offre publique de titres : IPO ou initial public offering . Aussi souligne-t-on que « pour les cibles non cotées l'accès aux marchés est accéléré, sans avoir à gérer la complexité de toutes les étapes d'une introduction en bourse » .

8 Les SPACs ne sont pas sans rappeler les opérations de private equity qui consistent à prendre des participations (minoritaires ou majoritaires) dans le capital d'entreprises. Mais ces dernières sont normalement cotées alors que les sociétés cibles des SPACs ne le sont pas. L'objectif est toutefois dans les deux cas de réaliser un investissement rentable, ce qui est important en période de taux bas n'offrant que des rendements faibles : les possibilités de plus-values sont réelles . Étant précisé que les fonds de private equity peuvent être à l'origine des SPACS ou y participer en tant qu'investisseurs.

9 Les SPACS ne se limitent pas à lever des fonds lors de leur introduction en bourse. Ils peuvent également « faire appel au marché pour lever de la dette ou des fonds complémentaires ou payer tout ou partie du prix d'acquisition en titres » . Ces nouvelles levées de fonds sont bien sûr très utiles dès lors que les SPACs ont pour projet d'acquérir plusieurs sociétés cibles.

10 En résumé, les SPACs sont assimilés à des opérations de fusion-acquisition en raison de la fusion qui constitue l'issue de l'opération d'investissement qui repose sur deux étapes préalables : l'introduction en bourse de la SPAC et la prise de participation dans la société non cotée. Le plus souvent, l'introduction est réalisée sur le compartiment professionnel d'Euronext : il en a été ainsi pour 2MX Organic . Les investisseurs qui répondent favorablement à l'introduction en bourse investissent dans une société - la SPAC - qui n'a pas d'activité à la date de celle-ci et ne

connaissent normalement pas les sociétés dans lesquelles la SPAC pourra prendre des participations. D'où la question de savoir comment la protection des investisseurs est assurée.

II – Les SPACs, un véhicule d'investissement associant une équipe de fondateurs à des investisseurs qualifiés

11 Véhicule d'investissement, les SPACs s'apparent à des fonds d'investissement sans néanmoins constituer des fonds d'investissement alternatifs (FIA) car ils ne répondent pas aux conditions posées par le Code monétaire e financier au sein duquel a été transposée la directive AIFL 2011/61/UE du 8 juin 2011 . Ce sont des sociétés qui sont constituées par une équipe de fondateurs (ou sponsors), celle-ci portant le ou les projets d'investissement, en particulier parce que c'est cette équipe qui va sélectionner les sociétés cibles, et qui fait appel aux investisseurs, normalement des investisseurs qualifiés qui sont les seuls à avoir accès au comportement professionnel d'Euronext : les SPACs s'adressent essentiellement aux investisseurs qualifiés . Étant observé que l'une des questions est, au vu des montages, de savoir comment sont traités les investisseurs, les fondateurs bénéficiant de prérogatives ou d'avantages dont les investisseurs ne sont pas investis. La question de l'égalité de traitement se pose.

12 Les fondateurs doivent jouir d'une grande renommée pour porter le projet d'investissement . Cette exigence n'est pas étonnante car elle supplée l'absence de notoriété de la SPAC : "la légitimité du SPAC repose sur ces derniers" . Etant observé que ces fondateurs sont les premiers investisseurs et que ceux sont eux qui vont financer le coût de l'introduction en bourse et prendre les risques les plus importants. C'est ce qui explique le recours aux actions de préférence pour permettre aux fondateurs de détenir 2,5 % du montant total des fonds collectés par le SPAC et d'obtenir néanmoins 20 % du capital et des droits de vote. En pratique, les actions de préférence sont dénommées "actions de fondateurs" par opposition aux actions attribuées aux investisseurs sollicités lors de l'introduction en bourse, appelées "actions de marché" .

13 Étant observé que l'émission d'action de préférence n'est pas la seule technique utilisée. L'AMF mentionne également le recours aux BSA : bons de souscription d'action émis sur le fondement des articles L 228-91 et suivants du Code de commerce. Ces bons peuvent bénéficier aussi bien aux fondateurs qu'aux investisseurs. Ils sont liés à chaque action souscrite. On parle en pratique « d'unités de fondateurs » pour celles composées d'une action de fondateur et d'un bon de fondateur, et d'unités de marché pour celles réservées aux investisseurs et comprenant une action de marché et un bon de marché .

14 En acquérant de tels titres, les investisseurs prennent des risques, notamment car à la date de leur acquisition ils ne connaissant pas les sociétés cibles qui peuvent être acquises à l'initiative des fondateurs. Et sur le long terme, il y a le risque de déperdition de la valeur de la SPAC . Les risques encourus par les investisseurs ont été soulignés par l'AMF en juillet 2021 :

« Des véhicules qui présentent des risques.
Leurs structurations juridiques variables et complexes les destinent à des investisseurs institutionnels capables d'exercer des vues critiques sur les montages proposés, les incitations des parties prenantes et les valorisations. La matérialité des conflits d'intérêts est attestée aux États-Unis, où les fondateurs ont maintenu, au terme de la fusion des SPAC, une profitabilité élevée malgré des performances en général négatives pour les porteurs restants ».

15 Il est vrai que l'on pourrait être tenté de relativiser une partie des risques car le projet d'acquisition peut être soumis à l'assemblée des actionnaires de la SPAC. Mais, selon la structuration initiale de cette société, il peut l'être au seul vote du conseil d'administration . Et En toute hypothèse, à partir du moment où l'acquisition est réalisée, les investisseurs supportent le même risque que les fondateurs, le même risque que n'importe quel actionnaire d'une société cotée .

16 Les investisseurs ne sont toutefois pas sans protection. Celle-ci est d'ailleurs indirecte et directe. La protection indirecte résulte du fait que seuls les investisseurs qualifiés peuvent mettre des fonds dans une SPAC. Les autres investisseurs n'ont pas accès au compartiment professionnel et sont donc protégés de ce fait.

17 La protection directe prend appui sur l'information donnée lors de l'introduction en bourse : la rédaction d'un prospectus est obligatoire . Rappelons que si une offre au public de titres est dispensée de l'obligation d'établir un prospectus lorsqu'elle est destinée aux investisseurs qualifiés, il n'y a pas de dispense similaire pour l'admission aux négociations sur un marché réglementé . Par ailleurs, dans une déclaration publique de juillet 2021, l'ESMA demandé aux autorités nationales d'examiner avec soin certaines informations du prospectus. Sont notamment mentionnés les facteurs de risques, la stratégie et les objectifs, les informations sur les dirigeants, les conflits d'intérêts et les informations sur le financement de l'acquisition en cas de levée de fonds insuffisante.

18 La protection directe des investisseurs prend également appui sur la faculté de rachat des actions qui leur est reconnue. « Les investisseurs qui ne souhaitent pas soutenir le projet d'acquisition sélectionné ont la faculté de demander le rachat par la société de leurs titres au prix de l'introduction en bourse » .

19 Il y a d'autres moyens de protection comme le souligne l'AMF . En particulier, Il est possible de mettre en place un séquestre « pour les fonds levés lors de l'introduction en bourse dans l'attente de la première acquisition », ce qui sécurise les investisseurs qui seront remboursés si l'opération n'a pas lieu . Il est encore possible de prévoir l'indisponibilité de la participation des fondateurs .

20 En conclusion, les SPACs bénéficient actuellement d'un certain engouement. Attention toutefois : il y a les bons SPACs et les mauvais SPACs , le critère de distinction résidant dans l'engagement en capital de la part des fondateurs de ces véhicules d'investissement. Ce critère montre, si besoin en est, que l'on est loin du vide juridique. Comme un auteur a pu le souligner "la création et la cotation de SPAC en France ne semblent pas porteuses d'enjeux juridiques particuliers, compte tenu de la souplesse et des garanties offertes par le droit financier ainsi que du contrôle exercé sur ces instruments particuliers par l'AMF". Il reste que, dans un contexte d'évolution rapide des pratiques de marché, « la capacité des SPACs à favoriser une bonne information et un traitement équitable des porteurs et, in fine, de créer de la valeur à long terme reste, notamment en Europe, largement à évaluer » .

Pour citer l'article

Thierry BONNEAU, « Les SPACs et le droit français UK », *FRENCH JOURNAL OF LEGAL POLICY*, , , .