EDITORIAL

LE SPAC, L'ÂGE DE RAISON ?

par Marina Guérassimova & David Chekroun[1]

Une « coquille vide » et un « chèque en blanc », telles sont les formules lapidaires par lesquelles on propose le plus souvent de définir le SPAC. Ces deux expressions, trop fréquemment utilisées en raison de leur caractère évocateur et par emprunt au vocabulaire américain, ne rendent pourtant qu'imparfaitement compte de la réalité des *Special Purpose Acquisition Companies*. Aussi leur préférera-t-on la définition du Club des juristes, à savoir : « ces 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 »[2].

Cette difficulté peut surprendre car les SPACs ne datent pas d'hier. Apparues aux Etats-Unis dans les années 1980, sous la forme de *Blank check companies*, elles ont été régulées dès les années 1990. Mais il est vrai que leur succès est venu tardivement, à partir de 2018. C'est en effet l'abondance de liquidités sur les places financières qui a permis la croissance exponentielle du marché des SPACs, lequel a atteint son record en 2021. C'est ce que rappellent Thomas Le Vert et Jean Paszkudzki chez White & Case LLP : « le nombre de SPACs introduits en bourse y est passé de 59 en 2019, à 245 en 2020, puis à 610 en 2021 » atteignant un montant cumulé des fonds levés à 150 milliards de dollars ! 2022 est assurément l'année de la normalisation, comme le formule Sambacor N'Diaye chez Bank of America, en raison des nouvelles réglementations et du sérieux tour de vis, pourrait-on ajouter avec Anne Drif[3], tant la *Securities and Exchange Commission* (SEC) entend durcir la responsabilité des banques conseils des opérations de SPAC, en cas de déclarations inexactes.

En France, ce phénomène, parfois comparé au *private equity* il y a 25 ans, est une opportunité pour l'entreprenariat et les acteurs économiques de la place financière de Paris. Assurément, certains professionnels voudront ajouter cette « corde à leur arc », estime Emmanuel Hasbanian au sein de la Deutsche Bank qui a accompagné 4 des 6 SPACs cotés sur la place de Paris. « De notre point de vue, il ne s'agit pas d'un phénomène de mode. Nous sommes convaincus de la pérennité des SPACs », insiste-t-il.

Quelles sont les qualités des SPACs qui expliquent cette confiance ? Ce véhicule permet une cotation rapide. Il offre la possibilité d'éviter certaines difficultés, liées notamment à l'introduction en Bourse des sociétés technologiques dont le *business model* n'est pas toujours facile à déchiffrer. Lorsqu'il s'agit d'une société n'ayant pas de comparables cotés, le SPAC est un outil pertinent, à condition que ses fondateurs soient des spécialistes du secteur, capables d'éva-

luer le *business model*. C'est pourquoi le fait d'avoir une ou plusieurs personnalités importantes derrière le SPAC semble être un atout majeur. Mais il ne faut pas oublier que « la personnalité est moins importante que la légitimité... Le *sponsor* n'est pas là en tant que « personnalité » mais en tant que professionnel », rappelle Emmanuel Hasbanian. « Le *sponsor* doit apporter une véritable expertise ... Il doit apporter son réseau, son sens du business, sa capacité à sourcer des deals. » Selon Marc Menasé, entrepreneur de la tech, fondateur du SPAC Dee Tech, « le sérieux, l'expertise et l'implication des fondateurs sont absolument indispensables ».

Par ailleurs, le SPAC offre la « certitude de l'introduction en Bourse et la réduction du risque de prix dû à la volatilité du marché », résume David Koch chez GP Bullhound, fondateur du SPAC GP Bullhound Acquisition I.

Quels sont, à l'opposé, les principaux dangers du SPAC? Sans doute, la période de 24 mois pour le *de-SPACing*, parfois réduite à 18, voire à 12 mois aux Etats-Unis, qui semble insuffisante. Certes, cette difficulté mérite d'être nuancée. Selon Julien Fabre chez Deutsche Bank, « cette échéance de 24 mois est certes une contrainte mais elle ne représente pas un obstacle majeur » car « la réflexion des sponsors ne commence pas le jour de l'annonce de la création du SPAC, mais bien avant ». Mais il n'en reste pas moins que pendant ces 24 mois, le SPAC doit non seulement trouver la cible pertinente mais aussi convaincre la société en question : « Ce n'est pas tant le fait de convaincre une cible de se coter via un SPAC qui représente un défi ; encore faut-il d'abord convaincre la cible que la cotation est la bonne solution, quelle que soit la manière d'y arriver. », confie Emile Daher au sein de Goldman Sachs.

Quelles sont les tendances et perspectives d'avenir pour les SPACs aux Etats-Unis, en Europe et en France ? Aux Etats-Unis, comme nous l'avons évoqué, le marché des SPACs est en phase de normalisation après une phase de croissance très accélérée. En revanche, le marché des SPACs en Europe « poursuit son développement à un rythme stable et régulier... Ce marché peut continuer son développement de manière progressive, linéaire, sans connaître de phase équivalente à celle que l'on a connu aux Etats-Unis », estime Sambacor N'Diaye chez Bank of America. Comme le soulignent Thomas Le Vert et Jean Paszkudzki chez White & Case, le marché des SPACs est aujourd'hui « à la recherche de son point d'équilibre ». C'est un marché qui devient de plus en plus sélectif où les investisseurs « portent une très grande attention à la qualité des *sponsors* ».

Quel sera alors le point d'attention pour la période débutée en 2022 en France ? Sans conteste, le *de-SPACing* ! Pour Jeanne Theuret chez Cleary Gottlieb, « Il y a eu beaucoup d'activité au premier semestre 2021. 2022 sera surement l'année de la deuxième phase : le *de-SPACing*. » Olivier de Vilmorin, Arnaud Berdou et Céline Icardi chez Sullivan & Cromwell proposent, utilement dans dans ce numéro une explication détaillée des opérations de *de-SPAC* en France. « Le *de-SPACing* est l'enjeu majeur du SPAC », insiste Jeanne Theuret. « ... Peut-être y aura-t-il une nouvelle vague derrière, une fois que l'instrument aura fait ses preuves », s'interroge-t-elle.

Les concepteurs de ce dossier souhaitent remercier Gilles Pillet, professeur de droit des affaires à ESCP Business School, et Luc Paugam, professeur de comptabilité et contrôle de Gestion à HEC Paris, et les étudiants d'ESCP Business School et de HEC Paris ayant contribué à ce numéro pour leur précieux soutien.

---

[1] Professeur de droit des affaires et directeur de l'option Law & Business à ESCP Business School.
[2] Le rapport « Paris : place financière en première ligne pour les SPAC », Rapport du Club des Juristes, Commission ad hoc, décembre 2021, p. 5.
[2] Anne Drif, « SPAC : sous la pression du régulateur, Wall Street sonne la retraite générale », les Échos en date du 10 mai 2022.