

UNIVERSITÉ PARIS DAUPHINE
SPAC - ENJEUX
RÉGLEMENTAIRES ET FINANCIERS

Master Comptabilité Contrôle Audit
Formation Apprentissage
Université Paris Dauphine - PSL
Année universitaire 2021 - 2022

Présenté et soutenu par :
Estéban Richard
Sous la direction de :
Bruno Oxibar

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS

EXECUTIVE SUMMARY

INTRODUCTION GÉNÉRALE

PARTIE I - REVUE DE LITTÉRATURE

CHAPITRE 1 - LE SPAC, UNE SOURCE DE FINANCEMENT SINGULIÈRE **4**

Section 1 - Définition et historique des SPACs 4

Section 2 - Avantages et inconvénients d'un mécanisme mixte 14

Section 3 - Performances des SPACs 20

CHAPITRE 2 - FONCTIONNEMENT DES SPACs **24**

Section 1 - Constitution 24

Section 2 - Introduction en bourse 25

Section 3 - Initial Business Combination 28

PARTIE II - ETUDE EMPIRIQUE

CHAPITRE 1 - MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE **35**

Section 1 - Notre approche de recherche 35

Section 2 - Le terrain de recherche 35

Section 3 - Collecte des données 36

CHAPITRE 2 - SPAC : ENVIRONNEMENT ET DIAGNOSTIC DES RISQUES **41**

Section 1 - Diagnostic de l'environnement et des risques des SPACs 42

Section 2 - Les spécificités réglementaires, comptables et fiscales des SPACs 46

Section 3 - Les évolutions à anticiper 68

CHAPITRE 3 - REVUE DE L'INFORMATION FINANCIÈRE **72**

Section 1 - Introduction en bourse et placement privé 73

Section 2 - Publications semestrielles et annuelles 76

Section 3 - Initial Business Combination 80

Section 4 - Les limites de l'étude 85

CONCLUSION GÉNÉRALE

BIBLIOGRAPHIE

LISTE DES TABLEAUX

ANNEXES

INDEX

LEXIQUE

TABLE DES MATIÈRES



LES **SPACs** GÉNÈRENT
DE NOUVEAUX RISQUES ET ENJEUX.

QUELS RÔLES DOIVENT JOUER
LES **AUTORITÉS DE RÉGULATION**
ET LES **COMMISSAIRES AUX COMPTES**
DANS LA CONSTRUCTION DE L'**INFORMATION FINANCIÈRE**
DE CES NOUVEAUX VÉHICULES D'INVESTISSEMENT ?



REMERCIEMENTS

En préambule de ce mémoire, je souhaite adresser mes remerciements à l'ensemble des équipes de Mazars Paris, avec qui j'ai eu la chance de travailler pendant ces deux années d'apprentissage. Mes remerciements vont tout particulièrement à l'équipe SPAC & Co de Mazars, qui m'a permis d'évoluer sur des problématiques techniques et de m'intégrer pleinement au Groupe Mazars. Je les remercie chaleureusement pour leur accompagnement, leur confiance et pour leurs nombreux conseils dans la définition de mon projet professionnel.

Je souhaite également remercier mon maître d'apprentissage, Gaël Beringuet, Manager chez Mazars, pour son accompagnement d'une grande qualité. Son expertise et son sens de l'humain m'ont conforté dans mon projet professionnel ainsi que dans ma volonté de poursuivre ma carrière chez Mazars. Merci également pour le soutien et les conseils apportés dans le cadre de la préparation du DSCG, de la rédaction de ce mémoire, de mon intégration chez Mazars et de mon inscription au stage d'expertise comptable.

Je tiens également à exprimer ma gratitude à Inès, ma partenaire qui m'a soutenu d'une manière exceptionnelle lors de ces deux années et qui m'encourage tous les jours à donner le meilleur de moi-même. Ma reconnaissance va également vers mon ami Camille, qui m'a aidé à développer de nombreuses compétences durant ces deux années et m'a permis d'appréhender notre environnement avec sagesse et humilité. Un grand merci également à Raymond pour ses nombreuses relectures, ses conseils et son implication dans mes projets universitaires et professionnels.

Je remercie tout autant mon directeur de mémoire, Monsieur Oxibar, pour son suivi précieux lors de ces deux années d'apprentissage. Et mes remerciements s'adressent bien sûr à l'ensemble de l'équipe pédagogique et aux professionnels intervenant dans le cadre de la formation du Master Comptabilité, Contrôle, Audit de l'Université Paris Dauphine pour la qualité de leurs enseignements.



EXECUTIVE SUMMARY

Un environnement en quête d'harmonisation

Le développement des SPACs dans le monde et notamment en Europe soulève de nombreuses problématiques comptables, fiscales et réglementaires. Tout au long de leur cycle de vie, de l'introduction en bourse à l'*Initial Business Combination*, les SPACs doivent être en capacité de produire une information financière fiable, conforme aux réglementations et en adéquation avec les attentes des investisseurs. Compte tenu de la complexité des opérations faisant intervenir des SPACs et des évolutions réglementaires en cours, les professionnels des services financiers doivent développer une nécessaire culture liée.

Dans un environnement en quête de régulation et d'harmonisation, la problématique soulevée par le présent mémoire est la suivante : les SPACs générant de nouveaux risques et enjeux, quels rôles doivent jouer les autorités de régulation et les commissaires aux comptes dans la construction de l'information financière de ces nouveaux véhicules d'investissement ?

Des opportunités et des défis pour les métiers des services financiers

De l'Autorité des marchés financiers aux banques d'affaires en passant par les cabinets d'audit et de conseil, les SPACs génèrent de nombreuses opportunités, accompagnées de plusieurs défis. Les spécificités comptables, fiscales et réglementaires des SPACs n'ont pas échappé aux autorités et aux organismes de régulation. En témoignent les nombreuses publications de la SEC, de l'ESMA, de l'AMF et de l'IASB. Dans le même temps, les SPACs et leurs spécificités constituent de nouvelles opportunités commerciales pour les cabinets d'avocats, les banques d'affaires, les cabinets de conseils, mais aussi pour les cabinets d'audit. En effet, la structuration des opérations, la production d'une information financière de qualité et la nécessaire certification de celle-ci constituent autant de propositions de valeur. Pour d'autres acteurs, les SPACs représentent une opportunité de développement et d'innovation, comme le démontre la dynamique de Tikehau Capital, notamment grâce aux SPACs Pegasus.



Une combinaison de données qualitatives et quantitatives

Dans ce contexte, et en l'absence de littérature académique sur ces sujets, la première partie du présent mémoire est consacrée à la définition et au fonctionnement de ce véhicule complexe. Sous différents angles, le mémoire rend compte de la performance des SPACs et des avantages et inconvénients de ce nouveau moyen de financement. En outre, la synthèse des publications professionnelles permet d'appréhender avec précision l'articulation juridique, financière et réglementaire de ces sociétés singulières.

La seconde partie du mémoire donne l'opportunité d'analyser les communications financières des SPACs à l'échelle européenne. Les analyses menées sur un échantillon de 57 SPACs cotés en Europe démontrent des tendances tantôt communes et tantôt divergentes sur plusieurs aspects. Ainsi, nous nous attachons à clarifier les problématiques singulières de classification des *founder* et des *market shares*, des *founder* et des *market warrants* ou encore des fonds placés sous séquestre. Les prises de position nettes du présent mémoire résultent donc d'analyses approfondies des critères de comptabilisation, d'une synthèse des publications professionnelles et d'un compte-rendu des travaux réalisés au cours de mon apprentissage.

La construction de l'information financière

L'étude de notre échantillon a également permis de contribuer à la construction de notre revue de l'information financière des SPACs. Dans le cadre du mémoire, nous avons souhaité proposer un guide méthodologique d'audit de l'information financière visant à harmoniser les publications des SPACs. En se positionnant dans le rôle du commissaire aux comptes, nous avons étudié l'ensemble des spécificités des SPACs, et notamment celles liées à leurs étapes clés : l'introduction en bourse et l'*Initial Business Combination*. Par une combinaison de données quantitatives et qualitatives, par des entretiens avec des professionnels du secteur et par une synthèse de littérature en la matière, nous avons construit un diagnostic de l'environnement et des risques des SPACs et proposé une méthodologie d'audit adéquate.

Notre contribution

Le présent mémoire nous a aussi conduit à approfondir et expliquer les différentes discussions de place au sujet de ces véhicules. En se positionnant comme intermédiaires entre le management du SPAC, les avocats, les banquiers d'affaires et les autorités de régulation, les



commissaires aux comptes apprécient les enjeux réglementaires, comptables et fiscaux des SPACs et participent activement aux évolutions en cours. En effet, la complexité des SPACs et de leur environnement, en prenant en compte les opportunités identifiées par les acteurs du marché, fait de ces sociétés à vocation spécifique des véhicules en constante évolution. Cette évolution se traduit dans plusieurs domaines, notamment lors de la constitution du SPAC, lors de la détermination du *promote*, lors de l'*underwriting agreement*, lors de la publication du prospectus ou encore lors de la présentation des états financiers... Par ailleurs, en exploitant les entretiens réalisés, les documentations analysées et les travaux effectués en tant qu'auditeur nous avons souhaité apporter une valeur ajoutée à cette méthodologie. Notamment en cherchant à anticiper les situations et à déterminer les réflexes nécessaires face aux inévitables évolutions réglementaires, comptables ou fiscales.

De cette manière, la présente étude vise à contribuer à une consolidation et à une harmonisation de l'information financière des SPACs, tout en synthétisant les évolutions possibles du marché en Europe.



INTRODUCTION GÉNÉRALE

Depuis 2020, les introductions en bourse (Initial Public Offering) se sont raréfiées à la suite des confinements successifs et des coups d'arrêt résultant sur les économies. Néanmoins, certains véhicules ont fait l'objet d'un important intérêt sur les marchés financiers : les Special Purpose Acquisition Companies (« SPAC »). Depuis 2020, près de 928 SPACs ont été créés aux Etats-Unis permettant de lever près de 256 milliards de dollars¹. En Europe, sur la majorité des places, plus de cinquante SPACs ont été introduits et ont levé près de 10 milliards d'euros².

Selon l'Autorité des Marché Financiers (AMF) : les *Special Purpose Acquisition Companies* sont « 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 »³. Entre 2020 et 2021, c'est aux Etats-Unis que les SPACs constituent la majorité des introductions en bourse, tandis qu'en Europe, ils suscitent un intérêt croissant de la part des investisseurs. Ces véhicules d'investissement sont généralement créés par des fondateurs dont la renommée dans leur secteur leur permet de porter des projets spécifiques.

En France, deux SPACs ont été créés et introduits en bourse en 2016 et 2020 sous la direction des hommes d'affaires Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Moez-Alexandre Zouari. Leur premier SPAC, Mediawan a permis d'acquérir la société de production audiovisuelle Groupe AB⁴. Tandis que le second, 2MX Organic, coté à Euronext en novembre 2020 et ayant permis de lever 300 millions d'euros, avait pour mission de réaliser des acquisitions dans le secteur de la consommation durable. L'entrepreneur français pourrait aussi voir son deuxième SPAC être couronné de succès puisqu'il a annoncé son rapprochement avec le groupe InVivo Retail⁵. Dans le secteur du divertissement et des loisirs, le SPAC français I2PO co-fondé par

¹ Données issues de SPAC Research, 17 mai 2022

² Données issue de SPAC Book, 17 mai 2022

³ AMF - Communiqué de presse, « Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs », 15 avril 2021

⁴ Mediawan, Communiqué de presse, « Mediawan réalise avec succès l'acquisition initiale du groupe AB », 31 mars 2017

⁵ 2MX Organic, Communiqué de presse, « 2MX Organic et InVivo s'associent pour créer un leader de la distribution responsable », 31 mars 2022



Iris Knobloch, François Henri Pinault et Matthieu Pigasse, a récemment annoncé son rapprochement avec l'entreprise Deezer, acteur majeur du streaming musical⁶.

Dans ses communiqués, l'Autorité des marchés financiers (AMF) assure que le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs tout en veillant à la protection des investisseurs⁷. Depuis le début de l'année 2021, l'AMF a observé une augmentation importante du nombre de projets d'introduction de SPACs à la Bourse de Paris. Le cadre juridique et les exigences réglementaires en vigueur en France permettent d'accueillir la cotation des SPACs à Paris tout en offrant une protection appropriée aux investisseurs. Mais grâce à une réglementation plus souple, le marché américain reste plus propice aux créations de SPACs que la Bourse de Paris. En Europe, les différentes places développent leur attractivité afin de favoriser les IPO de SPACs. Néanmoins, les récentes annonces de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) sonnent le glas de la cotation de SPAC aux Etats-Unis⁸. En effet, la multiplication des contentieux d'actionnaires et les excès du marché américain ont conduit l'autorité de régulation à réglementer davantage les opérations faisant intervenir des SPACs. Elle souhaite notamment rendre le processus d'IPO plus exigeant, améliorer la transparence financière des opérations de rapprochement et responsabiliser les conseils des SPACs en cas de déclarations erronées⁹.

Dans sa configuration traditionnelle, le SPAC soulève de nouvelles problématiques comptables et fiscales. Les autorités de régulation et les commissaires aux comptes doivent donc apporter une attention particulière aux informations financières communiquées par les SPACs. Le présent mémoire donnera l'opportunité de diagnostiquer l'environnement comptable et réglementaire des SPACs sur le plan européen et nous permettra de mettre en évidence les enjeux et les principales tendances. Du point de vue de la normalisation comptable, les organismes normalisateurs et les acteurs des places financières cherchent à harmoniser les règles applicables et à spécifier certains traitements comptables. Par exemple,

⁶ I2PO, Communiqué de presse, « I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical », 18 avril 2022

⁷ AMF - Communiqué de presse, « Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs », 15 avril 2021

⁸ Les Echos - SPAC : sous la pression du régulateur, Wall Street sonne la retraite générale, 10 mai 2022

⁹ SEC - Communiqué de presse, « SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections », 30 mars 2022



l'ESMA¹⁰ et l'AMF¹¹ ont chacune incité les équipes de direction des SPACs cotés et leurs commissaires aux comptes à prêter une attention particulière à certaines spécificités. De son côté, l'*International Accounting Standards Board* (ISAB), au travers de l'*IFRS Interpretations Committee* (IFRS IC), a proposé des premières recommandations sur ces particularités¹².

Dans cet environnement en quête de régulation et d'harmonisation, la problématique soulevée par le présent mémoire est la suivante : Les SPACs générant de nouveaux risques et enjeux, quels rôles doivent jouer les autorités de régulation et les commissaires aux comptes dans la construction de l'information financière de ces nouveaux véhicules d'investissement ?

Pour répondre à cette problématique, dans la première partie du mémoire nous proposerons une revue de littérature approfondie des SPACs. Cette revue permettra de définir plus précisément les SPACs, leur fonctionnement, les différentes parties prenantes, leurs objectifs ainsi que leur positionnement sur les marchés financiers. Dans une seconde partie, nous procéderons à une étude empirique de l'ensemble des SPACs cotés en Europe. Par cette analyse, nous rendrons compte de l'harmonisation comptable et réglementaire. Ensuite, ce mémoire aura pour ambition de proposer un guide méthodologique d'audit des étapes clés d'un SPAC après avoir identifié les risques inhérents à cette structure et à son environnement.

¹⁰ ESMA - Communiqué de presse, « SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations », 15 juillet 2021

¹¹ AMF - Recommandation AMF DOC-2021-06, « Arrêté des comptes 2021 et travaux de revue des états financiers », p.8, 29 octobre 2021

¹² IFRS IC, IFRS Interpretations Committee meeting, « Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) : Classification of Public Shares as Financial Liabilities or Equity (IAS 32) », mars 2022

IFRS IC, IFRS Interpretations Committee meeting, « Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): Accounting for Warrants at Acquisition », mars 2022



PARTIE I - REVUE DE LITTÉRATURE

L'essor des SPACs est récent et fait l'objet de publications toujours plus nombreuses de la part des professionnels dans le monde entier. Cependant, à la date de rédaction de ce mémoire, il a été publié très peu de littérature académique, notamment sur les considérations abordées dans la seconde partie du présent support. Afin d'apporter une réelle valeur ajoutée à notre étude, la première partie de ce mémoire sera consacrée à la contextualisation des SPACs et à la présentation du fonctionnement de cet instrument de financement complexe. Dans ce but, dans les sections présentées ci-dessous, nous exploitons l'ensemble des publications professionnelles sur les SPACs. Les différents acteurs représentés sont les autorités de régulation nationales, européennes et internationales, les cabinets d'avocats, la presse spécialisée, les banques d'affaires, les cabinets d'audit et de conseil... Les sources exploitées dans ce mémoire sont issues de recherches effectuées par des acteurs opérant aux États-Unis, en Asie et en Europe.

CHAPITRE 1 - LE SPAC, UNE SOURCE DE FINANCEMENT SINGULIÈRE

Section 1 - Définition et historique des SPACs

1. Qu'est-ce qu'un SPAC ?

Les SPACs sont « 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 »¹³. Le terme de SPAC, acronyme de « Special Purpose Acquisition Company » ou « société d'acquisition à vocation spécifique » désigne donc une entreprise créée dans le seul but de lever des capitaux en Bourse. La société en question est qualifiée de « coquille vide », dans la mesure où elle est dépourvue d'actifs et d'activités.

¹³ AMF - Communiqué de presse, « Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs », 15 avril 2021



Juridiquement, malgré ce caractère de « coquille vide » au départ, le SPAC est bien une société commerciale et non un fonds. En effet, d'un point de vue réglementaire, le SPAC ne remplit pas les conditions pour être un fonds alternatif d'investissement au sens du Code monétaire et financier et de la Directive Alternative Investment Fund Manager (AIFM)¹⁴.

Le seul objectif affiché du SPAC est de réaliser des acquisitions avec les fonds levés grâce à son introduction en Bourse. Le SPAC doit afficher clairement le secteur d'activité ciblé par les acquisitions (médias, transports, etc.). Les investisseurs intéressés fournissent les fonds aux fondateurs du SPAC et la société acquiert ensuite une entreprise non cotée en Bourse. Le SPAC se rebaptise alors du nom de l'entreprise qui perçoit ainsi les fonds levés. De manière générale, les investisseurs sont attirés par la réputation des fondateurs de la société.

En effet, le projet présenté par le SPAC doit être porté par une équipe constituée des fondateurs (ou sponsors) et des membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, selon la gouvernance mise en place au sein du SPAC.

Selon Matthieu Pigasse, fondateur du SPAC 2MX Organic, les sponsors sont « la clé absolue du succès »¹⁵. Le profil et le parcours professionnel des fondateurs, ainsi que leur connaissance du secteur permettent de forger la légitimité du SPAC. Les fondateurs doivent également être en capacité de convaincre les investisseurs lors de l'introduction en bourse et de réaliser l'*Initial Business Combination* (IBC) dans le délai imparti. La structuration sous forme de SPAC présente également la particularité d'être soumise à une contrainte temporelle. Bien qu'issus de normes de marché, les fondateurs du SPAC disposent généralement d'un délai compris entre 18 et 24 mois pour réaliser leur première acquisition. À l'annonce de l'acquisition initiale et du de-SPAC, les actionnaires ont la possibilité de voter pour ou contre le projet et de se faire rembourser leurs actions ; il s'agit du droit de rédemption ou *redemption right*. Cette étape dans la vie du SPAC est évidemment capitale, car elle permet au SPAC de remplir sa mission. La demande de remboursement des actionnaires est intéressante à analyser puisqu'elle est censée mettre en évidence les bonnes ou mauvaises conditions négociées par le management du SPAC. En effet, les actionnaires peuvent voter pour l'opération s'ils estiment qu'elle est réalisée dans de bonnes conditions et que la valorisation

¹⁴ Directive 2011/61 /UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dite « Directive AIFM », 8 juin 2011

¹⁵ Fusions & Acquisitions - Edition spéciale : SPAC, Who's next ? Matthieu Pigasse, août 2021



proposée pour la cible est acceptable. Même s'ils votent pour le rapprochement, les actionnaires ont tout à fait la possibilité de demander le remboursement de leurs actions, et ce, indépendamment de la nature de leur vote. De cette manière, les investisseurs sont généralement incités à voter en faveur de l'opération. S'ils exercent leur droit de rédemption, les actionnaires sortants peuvent mettre en péril le SPAC ainsi que l'opération, car si le SPAC ne dispose pas de fonds suffisants pour réaliser l'acquisition, celle-ci est annulée.   défaut de trouver une cible dans le délai prévu, le SPAC est liquidé et l'argent, bloqué jusque-là sur un compte séquestre, est restitué aux investisseurs.

Les fondateurs concourent au remboursement et au paiement des différents conseils et acteurs ayant participé à la création et à l'accompagnement du SPAC. Ainsi, les SPACs les plus pertinents présentent en général des profils complémentaires de fondateurs possédant chacun une réelle expertise (un *track record*) dans un domaine spécifique. Il s'agit souvent de l'association d'un profil industriel, d'un profil financier et d'un profil d'entrepreneur. Dans la majorité des cas, les fondateurs sont des entrepreneurs reconnus ou d'anciens dirigeants ayant démontré une capacité de « *sourcing* » des deals, une capacité essentielle pour mener à bien le de-SPAC et garantir le succès de la nouvelle société. Orla Noonan, ancienne directrice générale du Groupe AB acquis par le SPAC Mediawan de Xavier Niel, précisait dans une interview que « *le nom de Xavier Niel a été un facteur déterminant du succès de la stratégie de développement menée par Mediawan. Il attire un deal-flow considérable. C'est d'ailleurs un des facteurs justifiant la rémunération de l'équipe de sponsors via le mécanisme de promote* »¹⁶.

Dans le cadre d'un SPAC, le secteur visé doit donc disposer d'un fort potentiel de développement tout en permettant une consolidation de ses actifs et/ou de ses acteurs. Ainsi, le SPAC peut être un véhicule privilégié permettant de constituer un champion européen capable de rivaliser avec des groupes internationaux. La thèse d'investissement et la personnalité des fondateurs constituent les éléments déterminants du succès d'un SPAC. Les fondateurs garantissent le succès des opérations et portent seuls le risque du de-SPAC. En effet, lors de leur investissement initial, ils supportent les coûts de l'introduction en bourse, du fonctionnement des recherches de cibles et de la réalisation de l'IBC. Au moment de l'introduction, les fondateurs bénéficient d'un effet de levier immédiat appelé *promote* en

¹⁶ Fusions & Acquisitions - L'enjeu du développement des SPACs en France, mai 2022



contrepartie de la prise de risques initiale. En ayant investi environ 2,5 % des fonds détenus par le SPAC, ils détiendront 20 % du capital social et des droits de vote après l'introduction du SPAC en bourse. Les titres qu'ils détiennent sont constitués d'actions de préférence et de bons de souscription (*warrants*) non cotés pour lesquels ils ont souvent signé des clauses d'inaliénabilité. Lors du rapprochement d'entreprises, les actions de préférence des fondateurs pourront être converties en actions ordinaires cotées et échangeables avec les actions détenues par les investisseurs.

Le montant des fonds levés par des SPACs varie en fonction des marchés. Sur le marché américain, le SPAC le plus imposant jamais coté a levé près de 4 milliards de dollars¹⁷. Le marché européen, plus attentiste présente des levées de fonds de l'ordre de 200 millions d'euros en moyenne. Néanmoins, il est assez rare qu'au moment de l'IPO, l'acquisition soit réalisée pour un montant inférieur ou égal à celui levé par le SPAC. Si la cible est plus importante, soit les actionnaires de la cible restent actionnaires dans la société cotée en perdant le contrôle, soit le véhicule lève à nouveau des fonds auprès d'investisseurs institutionnels, d'établissements bancaires ou d'entreprises au moment de l'IBC. Ces financements complémentaires correspondent aux sources classiques de financement d'une opération de fusion-acquisition. Ces financements, appelés *Private Investment In Public Entity* (PIPE), permettent une seconde validation de la valorisation de la cible par le marché et donnent davantage de crédibilité à l'opération. Grâce aux PIPEs, les SPACs ont la possibilité d'acquies des cibles valorisées entre quatre et six fois le montant levé initialement. Par exemple, le SPAC Pegasus Europe coté à Euronext Amsterdam et ayant levé près de 500 millions d'euros¹⁸ aura théoriquement la possibilité de cibler une ou plusieurs sociétés évaluées à 2,5 milliards d'euros. Plus récemment, le SPAC I2PO co-fondé par François-Henri Pinault, Iris Knobloch et Matthieu Pigasse a annoncé l'acquisition de l'entreprise Deezer sur la base d'une valorisation à 1,05 milliard d'euros¹⁹. Le SPAC I2PO avait levé avec succès 275

¹⁷ Nasdaq - Communiqué de presse, « Bill Ackman's Pershing Square Tontine Holdings prices \$4 billion IPO at \$20, completing largest SPAC offering ever », 22 juin 2020

¹⁸ Tikehau Capital - Communiqué de presse, « Le premier SPAC sponsorisé par Tikehau Capital, Pegasus Europe, lève avec succès 500 millions d'euros au travers d'un placement privé », 29 avril 2021

¹⁹ I2PO - Duo IBC Notice, « I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical », 17 avril 2022
I2PO - Investor presentation, April 2022



millions d'euros dans le cadre d'un placement privé sur le compartiment professionnel d'Euronext Paris²⁰.

L'IBC peut se réaliser sous différentes formes comme l'échange d'actions, l'échange d'actifs, les apports de titres en nature, la fusion, l'apport partiel d'actifs. En fonction de la structuration initiale du SPAC, l'IBC sera soumise soit à l'approbation de l'assemblée spéciale des investisseurs votant à la majorité des 2/3 (majorité requise pour l'AGE d'une SA), soit au seul vote du conseil d'administration, à une majorité qualifiée incluant le vote de ses membres indépendants. En toute hypothèse, si l'IBC prend la forme d'une fusion ou d'autres opérations nécessitant une décision des actionnaires, cette décision sera également soumise à l'approbation de tous les actionnaires du SPAC, en sachant que les fondateurs détiendront 20 % des droits de vote en assemblée générale.

Pour récapituler l'ensemble de ces informations, vous trouvez en [annexe 1](#) un schéma des différentes étapes d'un SPAC traditionnel.

2. L'émergence des SPACs sur les marchés financiers

L'apparition des SPACs n'est pas particulièrement récente, car la structure du SPAC a été inventée au milieu des années 90 après la régulation et la répression des structures frauduleuses résultant des sociétés « chèques en blanc »²¹. À partir de 1992, à la suite de différents scandales financiers, la Rule 419 du *Securities Act* est venue encadrer de manière stricte ces « *Blank Check Companies* ». Après cette série de régulations, des sociétés d'un nouveau type se sont développées dès 2003. Néanmoins, et compte tenu de la situation économique, le développement des SPACs a subi un coup d'arrêt important à la fin de l'année 2008²².

Ainsi, après avoir été moins manifeste pendant plusieurs années, l'intérêt pour les SPACs s'est accru à partir de 2018 et a connu un essor significatif sur la période 2019-2021 aux Etats-Unis comme en Europe. L'essor de ces véhicules d'investissement s'explique en partie par l'afflux de liquidités sur les marchés financiers depuis le début de la crise liée à la

²⁰ I2PO - Communiqué de presse, « I2PO, le premier SPAC européen dédié au divertissement et aux loisirs, lève avec succès 275 millions d'euros par voie de placement privé », 16 juillet 2021

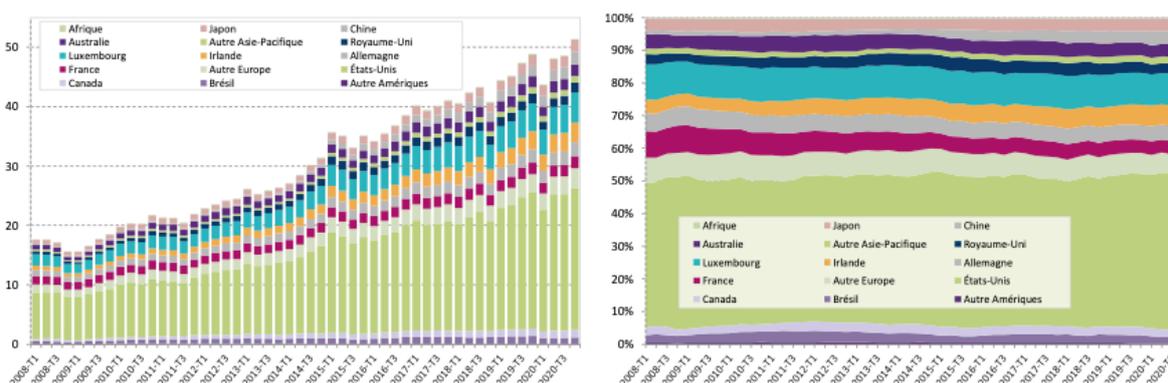
²¹ Who are the SPAC Invaders ? HEC Paris Club Finance - Etude réalisée par Thomas Rezette, 2010

²² Le club des juristes - Paris : Place financière en première ligne pour les SPAC - Rapport de la commission ad hoc, décembre 2021



Covid-19. En effet, l'épargne mondiale a connu un formidable excès. Sur le territoire français, le surplus d'épargne financière des ménages a atteint près de 55 milliards d'euros à fin avril 2020²³. Au niveau européen et mondial, l'excès de liquidités et le niveau d'encours de la gestion collective ont été sans commune mesure. Selon l'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), les gestionnaires d'actifs européens géraient un total d'actifs de 28 400 milliards d'euros à la fin de 2020²⁴. Au niveau mondial, l'organisme évaluait le niveau des encours mondiaux à 51 400 milliards contre 48 800 milliards en 2019. Dans sa cartographie des marchés et des risques, l'AMF souligne le dépassement du seuil de 50 000 milliards d'euros sous gestion (fonds ouverts, hors fonds de fonds), et ce, malgré la crise liée à la Covid-19. Cette dynamique résulte notamment d'une augmentation de l'actif net sur l'année 2020 sous l'effet de collecte de près de 2 300 milliards d'euros²⁵.

Figure 1 : Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale, par grande juridiction de domiciliation des fonds
(en milliers de milliards d'euros à gauche, en pourcentage du total à droite)



Source : AMF, *Cartographie 2021 des marchés et des risques*, 5 juillet 2021, p.59
EFAMA, *Worldwide historical public report Euro 2020-Q4*

De plus, se sont ajoutées à cet excès d'épargne mondiale, les politiques monétaires des Banques centrales durant la crise sanitaire et économique. Les programmes de rachats opérés par les Banques centrales ont contribué à générer des liquidités sur les marchés et ainsi entraîner des volumes inédits. Par ailleurs les Etats en quête de financements pour répondre aux enjeux soulevés par la crise sanitaire ont émis des dettes publiques colossales renforçant le phénomène étudié.

²³ Banque de France - L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises, 29 mai 2020

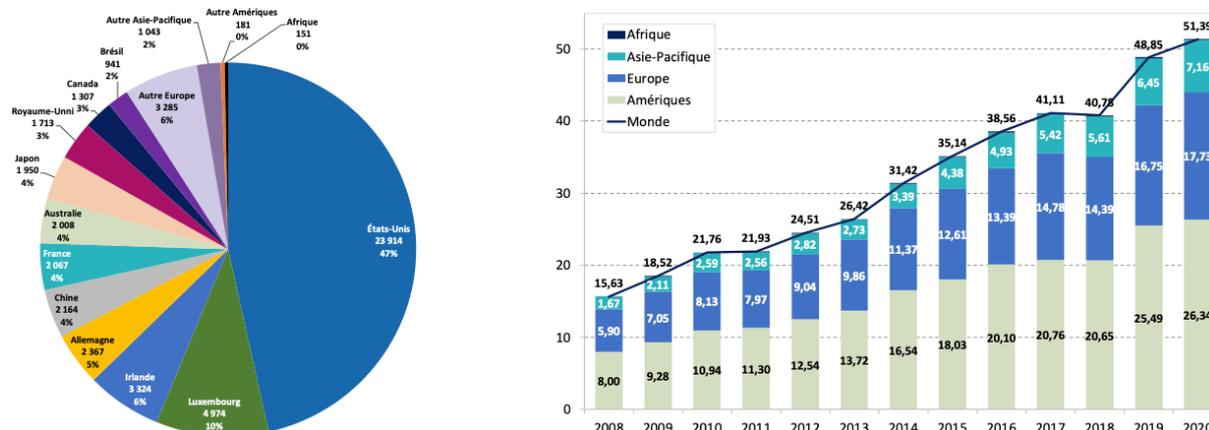
²⁴ EFAMA - Asset Management Report 2020 - 2021, décembre 2021, p.7

²⁵ AMF - *Cartographie 2021 des marchés et des risques*, 5 juillet 2021, p.59



Le développement des SPACs a connu une croissance fulgurante aux Etats-Unis à partir de 2020. Comme présenté par la figure 2, le marché américain représente près de 47 % des encours mondiaux alors que ceux-ci ont augmenté de près de 880 milliards d’euros en 2020 sur ce marché²⁶.

Figure 2 : Répartition des encours au T4-2020 (à gauche) et évolution par grandes régions de domiciliation des fonds (à droite, en milliers de milliards d’euros)



Source : AMF, Cartographie 2021 des marchés et des risques, 5 juillet 2021, p.59
EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2020-Q4

L’excès de liquidités sur le marché américain a permis aux équipes de fondateurs de multiplier les introductions en bourse de SPACs et les levées de fonds conséquentes. L’année 2021 a été remarquable pour ces véhicules, avec près de 162,5 milliards de dollars collectés au travers des 613 opérations²⁷. Depuis 2019, 986 SPACs ont été introduits aux Etats-Unis et ont permis de lever plus de 271 milliards de dollars²⁸, un montant exceptionnel excédant pour la première fois celui des introductions en bourse traditionnelles. En 2020, la part des fonds levés par les SPACs à la New York Stock Exchange atteignait près de 45 %. Cette dynamique excessive sur le marché américain s’est accompagnée de la création de SPACs par des fondateurs sans expérience financière. À titre d’exemple, Donald Trump a fondé son SPAC Digital World Acquisition. La joueuse internationale Serena Williams a également lancé son SPAC (Jaws Spitfire Acquisition), de même que Jay’Z (The Parent Company). C’est à la suite de telles introductions sans réelle thèse d’investissement et sans cohérence dans les projets que le phénomène des SPACs a été perçu comme un effet « de mode ».

²⁶ AMF - Cartographie 2021 des marchés et des risques, 5 juillet 2021, p.60

²⁷ Fusions & Acquisitions - L’enjeu du développement des SPACs en France, mai 2022

²⁸ SPAC Research, 12 mai 2022



Néanmoins, l'organisme de régulation américain a fait preuve d'une certaine réactivité en encadrant davantage les SPACs à plusieurs reprises. Afin de limiter les excès, la *Securities Exchange Commission* (SEC) a multiplié les avertissements et les directives réglementaires²⁹. Ainsi, en avril 2021, la SEC s'est prononcée dans deux communications sur les thématiques relatives aux SPACs. La SEC souhaitait manifester une extrême vigilance sur les projections émises par les SPACs dans le cadre des opérations de de-SPAC³⁰. En effet, le régulateur américain ne souhaitait pas que le SPAC devienne un moyen de faire entrer en bourse des sociétés ne fournissant pas un niveau d'information suffisant ou émettant des informations erronées. Elle souhaitait ainsi franchir une première étape dans la responsabilisation des acteurs du SPAC (fondateurs, banquiers d'affaires, avocats) et envisager des sanctions pour les sociétés contournant les règles en matière de communication au marché.

Ces communications de la SEC faisaient suite à de nombreux litiges et procès en cours à propos d'opérations de de-SPAC. Au cours du second semestre 2020, plusieurs contentieux sont nés comme celui concernant le SPAC du milliardaire Bill Ackman : *Pershing Square Tontine Holdings*. Ce SPAC, qui avait levé avec succès la somme record de 4 milliards de dollars, a fait l'objet d'une plainte de la part de l'un de ses actionnaires alors même que le SPAC devait acquérir 10 % du capital d'Universal Music Group, la filiale de Vivendi³¹. Au même moment d'autres procès étaient intentés par des actionnaires de manière collective contre les fondateurs et les conseils des SPACs. Les conflits d'intérêts entre les actionnaires, les fondateurs et les banques les conseillant ont déclenché une augmentation importante du nombre de litiges³². En réponse à ces problématiques, la SEC a justement opéré un nouveau tour de vis en mars 2022. Dans une communication adressée au marché, le régulateur a mis en avant sa volonté de réduire les asymétries d'information, d'accroître la transparence de ces véhicules à tous les niveaux et d'engager la responsabilité de l'ensemble des parties prenantes aux opérations (banques d'affaires, avocats, auditeurs)³³. Ces récentes annonces ont généré un coup d'arrêt important des opérations d'introduction en bourse et de de-SPAC sur la fin du premier semestre 2022³⁴.

²⁹ Les Echos - Face à ce boom, le gendarme américain des marchés passe à l'offensive, 15 avril 2021

³⁰ J. COATES, SPACs - IPOs and Liability Risk under the Securities Laws, 8 avril 2021.

³¹ Les Echos - Un procès met le SPAC de Bill Ackman en péril, 21 août 2021

³² Les Echos - Contentieux, raids de vendeurs à découvert... Les SPACs attaqués de toutes parts, 23 août 2021

³³ Les Echos - SPAC : déjà la fin de l'âge d'or ?, 6 avril 2022

³⁴ Les Echos - SPAC : sous la pression du régulateur, Wall Street sonne la retraite générale, 10 mai 2022



Dans une perspective identique de régulation du marché, la SEC avait publié le 12 avril 2021 une note concernant le traitement comptable des *warrants* émis dans le cadre des SPACs³⁵. Cette communication avait pour but de contraindre fortement la comptabilisation de ces instruments financiers en capitaux propres afin d'augmenter la lisibilité de la réalité économique du SPAC. En effet, jusqu'alors les *warrants* émis sur les marchés étaient comptabilisés majoritairement en capitaux propres³⁶. À partir de cette publication, ils devaient être comptabilisés en dettes ce qui modifiait considérablement la structure bilancielle des SPACs.

Les différentes mesures prises par la SEC ainsi que la dégradation du système économique mondial ont contribué au ralentissement des opérations faisant intervenir des SPACs aux Etats-Unis. En effet, la volatilité des marchés financiers liée aux resserrements monétaires ainsi qu'à la situation géopolitique en Ukraine entraîne une diminution des levées de fonds. Emmanuel Hasbanian, *Managing Director et Co-Head of Corporate Finance* à la Deutsche Bank, précise dans une interview que « *Le SPAC, est à la fois un événement M&A et ECM. Par conséquent, la santé des marchés de capitaux est un élément important* » tout en soulignant que ce type de véhicule est moins affecté que d'autres marchés³⁷. Le cabinet White & Case LPP explique également dans un article que les financements liés aux SPAC lors de l'introduction en bourse et de l'initial business combination au travers de PIPE sont également plus rares³⁸.

À la date de rédaction du présent mémoire, plus de 55 SPACs sont actifs en Europe. Le premier véhicule d'acquisition « SPAC » arrivé en Europe a été fondé par Pierre-Antoine Capton, Xavier Niel et Matthieu Pigasse. En avril 2016, ce SPAC, nommé Mediawan a levé 250 millions d'euros dans le cadre d'un placement privé international à l'occasion de son introduction sur le compartiment professionnel du marché réglementé d'Euronext à Paris. A sa création, Mediawan avait pour objet social « l'acquisition d'une ou plusieurs sociétés cibles

³⁵ J. COATES et P. MUNTER, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies, 12 avril 2021

³⁶ Le club des juristes - Paris : Place financière en première ligne pour les SPACs - Rapport de la commission ad hoc, décembre 2021

³⁷ Fusion & Acquisition - « Les SPACs sont un excellent outil pour un grand nombre de sociétés. C'est une offre complémentaire pour les entreprises qui souhaitent accéder à la bourse », mai 2022

³⁸ Fusions & Acquisitions - SPACs : un marché attentiste après une année 2021 record, mai 2022



dans le domaine des médias traditionnels et digitaux ou dans le secteur du divertissement en Europe »³⁹. Un peu moins d'un an après sa cotation à la bourse de Paris, Mediawan annonce le succès de son regroupement d'entreprises ou *Initial Business Combination* avec la Groupe AB le 31 mars 2017⁴⁰. À partir de cette annonce, les places financières européennes n'ont plus accueilli de SPACs pendant 3 ans.

En 2020, Xavier Niel et Matthieu Pigasse récidivent dans la création d'un SPAC en partenariat cette fois-ci avec Moët Alexandre Zaouri, fondateur de Monoprix et actionnaire majoritaire de Picard Surgelés. En décembre 2020, leur SPAC 2MX Organic a levé 300 millions d'euros dans le cadre d'un placement privé. La thèse d'investissement proposée par les trois sponsors est d'acquérir une ou plusieurs sociétés spécialisées dans la production et la distribution de biens de consommation durables.

Ainsi, depuis 2020, plus d'une trentaine de SPACs ont fait leur entrée sur les marchés financiers européens. Amsterdam semble être aujourd'hui la place la plus attractive en matière de SPAC. En décembre 2021, pas moins de 3 SPACs ont encore fait leur entrée sur les marchés européens : VT5 Acquisition en Suisse, Pegasus Entrepreneurs, le deuxième SPAC de Tikehau Capital et de Bernard Arnault, et enfin Brigade-M3 European Acquisition, tous deux à Amsterdam⁴¹.

Le SPAC Dee Tech coté en juin 2021, a annoncé en décembre 2021 son projet d'acquisition du groupe Colis Privé. Ce SPAC, fondé par Marc Ménasé, Michaël Benabou et Charles-Hubert de Chaudena a levé 165 millions d'euros à la Bourse de Paris et ambitionnait d'acquérir une société technologique. Cependant, cette première annonce d'IBC en Europe depuis Mediawan n'a pas abouti. En effet, Julien Fabre, *Managing Director* à la Deutsche Bank et ayant conseillé le management de Dee Tech expliquait l'échec de l'opération de la manière suivante : « *Mais un investisseur stratégique ayant lui aussi compris l'intérêt de la cible a offert à celle-ci une valorisation plus intéressante. Cette transaction n'a donc pas pu se faire, mais elle démontre la pertinence du SPAC*⁴². »

³⁹ Mediawan - Prospectus d'IPO - Summary - p.2

⁴⁰ Mediawan - Communiqué de presse, 31 mars 2017

⁴¹ Les Echos - 2021, année du décollage des SPACs en Europe, 23 décembre 2021

⁴² Fusion & Acquisition - « Les SPACs sont un excellent outil pour un grand nombre de sociétés. C'est une offre complémentaire pour les entreprises qui souhaitent accéder à la bourse », mai 2022



Plus récemment, le marché européen a félicité plusieurs opérations annoncées, notamment celles des SPACs I2PO⁴³, 2MX Organic⁴⁴ et Pegasus Entrepreneurs⁴⁵. Le SPAC I2PO a en effet annoncé le 19 avril 2022 opérer un rapprochement avec l'entreprise Deezer. De son côté, 2MX Organic, est en négociation avec le groupe InVivo pour racheter sa branche retail.

Section 2 - Avantages et inconvénients d'un mécanisme mixte

La structuration sous forme de SPAC comporte deux opérations familières du monde de la finance : l'IPO et le processus de fusion-acquisition (M&A). Il présente à ce titre de nombreux avantages.

Les SPACs permettent aux entreprises non cotées d'entrer en Bourse sans avoir à passer par le fastidieux processus d'introduction. En injectant des fonds dans un SPAC, les investisseurs réalisent des opérations de « private equity » en passant par la Bourse et disposent des garanties offertes par les sociétés cotées. Enfin, les fonds collectés par les SPACs leur permettent une grande rapidité d'action quant aux opportunités d'acquisition.

1. Les avantages du SPAC

Tout d'abord, le SPAC permet de réduire le calendrier applicable lors d'une introduction en bourse. La levée de fonds, prenant la forme d'un placement privé international permet à la société de ne publier aucune offre au public. Dans le même temps, le recours au placement privé permet de s'assurer du montant de la levée de fonds avant l'opération contrairement à une IPO classique. Le régime du placement privé présente un second avantage pour le déroulé de l'opération : l'offre soumise dans le cadre d'un SPAC est réservée à un cercle restreint d'investisseurs qualifiés sur le compartiment professionnel. Cela induit une documentation allégée de l'opération et l'exemption de plusieurs obligations telles que la traduction du résumé en français, l'obligation de lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes et l'obligation d'attestation de prestataire de services d'investissements. Le second avantage du

⁴³ I2PO - Communiqué de presse, « I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical », 19 avril 2022

⁴⁴ 2MX Organic - Communiqué de presse, « 2MX Organic et InVivo s'associent pour créer un leader de la distribution responsable », 31 mars 2022

⁴⁵ Pegasus Entrepreneurs - Communiqué de presse, « Pegasus Entrepreneurs convenes EGM and publishes shareholder circular relating to proposed business combination with FL Entertainment », 12 mai 2022



SPAC réside dans sa flexibilité. Il permet de réaliser des acquisitions d'une valeur largement supérieure aux montants levés, grâce à la combinaison des PIPEs (Private Investment in Public Equity), de la possibilité de payer en titres, et de l'effet de levier. Pour les investisseurs, le SPAC a l'avantage de présenter une grande sécurité. Les différents mécanismes du SPAC tels que la restitution des fonds investis placés sous séquestre au terme du délai prévu pour réaliser l'IBC, la soumission du projet d'IBC à l'approbation des actionnaires ou encore la faculté de retrait préalable à l'IBC permettent de sécuriser les investissements. Par ailleurs, les exigences des organismes de régulation en termes d'information financière et de transparence renforcent la sécurité accordée aux investisseurs.

Du point de vue des fondateurs, les SPACs proposent l'opportunité de lever des capitaux significatifs sur les marchés financiers en vue de procéder au rapprochement. Compte tenu du *promote* accordé, les fondateurs du SPAC détiendront une participation significative dans le SPAC et bénéficieront de droits de gouvernance préalablement déterminés, et ce, pour un investissement de départ relativement faible. En effet, le *promote* forfait de 20 % décidé de manière générale peut représenter un retour sur investissement très lucratif. Néanmoins, des nouvelles tendances se développent dans le but d'aligner au mieux les intérêts des investisseurs et ceux des fondateurs. Il s'agit par exemple du *staggered promote* dont le versement est conditionné et échelonné en fonction de la progression du cours de bourse après l'opération de de-SPAC.

Pour les sociétés cibles, le principal avantage d'un rapprochement avec un SPAC est de leur permettre d'accéder de manière automatique aux marchés cotés. Cet accès rapide, contrairement à une IPO classique permet de réduire considérablement le coût d'introduction en bourse et d'offrir une visibilité certaine sur la valorisation post IPO. D'ailleurs, Jean-Marc Patouillaud, Associé Fondateur chez Partech souligne que les SPACs répondent à l'incertitude de la valorisation lors d'une IPO classique par une « *meilleure maîtrise du tour de table* ». De la même manière, Jean-Damien Boulanger met en évidence que « *le SPAC évite les multiples aléas liés à la fixation des prix lors d'une IPO* »⁴⁶. En outre, les investisseurs bénéficient, par l'exercice de leurs *warrants*, d'une sécurité et de la liquidité caractéristique des marchés cotés. De plus, les opportunités de gains sont importantes.

⁴⁶ Fusions & Acquisitions - L'enjeu du développement des SPACs en France, mai 2022



2. Les inconvénients du SPAC

Malgré ses nombreux avantages, les SPACs présentent des spécificités susceptibles de les desservir. Tout d'abord, le délai de recherche de cible est limité à 24 mois ce qui peut contraindre les fondateurs à réaliser un rapprochement au détriment de la performance du SPAC. De plus, l'investissement doit représenter au minimum 75-80 % des fonds levés ce qui réduit les cibles potentielles. En outre, en tant que société cotée sur un compartiment professionnel, les titres du SPAC ne seront échangeables qu'entre investisseurs qualifiés ce qui réduit la liquidité des titres jusqu'à l'IBC et le changement de compartiment.

Un enjeu important auquel les fondateurs doivent porter une attention particulière réside dans l'attractivité du SPAC au niveau international. Au moment où le marché des SPACs devient de plus en plus sélectif⁴⁷, les fondateurs doivent être en mesure de séduire des investisseurs de qualité susceptibles d'immobiliser des fonds importants pendant deux ans. De plus, la qualité des investisseurs est devenue un véritable enjeu pour les SPACs. En diversifiant la base d'investisseurs et en limitant la proportion de fonds spéculatifs dans le capital, les SPACs devraient être en mesure d'assurer une meilleure stabilité des cours de bourse et un taux de rédemption beaucoup plus faible.

En ce qui concerne les fondateurs, une réflexion est nécessaire quant aux modalités de gouvernance de la société avant et après la réalisation de l'acquisition ou de la fusion ainsi qu'à l'exercice des *warrants*.

Le marché des SPACs a fait apparaître aussi de nouvelles tendances en matière de thèse d'investissement. Les SPACs se concentraient auparavant sur le marché national, notamment aux Etats-Unis. Actuellement, on assiste à une multiplication des acquisitions de cibles transfrontalières et transatlantiques. Cette tendance s'explique d'une part par une éventuelle pénurie de cibles sur le marché américain mais aussi par la personnalité des fondateurs. En effet, il est observé sur les marchés que les fondateurs de SPACs présentent dorénavant des profils internationaux et que la place de cotation n'est plus liée à la nationalité des fondateurs, de même que les cibles envisagées. Mais ce type d'acquisition transatlantique peut soulever des problématiques nouvelles en matière de conformité. En effet, aux Etats-Unis, les

⁴⁷ Fusions & Acquisitions - Le marché des SPACs est devenu beaucoup plus sélectif, mai 2022



exigences du régulateur sont différentes et la mise en conformité peut représenter un frein. D'autre part, le marché constate une compétition grandissante entre les places financières pour attirer les fondateurs de SPACs. En France, les avocats et l'AMF réfléchissent conjointement sur les possibilités d'amélioration des dispositifs nationaux.

L'émergence des SPACs en France est plus modérée qu'aux Pays-Bas et aux Etats-Unis car le marché devient de plus en plus exigeant et les équipes de fondateurs attendent le dénouement des opérations en cours. Cette attentisme se renforce du fait que de nombreuses opérations faisant intervenir des SPACs s'accompagnent de contentieux portés par des investisseurs ou par la SEC, aux Etats-Unis par exemple⁴⁸. Pour l'ensemble de ces raisons, de nouvelles tendances se sont développées notamment aux Etats-Unis. Aswath Damodaran présente avec ironie les difficultés rencontrées par le SPAC Pershing Square Tontine de Bill Ackman. Ce SPAC, créé en 2020, a fait l'objet de plusieurs plaintes de la part d'investisseurs bloquant les opérations en cours, notamment le rachat d'une participation de 10 % dans Universal Music. En réponse, le milliardaire américain a introduit le *Special Purpose Acquisition Right Company* (SPARC) qui devrait permettre de lever des capitaux après l'annonce d'un accord avec la cible.

En conclusion de cette section, il est possible d'effectuer des comparaisons entre les différentes formes de financement : SPAC, *Leverage Buy Out* (LBO), investissement de sponsor et IPO. Une synthèse de l'analyse exposée ci-dessous est présentée en figure 3.

En se concentrant sur le SPAC, le marché constate que le montant de la levée de fonds ne présente, en principe, aucune limite. En effet, même si la moyenne est de l'ordre de quelques centaines de millions d'euros, les plus gros SPACs peuvent lever plusieurs milliards d'euros. Le SPAC présente ici un avantage par rapport à l'IPO qui ne permet de lever qu'environ 20 à 25 % de la valeur de l'entreprise. De plus, le SPAC présente un second levier relatif à la levée de fonds au travers des PIPEs qui peuvent considérablement accroître le montant des financements nécessaires au rapprochement d'entreprises.

En ce qui concerne les synergies, le SPAC présente un intérêt singulier. Les profils complémentaires des fondateurs couplés aux expériences de chacun dans des secteurs

⁴⁸ Les Echos - Contentieux, raids de vendeurs à découvert... Les SPACs attaqués de toutes parts, 23 août 2021



d'activités spécifiques contribuent d'une part à la crédibilité du SPAC et de la thèse d'investissement mais aussi à l'efficacité opérationnelle du SPAC post-acquisition. Ces caractéristiques se retrouvent dans une moindre mesure dans les financements au travers de LBO ou d'investissements directs de sponsors mais sont inexistantes dans les IPO traditionnelles.

La valorisation du SPAC et celle de la société cible qui sera cotée après l'IBC varient également, tout comme les incertitudes liées. Au travers d'un SPAC, la valorisation est certaine grâce aux engagements des fondateurs et des investisseurs ou des *underwriters*. Ainsi, la valorisation lors de l'IPO est plus volatile puisqu'elle correspond aux fonds levés diminués du *promote* accordé aux fondateurs et des autres coûts de fonctionnement. En revanche, dans une introduction en bourse classique, la valorisation dépend de l'accueil fait à l'offre au public qui peut être incertain. De la même manière, les marges des souscripteurs et la décote d'IPO viennent réduire la valorisation de la société. En revanche, dans les opérations de LBO ou d'investissement direct, la valorisation dépend principalement des objectifs de taux de rentabilité interne (TRI) souhaité. Le LBO présente ici un léger avantage par rapport à son homologue puisque par un effet de levier maximal, aucune décote ne s'applique.

Les actionnaires d'un SPAC disposent des mêmes avantages que ceux participant à une IPO classique. En effet, les titres étant librement échangeables sur les marchés, les investisseurs ne supportent pas le risque d'illiquidité des actions et bénéficient par ailleurs du droit de rachat avec l'IBC. En revanche, les sources de financements « privées » présentent une liquidité très faible et il sera généralement obligatoire de sortir de manière complète au moment de la transaction.

Concernant le risque lié à l'exécution de l'opération, celui-ci est considérablement réduit dans le SPAC alors qu'il est important dans les IPO classiques. Dans les opérations de LBO et assimilées, le risque de non-exécution est limité mais repose sur l'hypothèse d'émission de dettes et d'atteinte d'un effet de levier maximal.

Enfin, ces différentes sources de financement présentent des structures capitalistiques singulières. Dans le SPAC et l'IPO classique, l'effet de levier est modéré et permet un équilibre dans la répartition du capital entre les prêteurs et les actionnaires. Par contre dans le



LBO et l’investissement direct, l’objectif de maximisation de l’effet de levier repose sur une structure capitalistique où les prêteurs représentent un poids considérable.

Figure 3 : Tableau comparatif des sources de financement

	SPAC	LBO	Investissement de sponsor	IPO
Levée de fonds	<ul style="list-style-type: none"> Aucune limite Le SPAC peut lever des capitaux supplémentaires via les PIPEs. 	<ul style="list-style-type: none"> Monétisation de la valeur totale 	<ul style="list-style-type: none"> Flexible basée sur la demande du sponsor 	<ul style="list-style-type: none"> Limitée à 20-25% de la valeur de l’entreprise
Synergie	<ul style="list-style-type: none"> Crédibilité du marché et expertise opérationnelle 	<ul style="list-style-type: none"> Potentiel d’un certain bénéfice opérationnel / financier pour le sponsor 	<ul style="list-style-type: none"> Potentiel soutien opérationnel / financier de la part du sponsor 	<ul style="list-style-type: none"> Aucune
Valorisation	<ul style="list-style-type: none"> Valorisation au marché diminuée du <i>promote</i> attribué aux sponsors et des autres coûts du SPAC 	<ul style="list-style-type: none"> Valorisation sur le marché privé établie sur la base des objectifs de TRI du sponsor 	<ul style="list-style-type: none"> Valorisation sur le marché privé basée sur les objectifs de TRI du sponsor, potentiellement avec une décote par rapport au LBO complet 	<ul style="list-style-type: none"> Valorisation sur le marché public diminuée de la décote d’IPO et des <i>spread</i> des souscripteurs
Sortie	<ul style="list-style-type: none"> Contrôle pour vendre au cours souhaité 	<ul style="list-style-type: none"> Sortie complète au moment de la transaction 	<ul style="list-style-type: none"> En général, il faudra négocier le chemin vers la liquidité pour le sponsor au moment de l’investissement. 	<ul style="list-style-type: none"> Contrôle pour vendre au cours souhaité
Risque d’exécution	<ul style="list-style-type: none"> Risque de marché entre la signature et la clôture, mais peut être réalisé même si le marché des IPO est fermé. 	<ul style="list-style-type: none"> Clôture conditionnée à l’obtention d’une dette à effet de levier maximum 	<ul style="list-style-type: none"> Risque limité pour la clause en supposant que la dette puisse être levée 	<ul style="list-style-type: none"> Besoin d’un marché IPO « ouvert » à la clôture
Structure capitalistique	<ul style="list-style-type: none"> Effet de levier approprié pour les sociétés cotées 	<ul style="list-style-type: none"> Effet de levier maximal supportable 	<ul style="list-style-type: none"> En règle générale, on cherchera à maximiser l’effet de levier, mais il est possible d’atteindre les objectifs du TRI avec un effet de levier plus faible et un rendement fixe plus élevé. 	<ul style="list-style-type: none"> Effet de levier approprié pour les sociétés cotées



Section 3 - Performances des SPACs

1. Performances boursières

Historiquement, les rendements des SPACs pour les investisseurs ne sont pas à la hauteur. En effet, la structure des SPACs cotés jusqu'en 2020 fait apparaître un déséquilibre important entre les rendements des investisseurs et ceux des fondateurs. L'étude de Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021)⁴⁹, basée sur un échantillon de 47 SPACs ayant fusionné entre 2019 et 2020, met en évidence un rendement annuel moyen négatif de -34,9 % en 2020. Pour comparaison, le rendement offert aux investisseurs des IPO classiques sur la même période était de +12,2 %. Pour ces raisons, les grands investisseurs internationaux se sont tenus à distance des SPACs, leur préférant le marché du *private equity*. En effet, en 2020, un article du journal les Echos⁵⁰ mettait en évidence l'aversion de ce type d'investisseur pour les SPACs, jugeant le phénomène temporaire et lié à l'afflux de liquidités durant la pandémie de Covid-19.

Dans une étude publiée en 2021 par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)⁵¹, c'est l'importance des investissements de *hedge funds* dans le rendement de certains SPACs qui est mise en avant. En effet, la stratégie de ces fonds est de générer des intérêts attribués lors du placement des fonds levés, de se voir attribuer les bons de souscription d'actions (*warrants*) attachés aux actions lors de l'IPO et d'exercer leur droit de rédemption lors de l'annonce de l'IBC. La présence de cartons *hedge funds* présente donc un fort effet dilutif pour les investisseurs restants et nuit au rendement du SPAC. Cette étude a mis en évidence que le rendement annuel moyen des SPACs n'a jamais surperformé l'indice Russel 2000 des *mid* et *small caps* américaines. En effet, le rendement moyen un an après la fusion sous-performe l'indice de 10 %, voire de 40 % et plus. En revanche, les rendements attribués aux fondateurs des SPACs font apparaître un clivage très important. En moyenne, trois mois après la fusion, les fondateurs bénéficient d'un rendement moyen de 400%. Au-delà d'un an, la performance est de 187 %, avec une médiane à 32 % et certains rendements pouvant même dépasser 1 000 %. Ce contraste met bien en évidence les divergences d'intérêts des investisseurs et des fondateurs, que nous approfondirons dans la seconde partie du mémoire. Le second semestre 2021 est représentatif de cette tendance. En effet, un nombre croissant de SPACs a fait l'objet

⁴⁹ Klausner, Ohlrogge, Ruan (2021); A Sober Look at SPACs ; ECGI Working Paper Series in Finance

⁵⁰ Les Échos - Capital investissement : les grands investisseurs internationaux ne croient pas aux SPACs, 4 décembre 2020

⁵¹ AMF - SPAC - Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en bourse, 1^{er} juillet 2021



de demandes de remboursement d'actions par des actionnaires. Entre juin et septembre, le taux de rédemption des actionnaires était de 50 %⁵², et atteignait jusqu'à 95 % dans certains SPACs.

2. Autres axes d'analyse de la performance

De manière précise, Aswath Damodaran, professeur de finance à la *Stern School of Business* de l'Université de New York, a proposé une analyse des rendements des SPACs corrélativement à la qualité des fondateurs⁵³. L'auteur a établi une liste de critères visant à évaluer la qualité des fondateurs, en s'intéressant notamment à la taille de leur investissement, à leur histoire et à leurs performances passées. De cette manière, Damodaran distingue les fondateurs de haute qualité et les autres fondateurs. À partir de cette distinction, il s'intéresse aux rendements des SPACs en comparaison avec les rendements moyens lors d'IPO et les rendements moyens de l'indice Russel 2000. Les résultats de son analyse sont présentés ci-dessous :

Figure 4 : Comparaison des rendements moyens des SPACs

Returns to SPAC Investors from SPAC Mergers: Median Raw Returns				
	Raw Median Returns			
	High Quality Sponsors	Other Sponsors	All SPACs	
3 months	-4.60%	-46.90%	-14.50%	
6 months	-15.90%	-43.00%	-23.80%	
1 year	-34.60%	-66.30%	-65.30%	
Returns to SPAC Investors from SPAC Mergers: Median Excess Returns (over IPO index)				
	Median Excess Return over Russell 2000			
	High Quality Sponsors	Other Sponsors	All SPACs	
3 months	16.90%	-47.20%	-16.10%	
6 months	-2.40%	-57.00%	-17.50%	
1 year	-36.30%	-55.00%	-44.90%	
Returns to SPAC Investors from SPAC Mergers: Median Excess Returns (over Russell index)				
	Median Excess Return over IPO Index			
	High Quality Sponsors	Other Sponsors	All SPACs	
3 months	7.10%	-52.10%	-32.80%	
6 months	-43.20%	-56.30%	-17.50%	
1 year	-56.50%	-89.90%	-44.90%	
All SPACs: Average versus Median Returns in 6 months				
	Three Months post-merger		Six Months post-merger	
	Median	Average	Median	Average
Raw Return	-14.50%	-2.90%	-23.80%	-12.30%
Excess over IPO Index	-32.80%	-13.10%	-43.20%	-33.00%
Excess over Russell 2000	-16.10%	-1.30%	-17.50%	-10.90%

Sponsors are classified into high quality based upon investment size, history and past performance.

Source : Aswath Damodaran - *The Rise of SPACs: IPO Disruptors or Blank Check Distortions ?*

⁵² Les Echos - Les investisseurs sortent de plus en plus souvent des SPACs avant le rachat de la société cible, 30 septembre 2021

⁵³ Aswath Damodaran - *The Rise of SPACs: IPO Disruptors or Blank Check Distortions ?* 9 juin 2021



De l'analyse il ressort que la qualité des fondateurs est un critère déterminant dans le rendement moyen des SPACs. Les fondateurs de haute qualité parviennent à surperformer à court terme les autres SPACs et les indices de comparaison. Néanmoins, Damodaran attire l'attention sur les rendements des SPACs au-delà de 3 mois. Que les fondateurs soient de qualité ou non, les investisseurs perdent de l'argent et les rendements médians sont négatifs par rapport aux indices étudiés. Selon Damodaran, les cours boursiers des SPACs atteignent leur pic le jour de l'opération de regroupement et diminuent les jours suivants. Cela s'explique en grande partie par le battage médiatique qui s'estompe et par l'exercice des bons de souscription qui augmentent le nombre d'actions en circulation et donc la dilution qui pèse sur la valeur par action. Dans sa conclusion, Damodaran, met en avant de la même manière que les études exposées dans cette revue de littérature, l'asymétrie entre les fondateurs et les investisseurs. En effet, dans leur forme actuelle, les SPACs favorisent énormément les fondateurs. Certains investisseurs du SPAC peuvent optimiser leur rendement, en se retirant généralement au moment de l'annonce de l'opération et en utilisant leurs bons de souscription de façon à augmenter leur rendement, mais les investisseurs du SPAC qui restent comme actionnaires de la société fusionnée deviennent perdants. Cela explique l'appétence des *hedge funds* pour ces véhicules d'investissement. D'autre part, pour la société cible qui se retrouve cotée en bourse, l'auteur estime que l'introduction au moyen d'un SPAC permet d'augmenter les liquidités de l'entreprise, mais les mécanismes de dilution compris dans le processus peuvent peser sur le prix des actions, sur leur rendement et donc sur l'attractivité pour les futurs investisseurs.

Selon l'auteur, les SPACs devront nécessairement évoluer pour rapprocher les intérêts des investisseurs de ceux des fondateurs. Il a identifié quatre axes d'amélioration⁵⁴ :

- Premièrement, il conviendrait de diminuer la valeur du promote accordé aux fondateurs. En effet, le *promote* versé lors de l'IBC crée un trou trop profond pour que les investisseurs puissent bénéficier d'un rendement attractif. Selon lui, le surplus généré lors du processus n'est pas en capacité de couvrir une dilution de l'ordre de 20 % ou plus.
- Deuxièmement, un meilleur alignement des intérêts des investisseurs et des fondateurs est primordial. Dans la structure actuelle des SPACs, les fondateurs perçoivent le *promote* lors des regroupements et sont donc incités à réaliser l'opération même si c'est contraire aux

⁵⁴ Aswath Damodaran - The Rise of SPACs: IPO Disruptors or Blank Check Distortions ? 9 juin 2021



intérêts des actionnaires, et à embellir les opérations pour diminuer le plus possible le taux de rédemption (*redemption rate*).

- Troisièmement, Damodaran propose d'assouplir les publications obligatoires lors des IPO classiques aux Etats-Unis. Selon le point de vue de l'investisseur, il estime que les mentions sur les risques des SPACs sont inutiles et ne permettent pas d'apprécier la qualité du SPAC et de la thèse d'investissement. Par ailleurs, il estime aussi que les règles relatives aux cotations directes devraient être supprimées ou assouplies. Cela pourrait faciliter les introductions en bourse des sociétés et freiner le développement des SPACs.
- Enfin, la dernière proposition consiste à réduire les frais liés à l'opération. Les frais de transaction sont de l'ordre de 5 % à 6 % des fonds levés et ne sont pas justifiés selon Damodaran.



CHAPITRE 2 - FONCTIONNEMENT DES SPACS

Section 1 - Constitution

Les SPACs sont des sociétés cotées dont les titres sont voués à être admis aux négociations sur les marchés financiers. En Europe, les SPACs doivent donc revêtir une forme propice à l'admission de leurs actions sur un marché. En France, les formes juridiques adaptées sont celles de la société anonyme (SA)⁵⁵, de la société européenne (SE)⁵⁶ et de la société en commandite par actions (SCA)⁵⁷.

1. Société anonyme

La société anonyme est la forme juridique plébiscitée par les fondateurs de SPAC. Il peut s'agir de SA moniste, c'est-à-dire à conseil d'administration et directeur général comme pour les cinq derniers SPACs cotés à Paris⁵⁸. La forme utilisée peut également être la forme dualiste, c'est-à-dire à conseil de surveillance et directoire. Celle-ci a été utilisée par le SPAC Mediawan. Bien que ne pouvant pas instituer de capital variable comme la SCA, la SA offre la possibilité d'émettre différentes catégories d'actions, dont des actions de préférence rachetables. Cette disposition du droit permet de mettre en place le mécanisme du droit de rédemption utilisé dans les SPACs traditionnels aux Etats-Unis.

2. Société en commandite par actions

La SCA pourrait être particulièrement adaptée à la structuration sous forme de SPAC. En effet, elle permet de constituer une société à capital variable, ce qui facilite les opérations sur le capital et offre une distinction entre deux types d'associés : les associés commanditaires et les associés commandités. Les associés commanditaires, ne pouvant s'immiscer dans la gestion de la société, sont les investisseurs initiaux du SPAC. Les associés commandités sont, quant à eux, les fondateurs qui dirigent le SPAC et les opérations à mener. En France, la SCA

⁵⁵ Articles L225-1 à L225-270 du Code de commerce

⁵⁶ Articles L229-1 à L229-15 du Code de commerce

⁵⁷ Articles L226-1 à L226-14 du Code de commerce

⁵⁸ Il s'agit de 2MX Organic, Accor Acquisition Company, Transition, Dee Tech et I2PO



est tout à fait adaptée, car elle permet de rassurer les investisseurs. Les fondateurs, en qualité d'associés commandités, n'ont pas la possibilité de céder leurs titres librement et engagent leur responsabilité de manière indéfinie et solidaire. De plus, cette forme juridique est fréquemment utilisée pour protéger le SPAC d'éventuelles offres publiques hostiles. Bien que particulièrement propice à la structuration d'un SPAC, la SCA n'est que très peu utilisée en Europe notamment à cause de son modèle méconnu des investisseurs étrangers⁵⁹.

3. Société européenne

Les fondateurs du SPAC peuvent recourir à une troisième forme de société, la société européenne (SE), pour constituer un SPAC en bénéficiant des avantages que confère cette forme juridique. La SE permet en effet d'utiliser la forme de la société anonyme tout en facilitant les règles en matière de transport de siège social au sein de l'Union Européenne (UE). Cette forme est particulièrement adaptée dans les SPACs qui proposent une thèse d'investissement sur l'ensemble du territoire européen. En effet, les équipes de fondateurs sont souvent issues de plusieurs pays de l'UE et peuvent avoir pour ambition d'acquérir une cible en dehors du marché de cotation du SPAC. La SE est aussi particulièrement adaptée parce qu'elle traduit les différents centres de gestion des fondateurs, certains étant basés dans d'autres pays que celui de cotation du SPAC. Par exemple, Tikehau Capital, Bernard Arnault et Jean-Pierre Mustier ont lancé deux SPACs sur Euronext Amsterdam alors même qu'ils sont issus du marché français⁶⁰. Cependant, la SE impose certaines conditions de constitution qui peuvent freiner son utilisation. Il s'agit notamment de la nécessité de créer la société soit par fusion, soit par création d'une holding de groupe, soit par la constitution d'une filiale européenne ou la transformation d'une SA, à condition que cette société ait eu, pendant au moins 2 ans, une filiale dans un autre pays de l'espace économique européen (EEE)⁶¹.

Section 2 - Introduction en bourse

L'admission du SPAC sur un marché réglementé est soumise à certaines contraintes réglementaires issues du le Code monétaire financier (CMF) en France et des règlements de

⁵⁹ Le club des juristes - Paris : Place financière en première ligne pour les SPACs - Rapport de la commission ad hoc, décembre 2021

⁶⁰ Le Echos - Le SPAC de Tikehau, Mustier et Arnault lance sa cotation à Amsterdam, 26 avril 2021
La Tribune - Tikehau Capital lance un deuxième SPAC avec Bernard Arnault, 8 décembre 2021

⁶¹ Règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil relatif au statut de la société européenne (SE), 8 octobre 2001



l'Union Européenne, notamment le Règlement Prospectus. Contrairement au marché américain où les SPACs peuvent publier un prospectus d'IPO simplifié, en France et en Europe, les règles applicables aux cotations de SPACs et aux IPO classiques sont identiques. Cet élément contribue d'ailleurs à la transparence de ces véhicules en Europe et aux communications des autorités de régulation les concernant⁶².

1. Prospectus d'IPO

Sur la base du Règlement Prospectus, les SPACs doivent rédiger un prospectus d'introduction en bourse qui sera approuvé par les autorités de régulation comme l'AMF en France. Ce prospectus d'introduction peut faire l'objet de contrôle par les commissaires aux comptes dans le cadre de services autres que la certification des comptes. Conformément à leur lettre de mission, les commissaires aux comptes rédigeront alors une lettre de confort présentant une assurance modérée sur la conformité du prospectus.

Afin d'être approuvé, le prospectus doit contenir les informations exigées par le règlement ainsi que celles édictées par l'organisme de cotation comme Euronext. En France, l'AMF propose un guide d'élaboration du prospectus d'introduction en bourse⁶³. Ainsi, le contenu minimum du prospectus est le suivant : une table des matières, un résumé de l'opération, une définition des facteurs de risques et la publication des informations minimales prévues par les annexes⁶⁴. Afin de comprendre rapidement la structuration d'un SPAC, il peut être intéressant de consulter en premier lieu le résumé (*summary*) proposé dans le prospectus. Ce résumé fournit « *les informations clés dont les investisseurs ont besoin pour comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des valeurs mobilières offertes ou admises à la négociation sur un marché réglementé et qui doit être lu en combinaison avec les autres parties du prospectus afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières* »⁶⁵.

⁶² AMF - Communiqué de presse, « Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs », 15 avril 2021

⁶³ AMF - Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers, Position-Recommandation AMF DOC-2020-06, 17 juin 2020

⁶⁴ Le contenu de cette rubrique est défini par les annexes au Règlement Délégué n°2019/980 et par les orientations de l'ESMA sur le contenu du prospectus

⁶⁵ Règlement (UE) 2017/1129, Article 9, 14 juin 2017



Cependant, certaines informations prévues par le prospectus ne paraissent pas adaptables à la nature des SPACs. Compte tenu de l'absence d'activité opérationnelle jusqu'au premier rapprochement et le SPAC n'étant constitué que quelques mois avant l'IPO, il paraît peu envisageable d'exiger une description précise de l'activité. Par contre, cette spécificité ne contraint pas le SPAC qui peut tout de même s'introduire en bourse grâce à l'article 18 du Règlement Prospectus⁶⁶. Ce dernier précise que la société qui souhaite proposer ses titres financiers dans le cadre d'une offre au public peut déroger aux mentions obligatoires « *sous réserve de la communication aux investisseurs d'une information adéquate* »⁶⁷. D'autre part, les règles établies par Euronext ainsi que le Code de commerce offrent la possibilité de constituer une société par le biais d'une offre au public alors même qu'elle sera, par définition, incapable de fournir des documents relatant ses trois derniers exercices financiers⁶⁸.

Afin d'accroître la transparence sur ce type de société, l'AMF exige néanmoins que l'information présentée aux investisseurs soit la plus complète et compréhensible possible⁶⁹. L'étude des différents prospectus publiés par des SPACs en France nous permet de conclure qu'une attention particulière est apportée 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 présenter⁷⁰.

De manière générale, les communiqués de presse et les informations communiquées sur la cotation d'un SPAC fournissent un tableau de synthèse. L'annexe 2 du présent mémoire propose la fiche technique d'un SPAC traditionnel. Cette fiche technique est généralement communiquée à l'AMF afin qu'elle puisse prendre connaissance de l'opération qui se prépare. Cette étape se place avant l'approbation du prospectus par l'organisme de régulation.

⁶⁶ Le club des juristes - Paris : Place financière en première ligne pour les SPACs - Rapport de la commission ad hoc, décembre 2021

⁶⁷ Règlement (UE) 2017/1129, Article 18, 14 juin 2017

⁶⁸ Articles L225-2 et suivants du Code de commerce

⁶⁹ AMF - Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs, 15 avril 2021

⁷⁰ I2PO - Prospectus d'introduction en bourse, 13 juillet 2021

2MX Organic - Prospectus d'introduction en bourse, 27 novembre 2020

Transition - Prospectus d'introduction en bourse, 13 juin 2021



2. Placement des fonds sur un compte séquestre

À l'issue de l'introduction en bourse, les fonds levés sont bloqués sur un compte séquestre. Ce blocage des sommes versées par les investisseurs permet de garantir le remboursement des actions lorsque les investisseurs useront de leur droit de rédemption. En effet, le prospectus d'introduction précise aux investisseurs que le contrat de séquestre stipule que les fonds déposés sont bloqués jusqu'à la réalisation de l'IBC. Ils servent donc uniquement au financement du rapprochement ou lors de la liquidation du SPAC et non lors de la phase de recherche de cible. Celle-ci est financée par les fondateurs, ce sont eux qui supportent le risque. Classiquement, la totalité des fonds levés est placée sur un compte séquestre mais certains SPACs peuvent prévoir une légère réserve de trésorerie. Juridiquement, le séquestre peut prendre plusieurs formes. Tout d'abord, il peut s'agir d'un compte déposé auprès d'un notaire agréé. Les fonds peuvent aussi être déposés chez un établissement bancaire ou à la Caisse des Dépôts par exemple qui aura la charge d'administrer les sommes placées et, le cas échéant, de verser les intérêts prévus.

En pratique, le séquestre peut être réalisé à titre gratuit ou être rémunéré. Lorsqu'il est effectué à titre gratuit, les modalités de fonctionnement sont celles établies par l'article 1947 du code civil. À titre onéreux, il est régi par une certaine liberté contractuelle.

Section 3 - Initial Business Combination

1. Recherche de la cible

Après avoir été introduit en bourse, le SPAC dispose d'un délai restreint pour réaliser son Initial Business Combination. Ce délai varie en général entre 18 et 24 mois bien que certains SPACs aient prévu une durée bien moindre aux Etats-Unis. D'autre part, dans la majorité des SPACs, une thèse d'investissement est préalablement définie. C'est-à-dire que le secteur d'activité et la cible potentielle sont définis en amont de l'introduction en bourse. Bien que la présentation détaillée de l'activité soit paradoxale avec l'absence d'activité opérationnelle jusqu'à l'IBC, l'AMF exige que des informations précises sur le secteur de la cible recherchée soient fournies dans le prospectus. Ainsi, le dénouement de l'opération de rapprochement est conditionné au respect de la documentation d'introduction en bourse préalablement établie.



En outre, la pratique de marché impose que la cible initiale représente une part importante des fonds levés lors de l'introduction en bourse. Dans le modèle traditionnel du SPAC américain, la taille de la cible doit être d'au moins 80 % des fonds levés lors de l'IPO. En droit français, aucune disposition législative n'impose un ratio comparable.

2. Validation de la cible

En principe, dans la société anonyme de droit français, l'opération de de-SPAC est décidée par le conseil d'administration conformément au code de commerce⁷¹. La validation de l'opération de rapprochement requiert légalement la majorité simple, mais en pratique de nombreux SPACs précisent dans leurs statuts qu'une telle opération devra être approuvée à une majorité renforcée, c'est-à-dire à la majorité des membres du conseil d'administration et à la majorité des deux tiers des administrateurs indépendants.

En supplément de ce premier vote, il ressort des pratiques de marché que le choix de la cible est souvent soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. En effet, cette double approbation est obligatoire aux Etats-Unis⁷² mais aussi dans les pays nordiques⁷³, en Malaisie⁷⁴ ou à Singapour⁷⁵. Néanmoins, en droit français, l'IBC n'entraîne pas de modification des statuts et n'est, en principe, pas soumise au vote de l'assemblée générale. Cette disposition est réservée à la condition que les modalités de dénouement du SPAC ne nécessitent pas l'approbation de décisions par l'assemblée générale extraordinaire. La commission ad hoc du club des juristes a souligné également que « *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 sociétés cotées, elle ne s'est encore jamais prononcée sur l'exigence d'un tel vote dans le cadre spécifique du de-SPAC.* » Sur le marché français, certains SPACs ont déjà adopté cette pratique venue des Etats-Unis comme Mediawan⁷⁶, Accor Acquisition Company⁷⁷ et Transition⁷⁸. Les SPACs 2MX Organic, Dee Tech et I2PO,

⁷¹ Article L.225-35 du Code de commerce

⁷² Nasdaq Stock Market - M-5101-2 (c) & (d)

⁷³ Nasdaq Nordic - Art. 2.18.4 et 2.18.5 Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares

⁷⁴ Securities Exchange Commission Malaysia - Art. 6.39 et 6.40 Equity Guidelines

⁷⁵ Singapore Exchange - Art. 210 Mainboard Rules

⁷⁶ Mediawan - Prospectus d'introduction en bourse, 11 avril 2016

⁷⁷ Accor Acquisition Company - Prospectus d'introduction en bourse, 26 mai 2021

⁷⁸ Transition - Prospectus d'introduction en bourse, 16 juin 2021



quant à eux, précisent cette information dans leur prospectus d'IPO⁷⁹. Cependant, dans le cas d'un apport en nature de titres, l'approbation de l'assemblée générale sera nécessaire en vertu des règles édictées par le code de commerce. En effet, bien que celui-ci permette d'opérer une délégation de pouvoir au profit du conseil d'administration, le plafond de l'augmentation du capital social est fixé à 10 %⁸⁰. Bien que la durée maximale de 26 mois de la délégation soit cohérente avec la durée de vie du SPAC, le plafond en vigueur est trop faible compte tenu du montant des opérations.

De plus, dans le cadre de l'approbation de l'IBC, il convient d'analyser et de prendre en compte le droit de rédemption des investisseurs initiaux. Ce droit permet aux actionnaires ayant participé à la première levée de fonds du SPAC de demander le remboursement de leurs actions à un prix déterminé, en général le prix de souscription initial. Ce mécanisme permet de réduire considérablement le risque pris par les investisseurs jusqu'à l'IBC. En droit français, plusieurs mécanismes permettent la mise en place d'un tel droit. Tout d'abord, comme vu précédemment, si le SPAC est constitué sous la forme d'une SCA à capital variable⁸¹, les associés commanditaires pourront demander le remboursement de leurs actions. Néanmoins, la méconnaissance de cette forme juridique par les investisseurs étrangers a dirigé la pratique vers l'utilisation des actions de préférence rachetables⁸². En effet, le fonctionnement de ces actions a permis à l'origine d'élargir les sources de financement des entreprises, et d'offrir des produits souples et adaptés à la pratique. Dans les SPACs, les modalités de rachat des actions de préférence sont fixées dans les statuts et permettent de procéder au rachat des titres à un prix prédéterminé, égal au prix de souscription. En somme, il convient de préciser que ces spécificités posent des questions d'ordre comptable, notamment en ce qui concerne la classification des *market shares* et des *market warrants*. L'analyse des critères liés à la classification de ces instruments est présentée dans le second chapitre du présent mémoire.

⁷⁹ Prospectus de 2MX Organic, DEE Tech et I2PO : « *The Company will not be required to hold a special meeting of Market Shareholders to approve the Initial Business Combination, unless the Initial Business Combination would require shareholders' approval under applicable law or stock exchange listing requirements.* »

⁸⁰ Article L.22-10-53 du Code de commerce

⁸¹ Confirmant la faculté de créer une SCA à capital variable : M.-H. MONSIÉRE BON, « Capital variable », décembre 2010

⁸² Article L.228-12 du Code de commerce



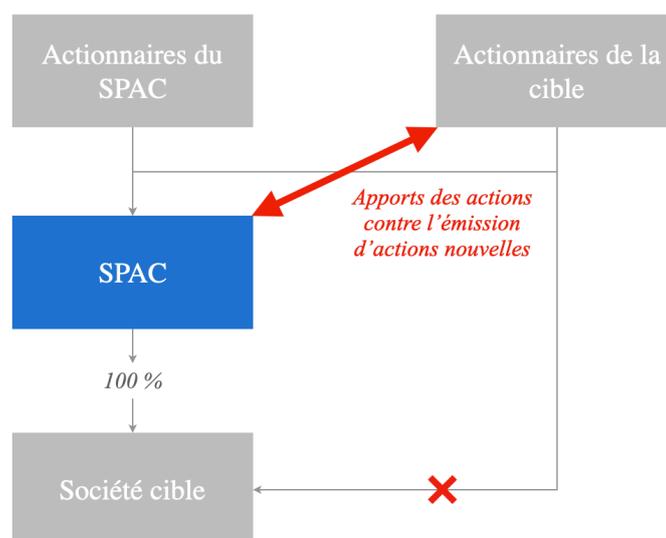
3. Réalisation de l'acquisition

La structure d'une opération de de-SPAC diffère selon les contextes juridiques. En effet, aux Etats-Unis par exemple, les opérations de rapprochement correspondaient généralement à la situation dans laquelle la société cible fusionnait avec une des filiales du SPAC. Dans le même temps, le SPAC devenait une holding cotée animant le groupe nouvellement formé. En France, la structure d'une opération de de-SPAC peut se dérouler selon trois procédés : l'acquisition, l'apport ou la fusion, la réglementation française permettant de mettre en oeuvre ces trois modalités.

En Europe, la pratique tend à privilégier l'apport en nature des titres de la société cible au SPAC en contrepartie des nouvelles actions émises par le SPAC. Généralement, l'opération est réalisée via l'apport de l'intégralité des actions de la société cible. Néanmoins, cette structuration présente plusieurs contraintes. En premier lieu, ce type d'opération peut rendre obligatoire la rédaction d'un prospectus d'émission qui sera visé par l'AMF.

En application du Règlement Prospectus, la rédaction d'un prospectus est 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 réglementé⁸³. Dans un second temps, une problématique survient lors de la décision d'augmentation de capital du SPAC. En effet, l'opération nécessite d'émettre de nouvelles actions, et elle est conditionnée à l'approbation de l'organisme compétent. Il peut s'agir, soit de l'assemblée générale des actionnaires, soit de l'équipe dirigeante du SPAC (conseil d'administration par exemple) lorsqu'une délégation de pouvoir a été accordée. En droit français, si le vote est soumis à l'assemblée générale extraordinaire, la majorité requise sera

Figure 5 : Apports des titres de la cible

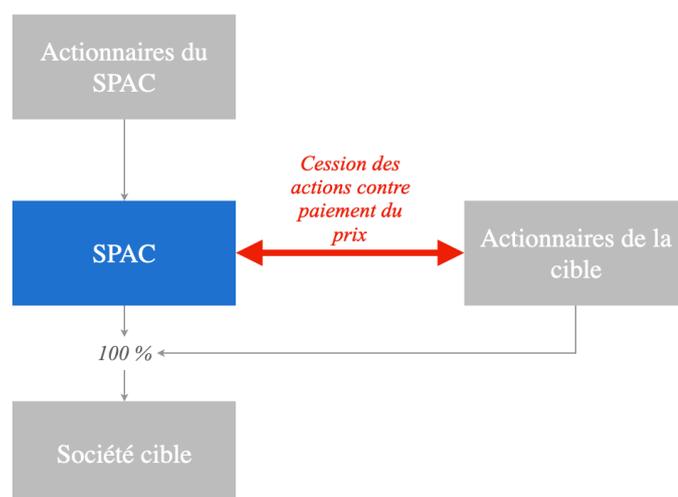


⁸³ Règlement UE n° 2017/1129

importante : deux tiers des voix⁸⁴. Enfin, comme le souligne le rapport du club des juristes⁸⁵, les parties prenantes du SPAC devront porter une attention particulière aux règles de franchissement de seuils établies par le Code de commerce⁸⁶ ainsi qu'à la réglementation applicable aux offres publiques d'acquisition (OPA) définies par l'AMF⁸⁷. En outre, si à la fin de l'opération, un actionnaire de la société cible, agissant seul ou de concert, possède un pourcentage de capital ou de droits de vote du SPAC égal ou supérieur au seuil de déclenchement d'une offre obligatoire, il devra soumettre un projet d'offre publique d'achat portant sur la totalité du capital du SPAC. Cette situation est tout à fait réaliste, notamment lorsque la valorisation de la cible est importante et bien supérieure aux fonds levés par le SPAC via l'IPO et les PIPEs et que le véhicule émet de nouvelles actions pour l'opération d'IBC. En revanche, la personne dépassant le seuil de 30 % du capital et des droits de vote peut obtenir une dérogation auprès de l'AMF pour être exemptée de publier une offre publique⁸⁸. Le bénéfice de cette dérogation constitue alors une condition à la réalisation de l'opération de l'IBC, comme c'est le cas notamment pour les projets de rapprochement annoncés par les SPAC I2PO⁸⁹ et 2MX Organic⁹⁰ et respectivement Deezer et InVivo Retail.

Deuxièmement, l'opération d'IBC peut se dérouler par voie d'acquisition pure et simple des actions de la société cible. Dans cette situation, les actionnaires de la cible ne reçoivent aucune action du SPAC et ne seront pas directement actionnaires de la nouvelle société. Néanmoins, cette structuration de l'opération nécessite l'apport de fonds importants puisqu'aucune nouvelle action du SPAC n'est émise. Il n'est donc pas rare, compte tenu de la taille des cibles acquises, que le

Figure 6 : Acquisition de la cible en numéraire



⁸⁴ Articles L. 225-96 et L. 225-129 du Code de commerce

⁸⁵ Le club des juristes - Paris - Place financière en première ligne pour les SPACs - Rapport de la commission ad hoc - Décembre 2021

⁸⁶ Article L. 233-7 du Code de commerce

⁸⁷ Article L. 433-3 du Code monétaire et financier

⁸⁸ Article 234-9 du Code monétaire et financier

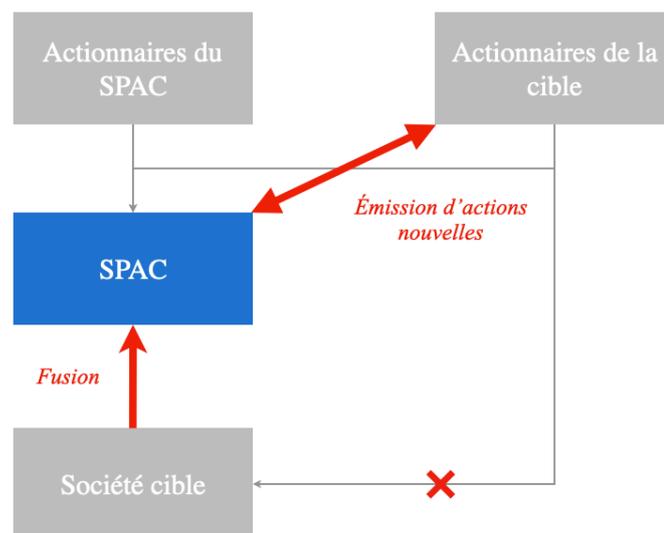
⁸⁹ I2PO - Communiqué de presse, « I2PO et Deezer ont conclu un accord définitif de rapprochement en vue de coter en bourse la plateforme mondiale de streaming musical », 19 avril 2022

⁹⁰ 2MX Organic - Communiqué de presse, « 2MX Organic et InVivo s'associent pour créer un leader de la distribution responsable », 31 mars 2022

SPAC procède à des levées de fonds supplémentaires via les PIPEs. Celles-ci prennent généralement la forme d'un placement privé réservé à des investisseurs institutionnels. Dans cette disposition, le SPAC n'est pas tenu de publier un prospectus soumis à l'approbation de l'AMF. Et l'information fournie aux investisseurs est laissée à l'appréciation de l'équipe dirigeante du SPAC. Néanmoins, certaines informations obligatoires sont prévues dans le cadre d'opérations d'acquisition significatives, comme le précise l'AMF dans ses recommandations⁹¹.

En poursuivant : la fusion constitue la dernière modalité de déroulement possible de l'IBC. Dans cette configuration du rapprochement, l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire est nécessaire même si le prospectus prévoit la validation de l'IBC par le seul vote du conseil d'administration à la majorité requise. En pratique, la fusion du SPAC avec la société cible peut revêtir plusieurs formes. Bien qu'étant généralement effectuée par voie d'absorption de la cible par le SPAC ou du SPAC par la cible, elle peut également se réaliser au travers de la création d'une nouvelle société⁹². L'émission de nouvelles actions nécessitera la rédaction d'un prospectus de fusion visé par l'AMF si l'apport ou la fusion représente plus de 20 % des actions du SPAC déjà admises sur le marché sur une période de douze mois. Le prospectus exigera alors la publication d'informations détaillées sur les modalités de l'opération.

Figure 7 : Fusion du SPAC avec la cible



Enfin, le développement croissant des acquisitions transfrontalières et notamment extra-européennes pose de nouvelles problématiques. Les professionnels du secteur ont émis plusieurs recommandations afin de permettre ce type de rapprochement⁹³. Ces professionnels mettent en évidence l'utilisation de la fusion triangulaire inversée (« *reverse triangular merger* ») qui consiste à créer une société holding dont l'objet sera d'acquérir à la fois le

⁹¹ AMF - Position - Recommandation, Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs – DOC n° 2015-05, 15 juin 2015

⁹² Article L. 236-2 du Code de commerce

⁹³ Le club des juristes - Paris : Place financière en première ligne pour les SPACs - Rapport de la commission ad hoc, décembre 2021

SPAC et la société cible. Il est par ailleurs précisé que compte tenu de ses objectifs opérationnels et financiers, ainsi que de son intérêt, une telle fusion ne serait pas 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. Cela permet de rassurer à la fois les investisseurs du SPAC et ceux de la cible sur les conséquences fiscales d'une telle opération. En outre, une étude approfondie du cabinet Sullivan & Crowell LLP a proposé une démarche de structuration d'une opération d'IBC entre un SPAC américain et une société cible française⁹⁴. Le rapprochement serait alors opéré au moyen des mécanismes combinés de la fusion triangulaire inversée avec le SPAC américain et d'un apport en nature des actions de l'entité absorbante située aux Pays-Bas par le biais d'un *exchange agent* agissant pour le compte des actionnaires du SPAC.

En définitive, la modalité de rapprochement choisie importe peu en termes de communication financière puisque dans tous les cas, le SPAC devra communiquer au marché un descriptif détaillé de l'opération pour se conformer aux exigences de rédaction du prospectus (d'IPO et/ou de fusion).

Dans le but de synthétiser les étapes clés d'un SPAC traditionnel réalisant une IBC, le présent mémoire propose un schéma récapitulatif en annexe 3. Celui-ci met en évidence les différentes considérations techniques de l'IPO et de l'IBC. Les différents intérêts en présence sont représentés dans ce schéma (fondateurs, investisseurs initiaux, société cible, actionnaires de la cible et investisseurs PIPE). Dans cette synthèse, l'opération d'IBC est réalisée dans la configuration la plus fréquente sur le marché : l'apport des titres de la cible en contrepartie d'actions du SPAC nouvellement émises. Au moyen de ce schéma, nous souhaitons également mettre en évidence les mouvements sur le capital du SPAC. En effet, les différentes opérations réalisées et les *warrants* accordés aux fondateurs et aux investisseurs initiaux présentent un fort effet relatif après l'IBC.

⁹⁴ Fusions & Acquisitions - Les opérations de de-SPAC en France, mai 2022



PARTIE II - ETUDE EMPIRIQUE

CHAPITRE 1 - MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Section 1 - Notre approche de recherche

L'objectif principal de ce mémoire est de réaliser un diagnostic complet des risques relatifs aux SPACs et de proposer simultanément une démarche de construction et de contrôle de l'information financière d'un SPAC. Compte tenu de la littérature actuelle, notre démarche de recherche consistera à approfondir l'ensemble des problématiques soulevées par les discussions de place au sujet des SPACs. Et nous nous intéresserons notamment aux recommandations de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), de l'*European Securities and Market Authority* (ESMA), de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) et de l'*International Accounting Standards Board* (IASB).

Ainsi, notre approche de recherche se basera sur l'analyse de données quantitatives et qualitatives. L'étude de statistiques et des données de marché nous permettra de mettre en évidence les tendances prédominantes pour la gestion des risques des SPACs et pour leurs enjeux financiers, comptables, juridiques et fiscaux. Plusieurs entretiens auprès de professionnels d'horizons différents nous permettront d'identifier des critères d'analyse qualitative. Au moyen de cette approche mixte, le présent mémoire vise à proposer une démarche de construction et de contrôle de l'information financière des SPACs en diagnostiquant les risques inhérents à leur environnement.

Section 2 - Le terrain de recherche

Les SPACs sont des véhicules présents sur plusieurs places financières, aux Etats-Unis comme en Europe et en Asie. Les marchés financiers américains offrent la plus grande diversité de ces véhicules et donc la plus grande source de données quantitatives. En effet, depuis 2015, près de 1 500 SPACs se sont cotés aux Etats-Unis, 720 étant actifs à ce jour⁹⁵.

⁹⁵ Données issues de SPAC Research, 14 mai 2022



Pour compléter cette analyse, nous étudierons un échantillon de SPACs présents en Europe afin d'identifier les pratiques usuelles de marché et d'émettre des recommandations relatives à l'information financière des SPACs. Enfin, ces deux approches seront complétées par une étude de terrain au sein du cabinet Mazars, cabinet dans lequel j'effectue mon apprentissage. En procédant ainsi, nous aurons accès à des informations concrètes et anonymisées relatives à un large échantillon de SPACs cotés et actifs en France et en Europe. Cette expérience nous amènera évidemment à travailler avec de nombreux professionnels spécialistes des SPACs.

Section 3 - Collecte des données

Les données analysées dans le présent mémoire permettront de conclure en identifiant les risques relatifs au SPAC et de proposer une démarche adéquate de construction et d'audit de l'information financière.

1. Statistiques issues des marchés financiers

Dans un premier temps, nous nous sommes intéressés aux statistiques issues des marchés financiers. Afin d'obtenir un nombre important de données quantitatives et mises à jour de manière régulière, nous avons utilisé les sites internet SPAC Research, SPAC Insider et SPACBook. Ces trois sites permettent de recenser la majorité des SPACs en projet, en cours d'introduction en bourse, en recherche de cible, en processus d'acquisition de cible, en liquidation ou en position de post de-SPAC. Ces sites internet permettent d'acquérir une vision large des SPACs historiques et en activité sur tous les marchés internationaux. De plus, il est possible d'obtenir de nombreux renseignements sur chacun des SPACs, notamment l'identité des fondateurs, la thèse d'investissement, le lieu de cotation, le secteur dans lequel doit évoluer la cible, le montant levé lors de l'IPO, les processus en cours ainsi que certaines actualités clés.

D'autre part, pour diagnostiquer les risques opérationnels et financiers des SPACs, nous nous sommes intéressés à de nombreuses publications d'organismes spécialisés et de professionnels du secteur. Ces publications, qui s'intéressent aux enjeux liés à l'émergence des SPACs, nous permettent de définir de manière claire les problématiques clés et de



recueillir des données agrégées, notamment sur les performances boursières et opérationnelles des SPACs.

2. Consultation de documents publics relatifs aux SPACs

Dans un second temps, nous nous sommes attachés à étudier l'ensemble des publications de plusieurs SPACs français et européens. Nous nous sommes intéressés notamment aux rapports financiers annuels et semestriels, aux rapports de gestion et aux rapports sur le gouvernement d'entreprise, aux communiqués de presse et aux prospectus d'IPO et/ou de fusion. Notre échantillon se compose de 57 SPACs, issus de l'ensemble des places financières européennes :

- Acquis Stock Exchange : Royaume-Uni
- Borsa Italiana : Italie
- Euronext Amsterdam : Pays-Bas
- Euronext Paris : France
- Frankfurt Stock Exchange : Allemagne
- London Stock Exchange : Royaume-Uni
- Nasdaq Helsinki : Finlande
- Nasdaq Stockholm : Suède
- Spotlight Stockholm : Suède
- SIX : Suisse

La liste des SPACs étudiés est présentée en annexe 10 du présent mémoire. L'échantillon sélectionné constitue, à la date de rédaction du mémoire, l'exhaustivité des SPACs en Europe.

Nous nous sommes également intéressés à des publications de sociétés et d'acteurs spécialisés dans ces nouveaux véhicules ou participant aux discussions de place. À ce titre nous avons collecté de nombreuses études rédigées par des banques d'affaires, des cabinets d'audit et de conseil (KPMG, Deloitte, PwC, EY), des cabinets d'avocats internationaux (White & Case, Winston & Strawn, Racine, etc.) et des associations et clubs (Club des Juristes, etc.). Ces études nous permettent de synthétiser l'ensemble des problématiques soulevées par les SPACs et de mettre en évidence les « best practices » en termes de structuration, d'organisation, de comptabilité et de fiscalité.



Dans le même temps, nous nous sommes attachés à analyser les interviews consacrées à des professionnels spécialistes de ces véhicules. Dans les revues spécialisées, ces professionnels, issus d'horizons diversifiés, partagent leurs travaux, leurs retours d'expériences et des axes d'analyse des SPACs.

3. Consultation de documents confidentiels sur les SPACs

Dans un troisième temps, nos travaux se sont appuyés sur les travaux réalisés par le cabinet Mazars sur des SPACs au titre de mission de conseil ou de commissariat aux comptes. Pour des raisons de confidentialité, aucun SPAC ne sera mentionné dans cette partie. Néanmoins, il est nécessaire de préciser que nos travaux ont permis de couvrir l'ensemble des étapes clés des SPACs, en incluant la constitution, l'Initial Business Combination et l'introduction en bourse.

4. Évènements publics et webinaires

Les collectes de données factuelles ont été complétées à l'aide de plusieurs évènements auxquels j'ai eu la possibilité de participer. Ces évènements, faisant intervenir des professionnels spécialistes des SPACs nous ont permis d'approfondir la connaissance et la compréhension des SPACs et de leur environnement. Il s'agit notamment de la soirée de lancement de l'édition 2021 du Vernimmen, au cours de laquelle s'est tenue une table ronde sur les SPACs. Pascal Quiry et Yann Le Fur, accompagnés d'Emmanuel Hasbanian, *Managing Director* à la Deutsche Bank, ont à cette occasion apporté leurs connaissances sur ces nouveaux véhicules d'investissements.

À l'occasion d'une représentation de l'INSEAD Alumni Association France, nous avons également eu l'opportunité d'approfondir nos connaissances sur les SPACs. Organisée sous forme de webinaire, en lien avec le Club Finance & Private Equity, la représentation était intitulée : « SPAC : un engouement durable ? ». Dans ce contexte, Thomas De Kergommeaux, *Managing Director* chez Goldman Sachs présentait son expertise sur les SPACs et notamment sur les enjeux financiers, juridiques, de performance et de structuration.



5. Entretiens

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons été amenés à recueillir les expériences et les expertises de plusieurs professionnels des secteurs de la finance et du droit des affaires. Chacun de ces professionnels s'appuie sur une expertise technique sur les SPACs et dans un domaine de compétence extrêmement précis.

Ces entretiens nous ont permis de travailler de manière approfondie sur des problématiques en lien avec les SPACs et d'obtenir les avis et recommandations de nombreux professionnels sur ces véhicules. Ces retours d'expériences nous permettent notamment de proposer différents points de valeur ajoutée au sein de ce mémoire.

Nous avons été amenés à échanger en particulier avec les professionnels suivants :

- un associé d'un cabinet d'audit, spécialiste des SPACs et ayant travaillé sur plusieurs SPACs cotés et non cotés. Le guide d'entretien correspondant est consultable en [annexe 4](#) ;
- un *managing director* au sein d'une banque d'affaires internationales et ayant travaillé sur de nombreux SPACs en France, en Europe et aux Etats-Unis. Le guide d'entretien correspondant est consultable en [annexe 5](#) ;
- un collaborateur de l'AMF assistant les travaux de l'organisme sur les publications des SPACs (prospectus d'IPO, communiqué de presse, publications annuelles et semestrielles, prospectus d'IBC...).
- Annie Maudouit-Ridde : Associée au sein du cabinet Winston & Strawn ayant développé une réelle expertise sur les SPACs. Le guide d'entretien correspondant est consultable en [annexe 6](#) ;
- Pierre Villadary : head of high-tech, media and telco unit Autorité des marchés financiers (AMF). Le guide d'entretien correspondant est consultable en [annexe 7](#) ;
- Bruno Laffont : Avocat of Counsel chez Racine et ayant travaillé sur les structurations juridiques de plusieurs SPACs en France. Le guide d'entretien correspondant est consultable en [annexe 8](#) ;
- Isabelle Touré-Farah : Avocat au sein du cabinet White & Case et ayant travaillé sur les documentations juridiques, les préparatifs d'IPO et d'IBC, les négociations de PIPE, les négociations avec les établissements bancaires de plusieurs SPACs. Le guide d'entretien correspondant est consultable en [annexe 9](#) ;



- Juliette Duriez : Associée chez Mazars au sein de l'équipe Capital Markets et ayant travaillé sur l'introduction en bourse de nombreux SPACs en Europe, sur les communications auprès de l'AMF, sur les prospectus d'IBC ainsi que sur les audits de SPACs européens.

Les entretiens se sont déroulés en présentiel ou à distance avec, à chaque fois, un guide d'entretien communiqué à l'avance au professionnel. Afin d'augmenter la cohérence et la pertinence de chacun des entretiens, nous avons apporté une attention particulière à l'individualisation des questions, des enjeux abordés et des exemples de SPACs utilisés. En effet, l'ensemble des interlocuteurs a travaillé directement sur un ou plusieurs SPACs cotés ou non cotés. Néanmoins, pour des raisons de confidentialité, la majorité des entretiens n'a pu faire l'objet que de prise de notes et aucun enregistrement n'a été effectué. Pour cette raison, en annexe, vous trouverez uniquement les guides d'entretiens utilisés pour chacun des professionnels.



CHAPITRE 2 - SPAC : ENVIRONNEMENT ET DIAGNOSTIC DES RISQUES

Dans le cadre de sa mission de certification des comptes, le Commissaire aux comptes (CAC) doit mettre en oeuvre les différentes normes d'exercice professionnel (NEP). Ces normes, élaborées par la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), définissent les principes fondamentaux et les procédures essentielles que le CAC doit appliquer. Ces normes font l'objet d'une homologation par le Garde des Sceaux. Au plan européen, les NEP françaises trouvent leurs homologues dans les normes internationales d'audit (*International Standards on Auditing - ISA*). Celles-ci sont appelées à se substituer progressivement aux NEP, après adoption par la Commission Européenne.

L'une des étapes fondamentales de l'audit correspond à l'évaluation du risque d'anomalies significatives et à la mise en oeuvre de procédures d'audit. Cette étape est matérialisée dans le cadre français par la NEP 315 et au niveau international par la norme ISA 315. Dans le cadre de l'application de ces normes, l'auditeur doit mettre en oeuvre des procédures d'évaluation des risques⁹⁶ afin d'acquérir une compréhension de l'entité et de son environnement, notamment sur sa structure organisationnelle, son mode de propriété, sa structure de gouvernance, mais aussi sur les facteurs sectoriels, les facteurs réglementaires et les autres facteurs externes pertinents. D'autre part, l'auditeur doit identifier les mesures qui sont utilisées par l'entité ou par des parties externes afin d'évaluer la performance financière de l'entité. Par ailleurs, l'auditeur doit prendre connaissance du référentiel d'information financière applicable, des méthodes comptables retenues par l'entité et de la façon dont les facteurs de risque inhérents influent sur la possibilité de survenance d'anomalies significatives.

Dans le cadre français, la NEP 315 se présente de la manière suivante :

« La prise de connaissance de l'entité permet au commissaire aux comptes de constituer un cadre de référence dans lequel il planifie son audit et exerce son jugement professionnel pour évaluer le risque d'anomalies significatives dans les comptes et répondre à ce risque tout au long de son audit.

13. Le commissaire aux comptes prend connaissance :

⁹⁶ Norme Internationale d'Audit (ISA) 315 (révisée en 2019)



- *du secteur d'activité de l'entité, de son environnement réglementaire, notamment du référentiel comptable applicable, et d'autres facteurs externes tels que les conditions économiques générales ;*
- *des caractéristiques de l'entité qui permettent au commissaire aux comptes d'appréhender les catégories d'opérations, les soldes des comptes et les informations attendues dans l'annexe des comptes. Ces caractéristiques incluent notamment la nature de ses activités, la composition de son capital et de son gouvernement d'entreprise, sa politique d'investissement, son organisation et son financement ainsi que le choix des méthodes comptables appliquées ;*
- *des objectifs de l'entité et des stratégies mises en œuvre pour les atteindre dans la mesure où ces objectifs pourront avoir des conséquences financières et, de ce fait, une incidence sur les comptes ;*
- *de la mesure et de l'analyse des indicateurs de performance financière de l'entité ; ces éléments indiquent au commissaire aux comptes les aspects financiers que la direction considère comme constituant des enjeux majeurs ;*
- *des éléments du contrôle interne pertinents pour l'audit. »⁹⁷*

Sur la base du respect de ces normes, dans la suite de ce chapitre nous proposons une prise de connaissance des SPACs et un diagnostic des risques liés. L'analyse présentée, les procédures mises en place et les documents exploités sont tirés de travaux d'audit réalisés au sein de Mazars lors de l'audit de plusieurs SPACs cotés et non cotés.

Section 1 - Diagnostic de l'environnement et des risques des SPACs

1. Les parties prenantes

Dans leur forme traditionnelle, les SPACs peuvent présenter différents types de risques. Dans une communication de mars 2021, la SEC met d'ailleurs en évidence que les opérations de rapprochements d'entreprise faisant intervenir des SPACs posent des questions complexes en matière d'information financière et de gouvernance⁹⁸.

⁹⁷ CNCC - NEP-315. Connaissance de l'entité et de son environnement et évaluation du risque d'anomalies significatives

⁹⁸ SEC - Public Statement Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs, 31 mars 2021



En premier lieu, le risque majeur d'un SPAC est lié aux conflits d'intérêts et au mauvais alignement des intérêts des investisseurs avec ceux des fondateurs. Ce point, soulevé lors de l'ensemble des entretiens réalisés, a mis en évidence que les fondateurs sont fréquemment des personnes reconnues dans le secteur du *private equity* et souvent par la même occasion des gérants de fonds ou hommes d'affaires reconnus. Ainsi, les risques de conflits d'intérêts avec l'ensemble des parties prenantes sont accrus. Le *promote* accordé aux fondateurs peut représenter une option très lucrative et cela peut les inciter à réaliser des opérations qui n'auraient pas un nécessaire intérêt pour les autres actionnaires. En effet, les participations acquises par les fondateurs le sont souvent à bas prix pour récompenser la prise de risque lors de la création et de la cotation du SPAC. Bien que cette rémunération représente près de 20 % du capital de la société cible post-IPO, de nombreux intervenants estiment que cette rémunération et cette prise de participation sont légitimées par les risques supportés par les fondateurs depuis la constitution du SPAC. Ce sont les fondateurs qui supportent jusqu'à la première levée de fonds l'ensemble des coûts liés à l'introduction en bourse et ce sont eux qui s'engagent de manière ferme dans les levées de fonds notamment au travers d'engagements de conservation. Cela est d'autant plus accentué par les nouvelles tendances en matière de SPAC. Le développement de nouvelles pratiques, telles que l'investissement *pari passu* des fondateurs lors de l'IPO ou les *forward purchase agreements*, renforce le risque pris par les fondateurs⁹⁹. Compte tenu des risques supportés et de l'éventuelle rémunération liée à l'exercice du *promote* les fondateurs peuvent être incités à procéder à un rapprochement d'entreprises, et ce, même si c'est au détriment de la performance du SPAC ou de l'opération. À titre d'exemple, aux Etats-Unis, de nombreux investisseurs de SPACs enregistrent des performances boursières négatives depuis l'*Initial Business Combination*, notamment à cause d'une valorisation de la cible trop élevée ou d'un effet dilutif de l'exercice des *warrants* trop important¹⁰⁰. De surcroît, compte tenu du *promote* forfaitaire de 20 %, l'AMF souligne que les fondateurs peuvent être incités à maximiser le taille des transactions afin d'obtenir une part considérable du capital de la nouvelle société¹⁰¹.

D'autres types de conflits d'intérêts peuvent intervertir entre catégories d'investisseurs. Ce sont les différences de traitement entre les investisseurs initiaux et ceux qui participent aux PIPE lors de l'IBC qui peuvent engendrer des conflits d'intérêts de plusieurs sortes. En effet,

⁹⁹ Fusions & Acquisitions - SPAC : Nouvelles tentances, 1er octobre 2021

¹⁰⁰ Klausner, Ohlogge, Ruan (2021); A Sober Look at SPACs; ECGI Working Paper Series in Finance.

¹⁰¹ AMF - SPAC - Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en bourse, 1er juillet 2021



les investisseurs institutionnels qui apportent de nouveaux financements lors du rapprochement d'entreprises peuvent parfois bénéficier de conditions préférentielles. Plus exceptionnellement, notamment au sein de l'Union Européenne, des risques peuvent être liés aux conflits d'intérêts du *private equity*. Certains gestionnaires de fondateurs ayant créé leur SPAC peuvent, par ce nouveau véhicule, acquérir des sociétés détenues directement ou indirectement par leurs fonds. Cela peut potentiellement générer de nouveaux conflits d'intérêts même si l'un des entretiens réalisés a fait ressortir le caractère exceptionnel d'une telle situation.

Les SPACs posent aussi des problèmes de transparence, notamment aux Etats-Unis. C'est pour ces raisons que le régulateur américain a mis en garde à plusieurs reprises les investisseurs de SPACs et a communiqué à plusieurs reprises sur les risques et les obligations des SPACs¹⁰². Dernièrement, la volonté de régulation de la SEC a fait réagir le marché des SPACs de manière brutale¹⁰³. Dans ses communications, la SEC souhaite imposer aux SPACs cotés de publier des informations plus précises et cohérentes au sujet des opérations en cours et engager la responsabilité des fondateurs et conseils qui ne publient pas suffisamment d'informations, ou publient des informations inexacts. Bien que compensés pour les investisseurs initiaux par le mécanisme du droit de rédemption et le blocage des sommes versées jusqu'à l'IBC, le SPAC peut poser des problèmes de transparence. En effet, les asymétries d'informations sur les protections offertes, les considérations techniques et financières et les incitations sous-jacentes sont parfois importantes, notamment sur le marché américain. Par contre, le marché européen et la place parisienne sont particulièrement propices aux cotations de SPACs et à la protection des investisseurs¹⁰⁴.

2. Le déroulement des opérations

Les opérations de de-SPAC sont particulièrement intenses et génèrent des risques pour les acteurs. La rapidité de cotation permise par la cotation au travers d'un SPAC est source de nouveaux enjeux. En effet, là où une entreprise se prépare pendant une longue période pour s'introduire en bourse de manière classique, le SPAC permet une cotation en quelques mois

¹⁰² J. COATES et P. MUNTER, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies, 12 avril 2021

¹⁰³ Les Echos - SPAC : sous la pression du régulateur, Wall Street sonne la retraite générale, 10 mai 2022

¹⁰⁴ AMF - Communiqué de presse, « Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs », 15 avril 2021



seulement. Les travaux préalables sur la modification des processus et de l'organisation, la mise en conformité, les risques liés aux exigences réglementaires et aux comportements des marchés financiers sont réalisés dans un délai beaucoup plus restreint. D'autre part, la société cible doit être en capacité, et ce, quelle que soit la place de cotation, de produire des documentations relatives aux opérations, aux processus de construction de l'information financière, de contrôle interne, d'audit... Bien que bénéficiant des expertises de fondateurs sur ces enjeux, la société cible doit d'une part être en mesure de répondre à ces exigences et d'autre part recruter des professionnels en capacité de produire une information financière de qualité. L'expérience américaine a démontré que ce changement n'est pas toujours correctement négocié. Ce phénomène est d'autant plus fort aux Etats-Unis du fait du déséquilibre existant entre l'offre et la demande. Avec plus de 600 SPACs cotés, le vivier de cibles est témoin d'une très forte concurrence et les cibles visées sont de plus en plus précoces et dans l'incapacité de produire des états aussi exigeants.

Les considérations techniques des opérations de de-SPAC font également intervenir de nouveaux risques, notamment lors d'opération complexe ou transnationale. La société doit éventuellement être en mesure de communiquer des informations détaillées sur le déroulé et l'issue de l'opération en publiant par exemple des comptes pro-forma ou des explications sur le sens de l'opération.

En matière de gouvernance, la SEC a attiré l'attention des investisseurs sur le fait que la gouvernance du SPAC et la surveillance du conseil d'administration sont essentielles pendant tout le processus de de-SPAC. Le régulateur américain précise, et cela s'applique également aux marchés européens, qu'il est nécessaire de définir clairement les rôles, les responsabilités et les obligations des membres du conseil d'administration. La composition du conseil est cruciale, en particulier dans le cas d'une société cotée en bourse après l'IBC, car une partie des membres du conseil doit en principe être indépendante de l'organisation¹⁰⁵. Le comité d'audit de la nouvelle entité est également un organe essentiel à la société. Le conseil doit permettre de contrôler la conformité, de surveiller la production des états financiers, de superviser les travaux des auditeurs. À cette occasion, le comité d'audit est nécessaire pour proposer une information financière de qualité.

¹⁰⁵ SEC - Communiqué de presse, « Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs », 31 mars 2021



3. Le rôle du commissaire aux comptes

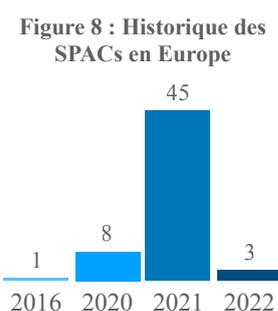
Les éléments proposés dans cette section reposent sur les publications des organismes de régulation et des acteurs du marché des SPACs, mais aussi sur les travaux menés en interne chez Mazars dans le cadre de mon apprentissage.

En premier lieu, l'exposition médiatique des opérations d'IPO et de de-SPAC génère certains risques qu'il convient de prévenir au moyen de procédures spécifiques et d'une attention particulière. Le déroulé de l'opération et les éventuels changements comptables et réglementaires doivent être analysés de manière approfondie afin de certifier l'information financière produite. Par exemple, la fusion d'une entité appliquant les normes comptables nationales du PCG en France ou les US-GAAP peut voir son organisation interne bouleversée par l'obligation de présenter ses comptes selon de nouvelles normes comme les normes IFRS. Le commissaire aux comptes doit donc être en mesure d'accompagner de manière fiable et continue le processus de production de l'information financière en renforçant ses équipes d'audit, notamment du côté de la société cible.

Nos expériences ont confirmé que le commissaire aux comptes doit évidemment faire preuve d'une exigence particulière dans son processus d'acceptation ou de maintien de la mission d'audit. D'une part, l'auditeur doit être en mesure de constituer une équipe d'audit disposant des compétences nécessaires en matière de contrôle de l'information financière d'une société cotée. D'autre part, le commissaire aux comptes doit apporter une attention particulière au respect des règles d'indépendance que ce soit en France ou dans tout autre pays.

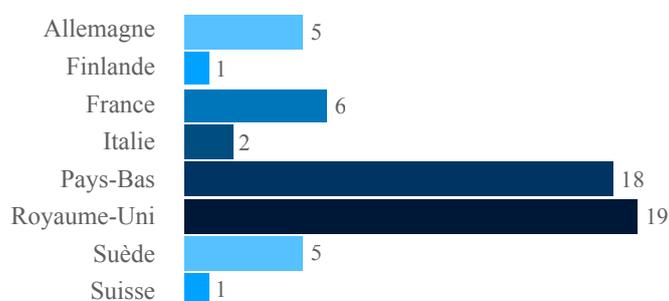
Section 2 - Les spécificités réglementaires, comptables et fiscales des SPACs

Cette section, consacrée à l'analyse des spécificités réglementaires, comptables et fiscales des SPACs, nous permet de décomposer l'information financière des SPACs et de mettre en évidence les points clés de l'information. En consultant les prospectus d'introduction en bourse, les rapports semestriels et annuels, les rapports de gestion et les communiqués de presse de 57 SPACs cotés en Europe depuis 2016 nous



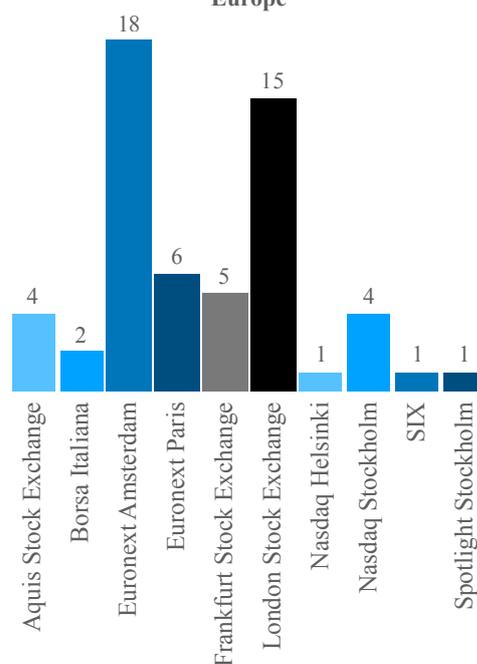
sommes parvenus à mettre en évidence les points singuliers de ces véhicules. Plus précisément, les SPACs étudiés sont issus de différents pays comme le présente la figure 9. Il apparaît que le pays comptant le plus de SPACs cotés est le Royaume-Uni. Cependant, les SPACs cotés sur les différentes places du Royaume-Uni présentent des montants faibles et ne constituent pas une part importante des levées de fonds en Europe. Les Pays-Bas sont, quant à eux, devenus la place financière phare pour les cotations de SPACs en Europe. En effet Euronext Amsterdam a accueilli près de 18 SPACs dont certains ont levé plusieurs centaines de millions d’euros.

Figure 9 : Les SPACs en Europe



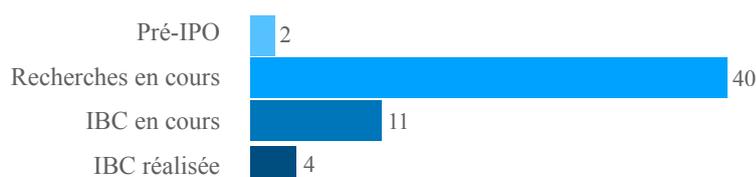
En augmentant le degré de granularité de notre échantillon, la figure 9 propose une répartition des SPACs européens en fonction des places de cotation. Cette ventilation met en évidence un attrait pour Euronext Amsterdam et la *London Stock Exchange*. Avec respectivement six et cinq SPACs cotés depuis 2020, Euronext Paris et la Frankfurt Stock Exchange s’imposent aussi comme des acteurs de référence sur le marché des SPACs en Europe.

Figure 10 : Places de cotation des SPACs en Europe



L’échantillon sélectionné nous permet d’approfondir nos recherches sur la base d’un échantillon hétérogène en matière de développement des SPACs. Bien que cet échantillon soit composé principalement de SPACs cotés en 2021, il offre une visibilité sur l’ensemble des étapes clés d’un SPAC. En effet, toutes les phases d’un SPAC sont représentées comme le montre la figure 11 : avant l’introduction en bourse, durant la phase de recherche, lorsque l’IBC est en cours et lorsque l’IBC est terminée.

Figure 11 : Maturité des SPACs en Europe



1. Des places financières dissonantes en termes de réglementation

Les SPACs sont des produits financiers complexes et nouveaux sur les marchés financiers européens. Les mécanismes de structuration des SPACs mobilisent de nombreuses règles, parfois propres aux réglementations nationales et soulèvent de nombreux points d'attention comptables, fiscaux et réglementaires. Afin de préparer le guide méthodologique d'audit d'un SPAC présenté dans la seconde partie de ce mémoire, nous effectuons une revue des publications et des dernières recommandations en Europe en matière de SPACs.

L'émergence de ces véhicules en Europe soulève des problématiques multiples, comptables et fiscales auxquelles les autorités de régulation et les cabinets d'audit n'ont pas encore répondu de manière déterminée. En effet, dans ses recommandations sur l'arrêté des comptes 2021¹⁰⁶, l'AMF a consacré une section aux SPACs. Selon elle, la structure des SPACs, de par leur complexité, soulève de nombreuses problématiques et provoque des traitements comptables parfois différents.

En outre, l'introduction en bourse et les augmentations de capital décidées par les SPACs génèrent des questions d'ordre comptable notamment sur le classement des actions nouvelles émises et souscrites par les nouveaux investisseurs. Celles-ci, les *market shares* peuvent être classées en capitaux propres ou en dettes en fonction du droit de rachat prévu dans le cadre de l'augmentation de capital. D'autre part, les actions détenues ou souscrites par les fondateurs (*founder shares*) peuvent, dans certains cas, générer des impacts liés à la norme IFRS 2 - Paiement fondé sur des actions. Cette spécificité, qui touche à la fois les actions et les *warrants* utilisés par les fondateurs fera l'objet d'une analyse approfondie dans la seconde partie de ce mémoire, étant donné qu'aucune publication n'est consultable sur le marché.

Dans sa recommandation du 29 octobre 2021, l'AMF propose une première piste de comptabilisation des instruments financiers non dérivés. Selon les normes IFRS 9 et IAS 32, un instrument financier (non dérivé) répond à la définition d'un instrument de capitaux propres dès lors que la société n'a aucune obligation contractuelle de verser de la trésorerie ou tout autre actif financier. Par ailleurs, dans sa recommandation, l'AMF précise que pour les

¹⁰⁶ AMF - Recommandation AMF DOC-2021-06, Arrêté des comptes 2021 et travaux de revue des états financiers, 29 octobre 2021



actions bénéficiant d'un droit conditionnel à remboursement (notamment lors de l'acquisition d'une cible ou en cas de liquidation dans l'hypothèse où le SPAC n'aurait pas réalisé d'acquisition et où sa durée de vie n'aurait pas été prorogée), le classement dépendra de l'analyse des conditions de remboursement, des conditions relevant d'une décision de l'assemblée générale et de l'analyse de ces décisions (pour déterminer s'il s'agit de décisions de l'entité ou de l'actionnaire en sa qualité de porteur d'un instrument).

Enfin, selon l'AMF, les prospectus des SPACs présentent des données ajustées (vision de la société post levée de fonds et donc post émission des actions et bons de souscription d'actions) dans les informations financières sélectionnées et dans la table de capitalisation et d'endettement. Compte tenu des risques mis en évidence dans cette première partie, l'AMF a invité les émetteurs à la plus grande transparence et leur a demandé de mentionner dans le prospectus le traitement comptable retenu pour ces données ajustées, au titre des actions, des bons de souscription d'actions et des frais directement liés à l'opération.

En complément, l'AMF soulève, et toujours de manière anticipée, les points d'attention que devront avoir les fondateurs des SPACs et leurs commissaires aux comptes, notamment lors de l'acquisition d'une cible (identification de l'acquéreur comptable, traitement des paiements en actions, information sur la période comparative) et qui nécessitent des travaux et réflexions approfondis¹⁰⁷. Parallèlement, l'ESMA (*European Securities and Market Authority*) a publié le 15 juillet 2021 une note sur le prospectus d'IPO des SPACs et la protection des investisseurs¹⁰⁸. Plus récemment, l'IFRS IC a proposé aux acteurs du marché un exposé sondage visant à préciser les traitements comptables à appliquer. Cette exposé sondage étant en cours à la date de rédaction du présent mémoire, nous nous intéresserons aux papiers de travail du normalisateur et aux discussions de place consacrées à ces sujets¹⁰⁹.

Concernant les enjeux comptables et financiers, la revue de littérature réalisée dans cette première partie nous permet de conclure sur l'absence de position commune des autorités de

¹⁰⁷ AMF - Recommandation AMF DOC-2021-06, Arrêté des comptes 2021 et travaux de revue des états financiers, 29 octobre 2021

¹⁰⁸ ESMA - SPACs : prospectus disclosure and investor protection considerations, 15 juillet 2021

¹⁰⁹ IFRS IC - IFRS Interpretations Committee meeting, « Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) : Classification of Public Shares as Financial Liabilities or Equity (IAS 32) », mars 2022
IFRS IC, IFRS Interpretations Committee meeting, « Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): Accounting for Warrants at Acquisition », mars 2022



régulation et des commissaires aux comptes. Compte tenu de l'absence de littérature et de publications sur le diagnostic des risques et la méthodologie d'audit et de contrôle des SPACs, nous proposerons dans la seconde partie de ce mémoire une étude approfondie des problématiques soulevées par les SPACs. Cela nous conduira à définir un diagnostic précis et exhaustif des risques liés aux SPACs et à construire un guide méthodologique d'audit de ces véhicules. Cette démarche s'inscrit dans une volonté de proposer un outil concret utilisable par les commissaires aux comptes et les équipes en charge de l'établissement des états financiers et de l'ensemble de la documentation réglementaire obligatoire des SPACs cotés. Nous nous intéresserons particulièrement aux étapes clés d'un SPAC : l'IPO, les opérations sur le capital, l'IBC et la dissolution en cas d'absence de projet d'acquisition à l'issue du délai prévu.

2. Spécificités comptables relatives aux normes françaises et aux normes IFRS

2.1. *Comptabilisation des frais de constitution*

Les frais de constitution des SPACs comprennent de manière générale les différents honoraires, commissions et droits versés dans le cadre de l'immatriculation de la société et de la réalisation des apports. Selon les règles du Plan Comptable Général (PCG), ces frais s'assimilent à des frais d'établissement et peuvent être comptabilisés :

- soit directement en charges, ce qui constitue la méthode de référence ;
- soit en immobilisation incorporelle amortissable au compte 2011 « Frais de constitution »¹¹⁰.

Quant au plan d'amortissement, celui-ci ne peut excéder cinq années et ne peut se faire selon un rythme progressif ou dégressif. Ainsi, les amortissements devront être au minimum de 1/5 chaque année.

D'un point de vue réglementaire, l'immobilisation et l'amortissement des frais de constitution présentent la particularité d'interdire la distribution de dividendes avant l'amortissement complet ou, au plus tard, dans un délai de 5 ans. Cette disposition du droit français permet de sécuriser davantage la position des investisseurs, notamment en permettant de verrouiller la

¹¹⁰ Mémento Comptable 2022 - § 60165 - Editions Francis Lefebvre



distribution de dividendes après l'IPO. Cela permet d'assurer aux marchés que l'argent levé ne servira pas à verser des dividendes, mais uniquement à acquérir la société cible et la faire croître après l'IBC¹¹¹.

Néanmoins, la comptabilisation des frais d'établissement en immobilisation n'est pas une option possible dans le cadre de la présentation des états financiers qui sont établis selon le référentiel IFRS. En effet, dans le référentiel international, les frais de constitution doivent être comptabilisés en charges sur l'exercice¹¹². Ainsi, dans le cadre de l'audit des SPACs non cotés, et donc nouvellement constitués, le CAC doit analyser le correct retraitement comptable opéré lors du passage des normes françaises aux normes IFRS. De manière classique, le retraitement correspond à une annulation de l'immobilisation enregistrée et une annulation des amortissements constatés. En contrepartie, le résultat et/ou les réserves sont diminués du montant des frais et éventuels des amortissements constatés.

2.2. Classification du compte séquestre

Lors de l'introduction en bourse, les fonds levés sont placés auprès de gestionnaires de fonds. En France, il peut s'agir de la Caisse des Dépôts et Consignations, d'une banque ou d'un notaire. Le mécanisme de séquestre des fonds levés par le SPAC pose des questions d'ordre comptable. En effet, les fonds sont placés sous séquestre jusqu'à la réalisation de l'IBC et ne peuvent être libérés qu'à cette occasion ou lorsque la dissolution de la société est décidée. Dans ce contexte, il est opportun de se poser la question de la classification comptable de ces sommes. En effet, si nous reprenons la classification du PCG, s'agit-il de disponibilités, de dépôts et cautionnements ou d'immobilisations financières ? De la même manière, en normes IFRS les fonds sont-ils analysés comme des « Cash and cash équivalents » ou comme des immobilisations financières ?

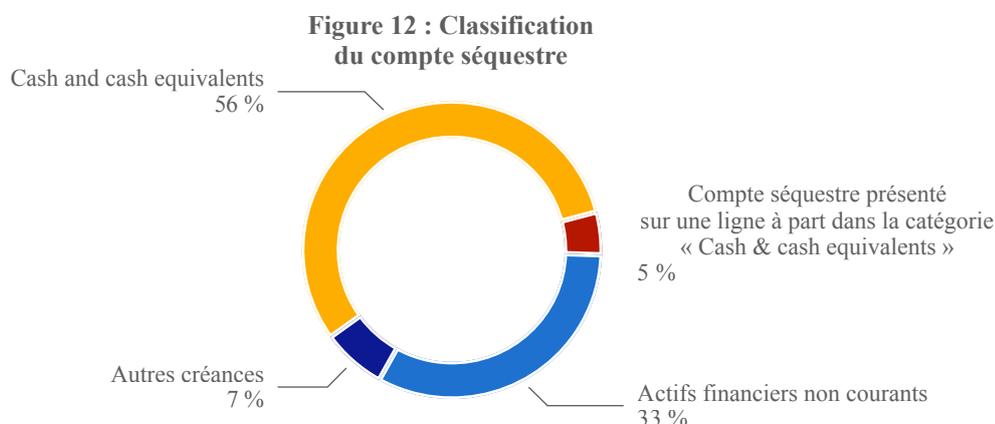
L'analyse de l'information financière communiquée par les SPACs de notre échantillon met en évidence un traitement hétérogène des fonds placés sous séquestre. L'étude réalisée en novembre 2021 par KPMG sur un échantillon de moindre volume faisait ressortir les mêmes

¹¹¹ Mémento Comptable 2022 - § 45180 - Editions Francis Lefebvre

¹¹² IAS 38 Intangible Assets - IFRS



tendances¹¹³. En effet, la figure 12 présentée ci-dessous montre une classification du compte séquestre partagée entre des actifs financiers non courants et des *cash and cash equivalents*.



Sur cette question de la classification du compte séquestre, notre échantillon final se compose de 43 sociétés. En effet, l'information concernant 14 SPACs n'est pas disponible car ils ne sont pas encore cotés ou leur exercice comptable n'est pas terminé compte tenu d'une cotation au cours du second semestre 2021. Sur cette base, il apparaît qu'un tiers des SPACs a présenté les fonds placés sous séquestre en « Actifs financiers non courants » pour matérialiser le caractère indisponible des fonds jusqu'à la réalisation de l'IBC ou jusqu'à la liquidation du SPAC. Tandis que la majorité des SPACs a proposé de classer ces sommes en « *Cash and cash equivalents* » compte tenu du caractère à court terme du blocage. En effet, les fonds devront être utilisés, comme prévu par le SPAC dans son prospectus d'IPO, dans un délai pouvant atteindre généralement jusqu'à 24 mois. Néanmoins, deux sociétés ont présenté l'information sur une ligne à part dans les actifs à court terme. Plus marginalement, trois sociétés présentent les fonds placés sur le compte séquestre en « Autres créances ».

En analysant les critères de comptabilisation de deux catégories majeures de notre échantillon, nous proposons la position suivante. Etant donné les caractéristiques essentielles de cet actif lors de son entrée au bilan, à savoir :

- Qu'il s'agit d'un montant de trésorerie versé dans le cadre de l'IPO ;
- Que les fonds sont immédiatement placés sur un compte bloqué ;

¹¹³ KPMG - SPAC interim accounting insights, novembre 2021



- Que ceux-ci sont disponibles uniquement sous réserve de la condition suspensive de réalisation de l'IBC et de la décision de liquidation. Ces éléments sont donc hors du contrôle de la société.
- Que la durée de blocage des fonds est d'environ 18 à 24 mois compte tenu du cycle de vie des SPACs.

À partir de ces caractéristiques, on constate que les fonds sous séquestre correspondent à un actif financier non courant. En effet les normes IFRS définissent un actif financier non courant « *par opposition aux actifs courants qui ont vocation à être consommés, vendus ou réalisés au cours de l'exercice et étant détenus à des fins de transaction sous douze mois ou étant assimilables à de la trésorerie* »¹¹⁴. Les sommes placées sur le compte bloqué présentent une indisponibilité certaine et pourraient éventuellement être utilisées dans un délai inférieur à 12 mois. Mais cette hypothèse est peu réaliste compte tenu de la réalité des durées de vie des SPACs. Sur cette base, le classement adéquat que nous proposons est celui en « Actifs financiers non courants ». En normes françaises, il s'agit plus précisément du compte de « Dépôts et cautionnement versés ». Cette classification est confortée par le fait que la condition suspensive d'utilisation des fonds est décrite généralement dans les annexes des SPACs étudiés, de même que les modalités de séquestre. Cette classification permet de faire ressortir que la disponibilité des sommes est soumise à une condition suspensive hors du contrôle de l'entité bien que la réalisation de cette condition puisse intervenir à court terme.

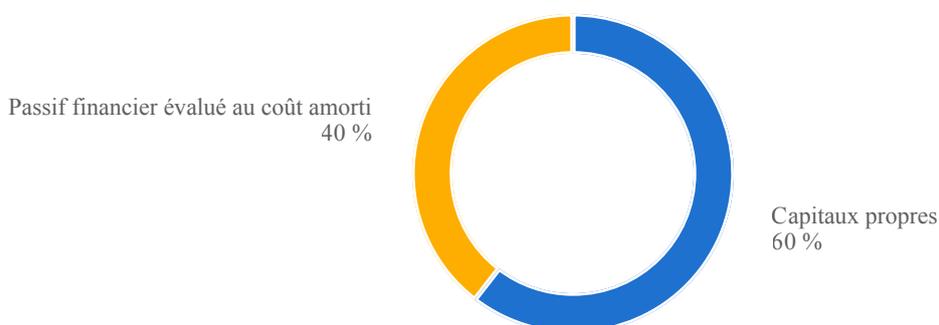
2.3. Classification des market shares

L'un des mécanismes phares du SPAC est le droit de rédemption ou « *redemption right* ». Ce droit attaché aux actions des investisseurs initiaux présente une problématique de classification. En effet, ce droit particulier doit-il contraindre l'enregistrement des *market shares* comme des instruments financiers en capitaux propres ou en dettes ? Le constat réalisé à partir de notre échantillon de 43 SPACs (vu que les données de 14 SPACs sont indisponibles) est le suivant : 60 % des SPACs comptabilisent les market shares en « Capitaux propres » et 40 % d'entre eux préfèrent la classification en « Passif financier évalué au coût amorti ». Cette répartition est présentée en figure 13.

¹¹⁴ Vernimmen 2022, Pascal Quiry, Yann Le Fur



Figure 13 : Classification
des market shares



La problématique qui a l'impact le plus important sur les états financiers des SPACs résulte de la classification des *market shares*. La position que nous proposons dans le présent mémoire est détaillée ci-dessous. En préambule, il convient de préciser que compte tenu des spécificités liées au rachat, les *market shares* doivent être analysées successivement (avant d'analyser la caractéristique de conversion en actions). Tout d'abord, il convient de détailler le droit de rachat en cas d'IBC.

Si l'IBC est décidée, le SPAC aura l'obligation contractuelle de racheter les actions de marché des détenteurs qui se seront préalablement conformés aux exigences de notification pour le rachat. Mais l'achèvement de l'IBC lui-même est un événement sous le contrôle du SPAC car il doit être voté à la majorité requise par le Conseil d'administration, avant que l'IBC puisse être lancé et achevé. Par exemple, dans le SPAC I2PO, la moitié des membres du Conseil d'administration est constituée de membres indépendants et ceux-ci jouent un rôle important dans le processus d'approbation du rapprochement puisque qu'une approbation par une majorité de deux tiers des membres indépendants est requise. D'autre part, il est nécessaire de préciser que les membres du Conseil d'administration sont révocables *ad nutum*, c'est-à-dire à tout moment par l'assemblée générale des actionnaires, sans préavis, sans indemnités et sans motif. En France, il s'agit d'une disposition légale prévue par le Code de commerce à laquelle il n'est pas possible de déroger¹¹⁵. Ce processus de décision permet de considérer que l'entité peut unilatéralement éviter la survenance de l'IBC et donc que l'entité ne peut être considérée

¹¹⁵ Article L.225-18 du Code de commerce



comme ayant une obligation contractuelle de remettre de la trésorerie sur la base de cette seule clause lors de l'émission des actions de marché. En revanche, une obligation contractuelle de remettre de la trésorerie dans le cadre du rachat apparaîtra dès que l'entité aura approuvé l'IBC et ne sera plus en capacité d'arrêter contractuellement et volontairement la réalisation de l'IBC.

Maintenant, étudions les conséquences du droit de rachat dans l'hypothèse où aucun IBC n'est achevé avant la date limite. L'entité ne peut pas contrôler la réalisation du rapprochement dans les deux ans qui suivent l'introduction en bourse. Le prospectus d'IPO mentionne que dans ce cas, une liquidation du SPAC aura lieu. Les parts de marché devront alors être remboursées au prix de souscription avec généralement une priorité accordée aux parts des fondateurs. Cependant, le prospectus du SPAC indique aussi, et généralement de manière explicite, qu'une telle liquidation aurait lieu « *à moins que sa durée ne soit valablement prolongée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires* ». En outre, la prolongation de la durée de vie résultant d'un tel vote ne serait pas limitée dans le temps ni d'une autre manière. Étant donné que l'entité contrôle la prolongation de sa durée de vie ou la liquidation par le biais du vote de l'assemblée générale extraordinaire et qu'aucun droit de remboursement n'est accordé aux actionnaires du marché lors de la prolongation de la durée de vie du SPAC, nous pouvons considérer que les caractéristiques de la liquidation sont semblables à celles des capitaux propres.

Par ailleurs, l'élément de conversion en capitaux propres (sous réserve de la réussite de l'IBC) intégré dans les conditions des actions de marché répond également à la définition des capitaux propres dans l'IAS 32, puisque :

- Chaque *market shares* - si elle n'est pas rachetée comme décrit ci-dessus - sera automatiquement convertie en un nombre d'actions ordinaires prédéfini à la suite du rapprochement ;
- Et donc le ratio de conversion est considéré comme fixe, c'est-à-dire que cette caractéristique ne crée pas une obligation pour l'émetteur de livrer un nombre variable de ses propres instruments de capitaux propres.

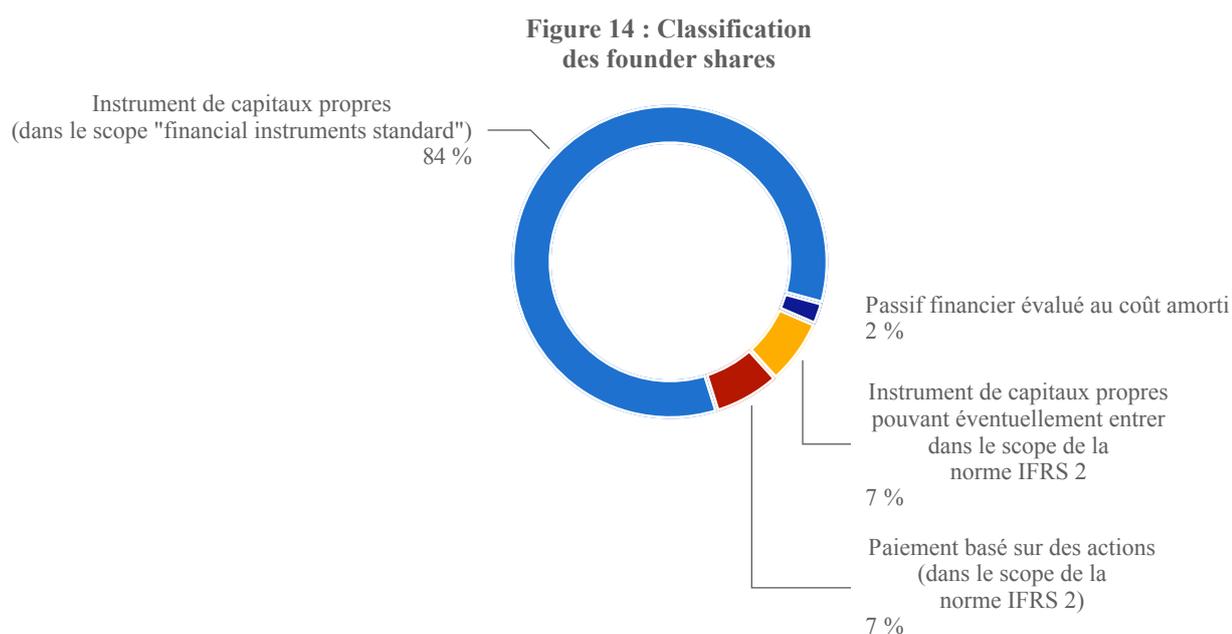
Ainsi, globalement, nous retenons que les parts de marché sont des instruments de capitaux propres en application de la norme IAS 32. La position proposée au sein du présent mémoire



apparaît par ailleurs alignée vis-à-vis des premières discussions synthétisées dans les papiers de travail de l'IFRS IC¹¹⁶.

2.4. Classification des founder shares

Le traitement des actions accordées aux fondateurs suit le même cheminement. En effet, les parts des fondateurs ne comportent aucun droit de conversion en un nombre variable d'instruments de capitaux propres ni aucune obligation de remettre de la trésorerie, même lors du vote de prolongation de la durée de vie de l'entité si aucun rapprochement ne survient avant la date limite initiale. Cela s'explique par le fait que les fondateurs n'ont pas de droit de remboursement lors d'un tel événement. En effet, la seule obligation de remboursement surviendrait lors de la liquidation de l'entité, une liquidation qui n'est pas certaine de se produire car le SPAC pourrait ne pas être assimilé à une entité à durée de vie limitée en raison du vote de prolongation de la durée de vie lors de l'assemblée générale des actionnaires décrite ci-dessus. En conséquence, nous proposons de qualifier les *founder shares* en capitaux propres selon IAS 32. Néanmoins, il convient de nuancer notre propos sur la base de l'analyse de l'échantillon de SPACs européens. La figure 14, se basant également sur une population de 43 SPACs met en évidence quelques divergences malgré une classification majoritairement alignée avec notre proposition.



¹¹⁶IFRS IC - IFRS Interpretations Committee meeting, « Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) : Classification of Public Shares as Financial Liabilities or Equity (IAS 32) », mars 2022

En outre, certaines sociétés présentent les *founder shares* comme des instruments de capitaux propres visés, potentiellement ou non, par la norme IFRS 2. La norme IFRS 2 - Paiement fondé sur des actions est synthétisée de la manière suivante par le cabinet Deloitte¹¹⁷ : « Une entité comptabilise les transactions dont le paiement est fondé sur des actions (comme des actions attribuées, des options sur actions ou des droits à l'appréciation d'actions) dans ses états financiers, y compris les transactions avec des employés ou d'autres parties à régler en trésorerie, en d'autres actifs ou en instruments de capitaux propres de l'entité ». À la lecture de cette définition, les fondateurs du SPAC paraissent tout à fait concernés par cette norme puisqu'ils détiennent le *promote* leur permettant d'acquérir « automatiquement » 20 % du capital du SPAC après l'introduction en bourse. Néanmoins, il faut préciser que cette relation des fondateurs se fait sur une base contractuelle au moment de la souscription des investisseurs et récompense la prise de risque initiale sous forme d'actions. Il ne s'agit donc pas d'une rémunération proprement dite puisque c'est élément contractuel de l'IPO. En revanche, les *warrants* attribués aux fondateurs suivent un traitement plus particulier.

2.5. Classification des *market warrants*

En préambule de notre analyse, il est opportun de rappeler la position de la SEC aux Etats-Unis. En quête d'un encadrement plus strict des SPACs sur ses marchés, la SEC a rendu obligatoire la comptabilisation des *market warrants* en dettes alors que la majorité des SPACs les enregistraient en capitaux propres¹¹⁸. Au sein de notre échantillon, le constat présenté en figure 15 est le suivant : les acteurs sont partagés entre la classification des *market warrants* en capitaux propres ou en instruments financiers dérivés comptabilisés à la juste valeur par le résultat.

Ce clivage est intéressant à analyser d'autant plus que le fait générateur de l'enregistrement de la variation de juste valeur des *warrants* diffère selon les SPACs. En effet, certains SPACs enregistrent les variations de juste valeur uniquement après l'annonce de l'IBC tandis que d'autres les enregistrent sans que cette condition soit remplie. Les premiers considèrent que

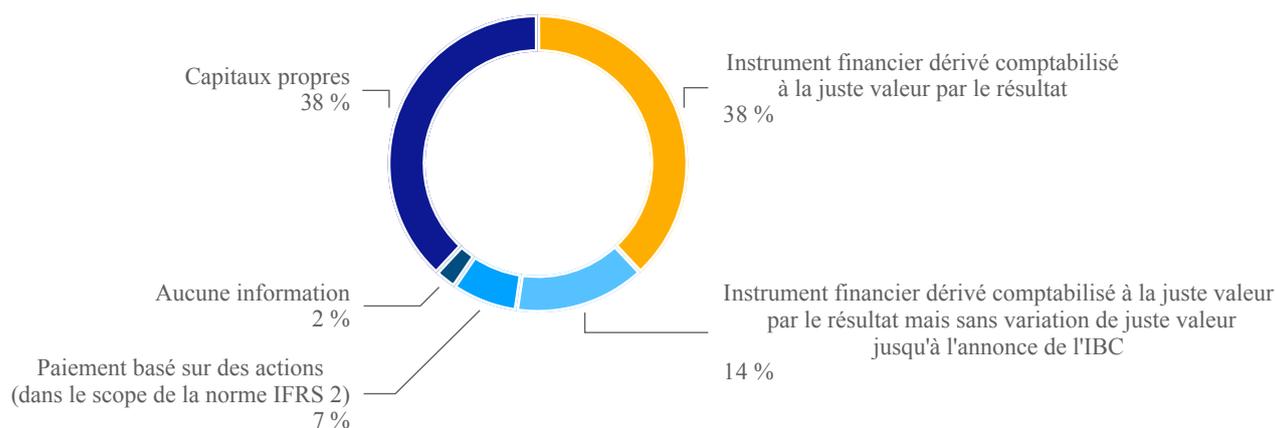
¹¹⁷ IAS Plus, « IFRS 2 – Paiement fondé sur des actions », <https://www.iasplus.com/fr-ca/standards/part-i-ifs/broad-topics/ifrs2>

¹¹⁸ J. COATES et P. MUNTER, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies, 12 avr. 2021



« ces instruments disposaient d'une valeur nulle à la date d'Introduction en Bourse, et ce tant qu'aucune annonce n'était faite concernant un projet de Rapprochement d'Entreprise ». C'est le cas des SPACs 2MX Organic¹¹⁹, Dee Tech¹²⁰ et I2PO¹²¹ par exemple. Cette position est a priori cohérente puisque, avant l'IBC, les *warrants* sont considérés comme non liquides au vu du cours de Bourse. Le faible volume de transactions sur ces instruments confirme cette hypothèse.

Figure 15 : Classification des market warrants



D'autres SPACs ont préféré la comptabilisation des *market warrants* en capitaux propres, ils représentent 38 % de la population étudiée. Bien que significative, cette classification ne correspond pas à la conclusion exposée ci-après. D'autant plus que la SEC semble prendre la direction d'une comptabilisation des *warrants* en dettes quelle que soit la situation. Enfin, il est intéressant de souligner que 3 SPACs considèrent que les *market warrants* entrent dans le champ d'application de la norme IFRS 2. Enfin, l'absence totale d'information sur la classification de ces instruments dans les états financiers de deux SPACs met en évidence une certaine hétérogénéité des méthodes comptables utilisées et de la compréhension des mécanismes en cause.

Concernant, la classification des *market warrants*, notre méthodologie est la suivante : les *market warrants* sont des instruments dérivés en application de l'IAS 32 car, bien qu'ils ne puissent être réglés physiquement que par la livraison d'actions propres, le nombre d'actions

¹¹⁹ 2MX Organic, Rapport financier annuel, p.65

¹²⁰ Dee Tech, Rapport financier annuel 2021, p.85

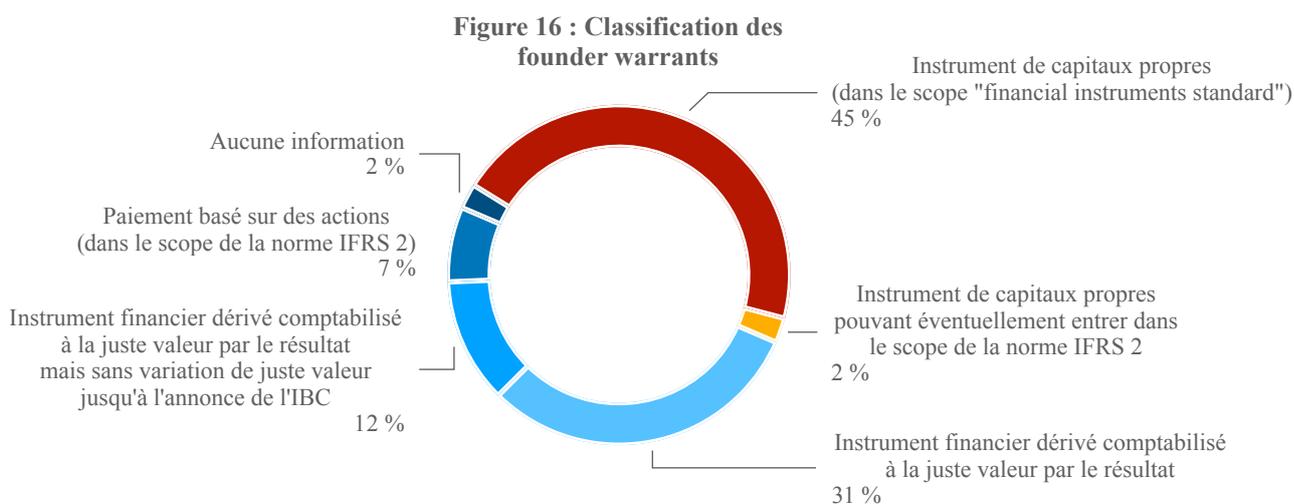
¹²¹ I2PO, Rapport financier annuel 2021, p.72

auxquelles ils donnent droit est variable en raison du mécanisme de ratio d'exercice de compensation de l'option de rachat. Par conséquent, ces instruments doivent être comptabilisés comme des dérivés en vertu de l'IFRS 9, les variations de la juste valeur étant comptabilisées dans le compte de résultat à chaque date de clôture

2.6. Classification des founder warrants

En ce qui concerne les *founder warrants*, l'approche proposée dans le présent mémoire repose sur le fait que les caractéristiques contractuelles sont identiques à celles des *market warrants*, à l'exception du fait qu'ils ne peuvent pas être rachetés tant qu'ils sont détenus par les fondateurs, et qu'ils ne sont pas cotés. Il convient néanmoins de considérer qu'un tel règlement en un nombre variable d'actions pourrait se produire et que, par conséquent, ces *founder warrants* sont qualifiés d'instruments dérivés dans le cadre de l'IFRS 9.

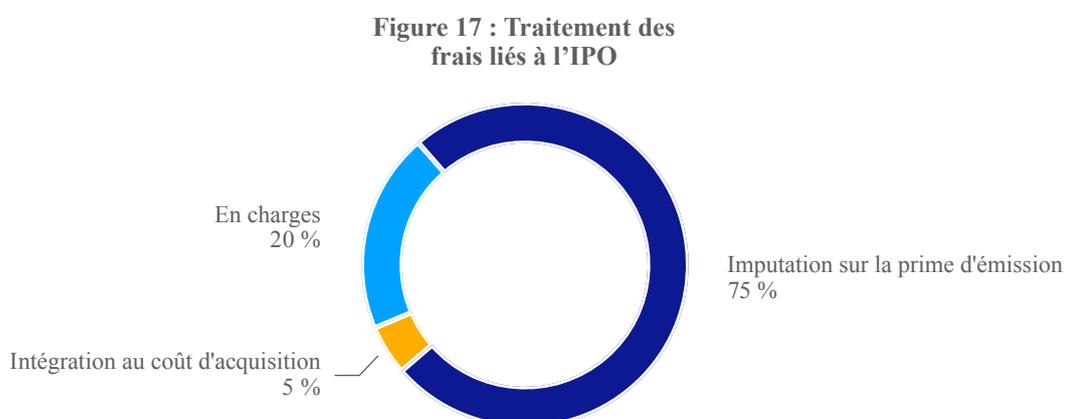
Néanmoins, cette position est discutable à en juger par la répartition de l'échantillon étudié. En effet, la méthode de comptabilisation que nous préconisons ne représente que 43 % de la population analysée. D'autres SPACs ont préféré comptabiliser les *founder warrants* dans les capitaux propres (47%) ou encore comme des instruments assimilables à des paiements basés sur des actions (7%). Le marché européen rend donc compte, une nouvelle fois, de divergences de traitement des problématiques comptables soulevées par les SPACs.



2.7. Frais d'augmentation de capital

Lors de l'introduction en bourse du SPAC, l'émission des actions et des warrants entraîne différents frais d'avocats, des banquiers d'affaires ou encore des commissaires aux comptes. En normes IFRS et en règles françaises, ces frais peuvent être comptabilisés soit en charges de l'exercice, soit imputés sur la prime d'émission liée à l'augmentation de capital. Dans le référentiel IFRS, lorsque les instruments financiers émis sont comptabilisés au coût amorti, il est possible d'intégrer les frais d'émission au coût d'acquisition.

L'analyse de l'échantillon de SPACs européens met en évidence une tendance importante d'imputation des frais sur la prime d'émission. Seuls 20 % des SPACs enregistrent ces frais directement en charges.



2.8. Engagements hors-bilan

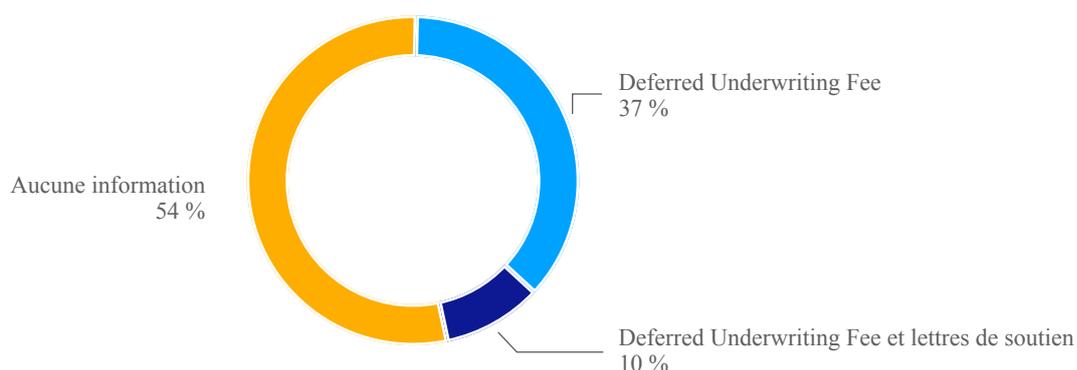
Le rôle des banquiers d'affaires est déterminant dans la structuration d'un SPAC, au moment de l'IPO et lors de l'IBC. En effet, ils effectuent plusieurs tâches clés au cours de ces deux processus. Lors de l'IPO, ils participent dans un premier temps à la recherche d'investisseurs et conseillent les fondateurs sur la place de cotation, la structuration de l'opération. Les acteurs intervenant dans des opérations de SPACs sont variés. Une synthèse des différentes banques ayant participé à des opérations qui concernaient des SPACs est présentée en [annexe 11](#). À l'occasion de ces prestations, les banques d'affaires perçoivent plusieurs types d'honoraires : des honoraires fixes et des honoraires liés au succès de l'opération. Ces premiers honoraires sont imputables sur la prime d'émission sur option comme exposé précédemment. Lors de l'introduction en bourse, les banques conseillant l'opération négocient également avec les fondateurs des honoraires relatifs au succès de l'IBC. Ces honoraires,



conditionnés à la réalisation de l'IBC représentent en général plusieurs millions d'euros prélevés sur le compte séquestre lors du rapprochement définitif. Ces honoraires différés ou « *Deferred Underwriting Fees* » sont des engagements hors bilan significatifs qu'il convient de mentionner dans les annexes des états financiers. Ils permettent de traduire une sortie de ressources certaine lorsque l'IBC se réalisera. À ce titre, ces honoraires différés font l'objet d'une revue approfondie de la part des commissaires aux comptes.

Le SPAC présente également la particularité de ne générer aucun revenu durant les premiers mois. En effet, compte tenu de l'absence d'activité opérationnelle, le SPAC ne réalise aucun chiffre d'affaires mais enregistre des pertes conséquentes compte tenu des frais liés à l'introduction en cours et à la recherche de cibles. Les différents frais de fonctionnement génèrent un besoin en fonds de roulement important qui nécessite d'être financé au risque de compromettre la continuité d'exploitation du SPAC. Il s'agit, ici aussi, d'un point d'attention des commissaires aux comptes. Afin de répondre à cette situation, la pratique de marché consiste à faire bénéficier le SPAC de lettres de soutien de la part des fondateurs dans lesquelles ils s'engagent à faire face aux besoins de trésorerie de la société soit par augmentation de capital, soit par prêt d'actionnaire. Ainsi, la mention des lettres de soutien accordées par les fondateurs et les honoraires différés des banquiers sont des éléments essentiels à mentionner en engagements hors bilan.

Figure 18 : Engagements hors bilan



Comme le démontre l'analyse des états financiers de notre échantillon, 54 % des SPACs ne présentent aucune information en engagements hors bilan. Les SPACs constituant la population résiduelle mentionnent tous les « *Deferred Underwriting Fees* ». Seuls quatre



SPACs mentionnent l'existence de lettre de soutien permettant de confirmer la continuité d'exploitation de la société. Il est donc nécessaire que les équipes de directions des SPACs et leurs commissaires aux comptes fassent preuve de rigueur dans la présentation exhaustive des engagements hors bilan.

2.9. Transactions avec les parties liées

Certaines nouvelles tendances en matière de SPACs entraînent de nouveaux enjeux en termes de communication financière¹²². En particulier, l'investissement *pari passu* ou le *forward purchase agreement* des fondateurs nécessitent la publication d'informations spécifiques dans la rubrique « Transactions avec les parties liées » des annexes communiquées par les SPACs. En effet, l'investissement *pari passu* des actionnaires réalisé lors de l'introduction à bourse a pour objectif principal d'aligner les intérêts des fondateurs avec ceux des investisseurs. La notion de risque supplémentaire avec une exposition identique permet une meilleure cohérence du projet. Par exemple, le fondateur et directeur général de 2MX Organic, Moez-Alexandre Zaouri a investi un ticket supplémentaire lors de l'introduction en bourse du SPAC¹²³. D'autre part, le *forward purchase agreement* permet de renforcer cette tendance. En effet, un fondateur ou un actionnaire significatif s'engage à participer au financement de l'IBC au moment de l'introduction en bourse. Cette évolution vise aussi à réaligner les intérêts en présence.

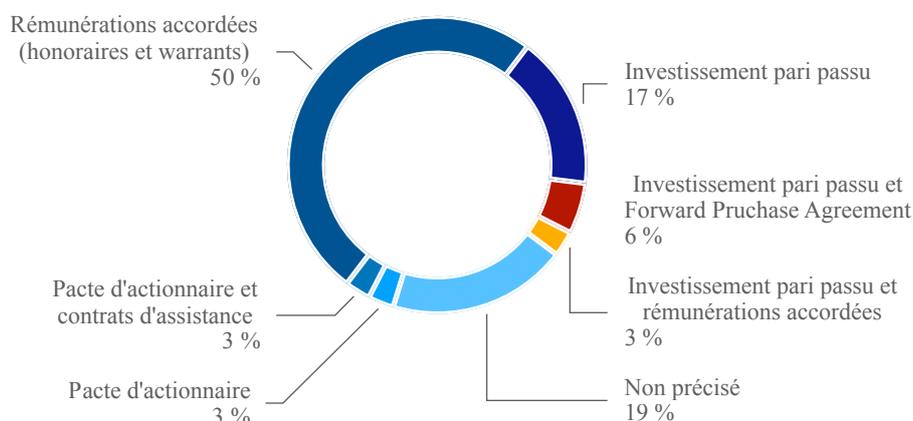
En outre, d'autres transactions avec les parties liées peuvent être publiées. Il s'agit notamment des pactes d'actionnaires négociés ou des rémunérations accordées aux fondateurs. L'attribution des founder warrants peut également figurer dans cette rubrique comme le montre notre analyse présentée en figure 19.

¹²² Fusions & Acquisitions - SPAC : Nouvelles tendances, septembre 2021

¹²³ 2MX Organic - Rapport financier annuel 2021, p.44 : « De plus, M. Moez-Alexandre Zouari a participé à l'offre et souscrit 1.800.000 Unités pour un montant total de 18 millions d'euros. »



Figure 19 : Transaction avec les parties liées



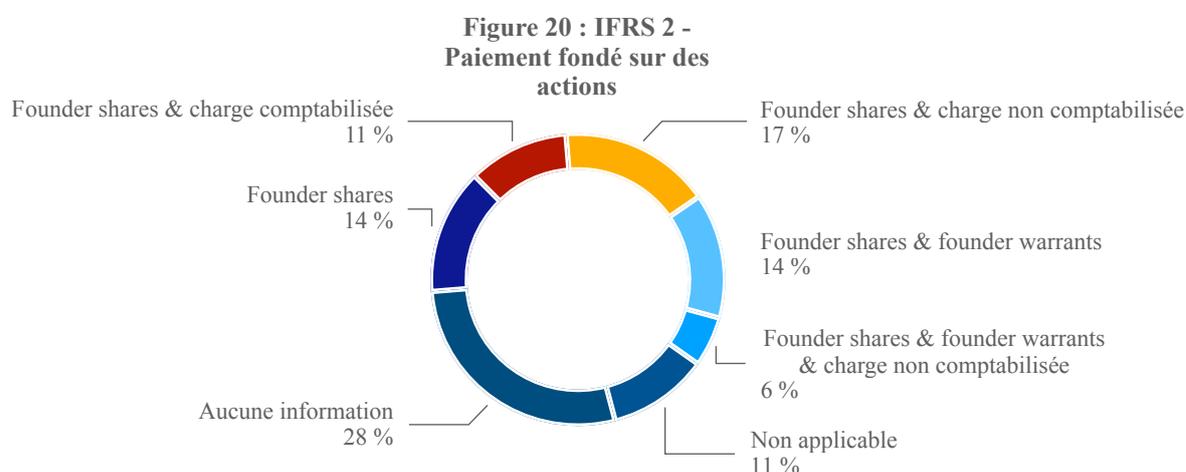
2.10. IFRS 2 - Paiement fondé sur des actions

En normes internationales, l'IASB estime que les comptes doivent traduire les avantages donnés aux salariés ou dirigeants et dont le paiement est basé sur des actions. L'objectif de la norme IFRS 2 est de « préciser l'information financière à fournir par une entité lorsqu'elle entreprend une transaction dont le paiement est fondé sur des actions. En particulier, elle impose à une entité de refléter dans son résultat et sa situation financière les effets des transactions dont le paiement est fondé sur des actions, y compris les charges associées aux transactions dans lesquelles des options sur actions sont accordées aux membres du personnel »¹²⁴. Dans le SPAC, cette norme vise précisément les actions et les *warrants* attribués aux actionnaires du SPAC. En effet, ils sont considérés comme des éléments de rémunération versés aux fondateurs sous la forme d'instruments de capitaux propres. Néanmoins, l'analyse menée sur l'échantillon de SPACs européens fait ressortir plusieurs divergences. Cette analyse, présentée en figure 20, démontre un traitement hétérogène des incidences de la norme IFRS 2. En premier lieu, on constate que 28 % des SPACs étudiés ne communiquent aucune information au sujet de l'application ou non de cette norme. D'autre part, 11 % de la population étudiée considère que la norme ne s'applique pas aux actions et aux *warrants* émis. Parmi les SPACs appliquant la norme IFRS 2, des différences de traitement sont observées. En effet, 20 % des SPACs considèrent que les *founder warrants* entrent dans le champ d'application de la norme. Les 28 % restants considèrent que seules les

¹²⁴ International Financial Reporting Standard 2 Share-based Payment, Objective, p.A145



founder shares sont concernées. Pour terminer, il est intéressant de constater que seulement 11 % des SPACs étudiés ont enregistré une charge dans leur compte de résultat permettant de valoriser les avantages accordés sous la forme d’actions attribuées aux fondateurs. En effet, la norme IFRS 2 précise que lorsque l’entité est concernée par une transaction dont le paiement est fondé sur des actions et que la rémunération se fait sous la forme d’attribution d’instruments de capitaux propres, l’entité doit évaluer la charge correspondant aux services qu’elle consomme. Par convention, l’évaluation des services rendus est réalisée de manière indirecte sur la base de la juste valeur des options ou actions remises à la date d’attribution. En conséquence, la diversité des positions observées sur le marché nous questionne évidemment, en ce qui concerne l’application de la norme.



Pour pouvoir émettre des recommandations sur l’application ou non de la norme IFRS 2 et sur la comptabilisation de la charge afférente ou non, notre méthodologie est présentée ci-après. En premier lieu, il faut s’assurer que les fondateurs ou les actionnaires bénéficient d’un avantage particulier lors de l’attribution des actions et des *warrants*. En étudiant les caractéristiques d’émission d’actions de certains SPACs, il apparaît que certains actionnaires ont bénéficié d’un prix de souscription des actions bien inférieur à celui proposé aux investisseurs. Par exemple, dans les SPACs I2PO¹²⁵ et 2MX Organic¹²⁶, les *promote* accordés aux fondateurs leur ont permis de souscrire aux actions à un prix de 0,01 euro par action, alors que les investisseurs participant au placement privé ont souscrit les actions du SPAC à un prix de 10 euros par action. Ce déséquilibre de 9,99 euros par action constitue un avantage accordé

¹²⁵ I2PO, Rapport financier annuel 2021, p.72

¹²⁶ 2MX Organic, Rapport financier annuel 2021, p.66



aux fondateurs qui s'analyse comme un paiement fondé sur des actions rentrant dans le champ d'application de la norme IFRS 2. L'application de la norme est donc conditionnée à l'existence d'un déséquilibre entre les modalités d'attribution des *founder shares* et des *market shares*. Le raisonnement applicable aux *founder warrants* et aux *market warrants* est identique.

En ce qui concerne la comptabilisation d'une charge représentative de cet avantage, nous proposons la position suivante : aucune charge ne doit être comptabilisée compte tenu du fait que les conditions de l'avantage attribué aux fondateurs n'est pas connu à la date de souscription. En effet, puisque la cible envisagée pour l'IBC n'est pas identifiée lors de la souscription, de même que les termes de l'IBC et la relation des fondateurs. Dans ces conditions, le fait générateur de comptabilisation de la charge n'est pas né tant qu'une annonce de rapprochement n'est pas faite. En effet, nous considérons qu'une charge ne sera comptabilisée que lorsque l'IBC sera réalisée. Cette charge correspondra alors à la différence entre le cours de l'action après rapprochement et le prix de souscription des *founder shares*. Néanmoins, cette position, adoptée par certains SPACs en France reste conditionnée à l'absence de recommandations de l'AMF sur ce sujet. En effet, le régulateur pourrait contraindre les SPACs à enregistrer la charge lors de la souscription en estimant que cet évènement constitue le fait générateur.

3. Spécificités fiscales

Les SPACs présentent des spécificités fiscales dès lors qu'il s'agit de sociétés sans activité opérationnelle ayant pour objectif de réaliser une introduction en bourse. Etant donné que la future société exercera une activité soumise aux impôts commerciaux, les questions de la déductibilité de la TVA et de l'enregistrement d'impôts différés en normes IFRS se posent.

Tout d'abord, en ce qui concerne le caractère déductible de la TVA liée aux différents frais encourus par le SPAC, le cadre fiscal français offre la possibilité de déduction sous certaines conditions.

La première condition dépend de l'activité que le SPAC exercera à l'issue de l'IBC. Lorsque l'on analyse les documents juridiques des SPACs, notamment les extrait Kbis, la nature des



activités est généralement présentée comme une activité commerciale classique. Par exemple, le SPAC Mediawan précise que son activité consiste en « *L'exercice, direct ou indirect, de toutes activités dans le domaine des médias, du divertissement et de la communication, quels que soient les supports, et comprenant notamment les activités de conception, de production, d'édition, de diffusion, de distribution et de commercialisation de produits et services* ». La seconde condition préliminaire nécessaire à la déduction de la TVA est l'obtention d'un numéro de TVA et la volonté de souscrire à l'option à la TVA. En outre, concernant la déductibilité de la TVA sur les frais, la doctrine administrative précise que « *les dépenses supportées pour la réalisation d'opérations en capital (introduction en bourse, augmentation de capital, prise de participation s'accompagnant ou non d'une immixtion dans la gestion de l'entreprise, fusion, scission, apport d'une universalité totale ou partielle), sont engagées pour pérenniser et/ou développer la société. En conséquence, elles constituent des frais généraux et la TVA y afférente peut donc, dès lors qu'elle exerce une activité commerciale, être déduite.*»¹²⁷ Or, la jurisprudence considère que l'immixtion d'une société dans la gestion de ses filiales (par le biais de fournitures de services administratifs, comptables, informatiques...) est une activité économique¹²⁸. Par ailleurs, la doctrine administrative retient que la perception de dividendes est sans incidence sur le droit à déduction. En conséquence, si la société exerce une activité économique et que ses opérations imposables ouvrent droit à déduction, la TVA liée à ses frais est entièrement déductible.

Maintenant, en ce qui concerne l'absence de réalisation d'opérations économiques au cours de l'exercice, la jurisprudence considère que la qualité d'assujettie d'une société n'est pas subordonnée à la réalisation effective et préalable de recettes taxables¹²⁹. Dans la réalisation d'une activité économique, l'essentiel est dans l'intention¹³⁰.

Par ailleurs, la jurisprudence considère que :

- le droit à déduction afférent à des biens et services destinés à être utilisés dans le cadre d'opérations ouvrant droit à déduction n'est pas remis en cause lorsque, en raison

¹²⁷ CJCE, arrêt du 8 juin 2000, C-98/98, Midland Bank, point 31 ; CJCE, arrêt du 22 février 2001, C-408/98, Abbey National, points 34, 35 et 36 et CJCE, arrêt du 27 septembre 2001, C-16/00, Cibo participations, point 33

¹²⁸ CJUE 20-6-1991 aff. 60/90, Polysar ; CJUE 14-11-2000 aff. 142/99, Floridienne ; CJUE 27-9-2001 aff. 16/00, Cibo Participations)

¹²⁹ CJCE 14 février 1985 aff. 268/83, Rompelman : Rec. p. 655 ; CJCE 29 février 1996 aff. 110/94, Inzo ; CJCE 15 janvier 1998 aff. 37/95, Ghent Coal Terminal NV ; CJCE 8 juin 2000 aff. 400/98, Brigitte Breitsohl

¹³⁰ CJUE 29-2-1996 aff. 110/94, Inzo et CE 16-4-2010 n° 316186, SARL Green

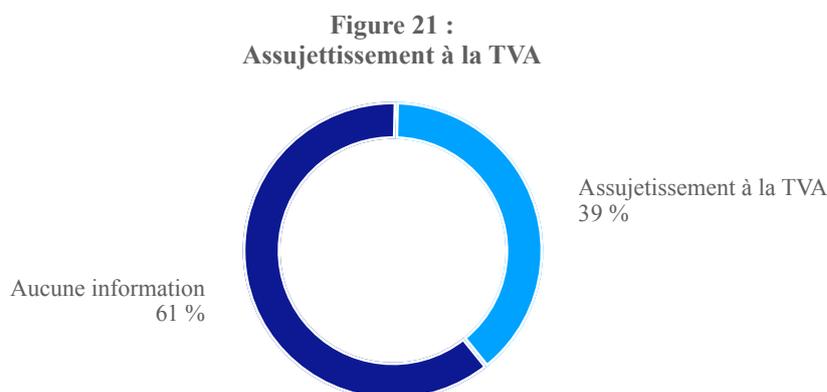


de circonstances étrangères à sa volonté, l'assujetti ne fait au final pas usage de ces biens et services pour la réalisation d'opérations ouvrant droit à déduction¹³¹.

- le droit à déduction subsiste même lorsque l'administration fiscale sait, dès la première liquidation de la taxe, que l'activité économique envisagée, qui devait donner lieu à des opérations taxées, ne sera pas exercée¹³².

En conséquence, il est clair que la qualité d'assujettie d'une société doit être étudiée en fonction de son intention initiale de réaliser une activité économique. Dans le cas des SPACs, en fonction des modalités de réalisation de l'IBC, la société exercera soit directement une activité économique, soit une activité de holding animatrice de ses filiales. En toute hypothèse, elle exercera donc une activité économique entrant dans le champ d'application de la TVA. Par ailleurs, quelle que soit la date de réalisation de sa première recette liée à son activité économique, elle peut déduire dès sa constitution la TVA grevant ses frais puisqu'il est clair qu'elle souhaite réaliser des opérations économiques dès que possible.

Au sein de l'échantillon analysé, il est intéressant de souligner que seuls 39 % des SPACs fournissent une information sur l'assujettissement à la TVA. Les autres SPACs ne font aucune mention de la TVA dans leurs notes annexes.



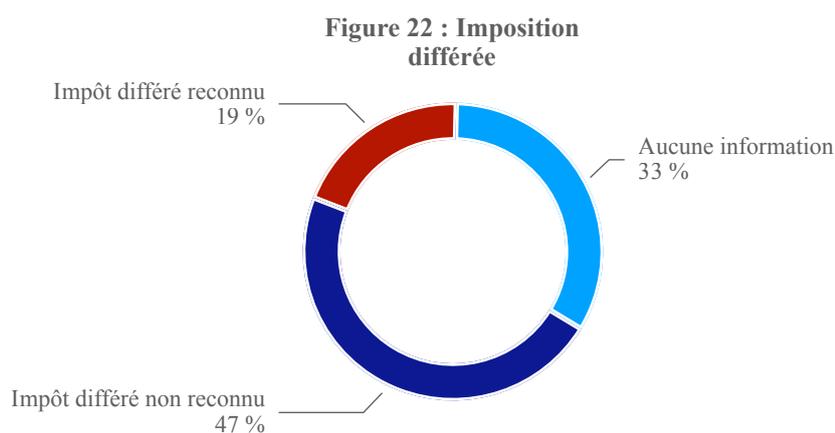
Deuxièmement, en ce qui concerne la reconnaissance d'impôts différés, les SPACs peuvent comptabiliser sur option des impôts différés liés aux résultats déficitaires enregistrés lors de la phase de recherche. En effet, les SPACs enregistrent des frais de fonctionnement importants

¹³¹ CJUE 15-1-1998 aff. 37/95, Ghent Coal Terminal NV et CE 16-4-2010 n° 316186

¹³² CJUE 8-6-2000 aff. 400/98, Brigitte Breitsohl

sans aucun revenu, ce qui génère des résultats déficitaires. D'autre part, les législations fiscales européennes permettent en général de reporter ces déficits fiscaux. Le bénéfice de ce report des déficits fiscaux constitue le fait générateur de l'éventuelle comptabilisation d'impôts différés. La position défendue dans le présent mémoire est la suivante : si lors de la clôture de l'exercice, aucun rapprochement d'entreprises n'a été réalisé, nous pouvons conclure qu'il n'existe aucune perspective d'imputation à court ou moyen terme de ces déficits fiscaux. Ainsi, dans l'attente d'un rapprochement définitif, aucune créance d'impôt différé ne peut être constatée. Cela constitue une position prudente.

L'étude de notre échantillon de SPACs nous permet de mettre en évidence que la majorité des SPACs n'enregistrent aucune créance d'impôt différé. Un tiers d'entre eux ne fournissent aucune information sur cette spécificité et seuls 19 % des SPACs étudiés enregistrent une créance à l'actif. Cela témoigne une nouvelle fois des divergences de traitement de l'information financière.



Section 3 - Les évolutions à anticiper

Afin de conclure cette première partie de notre revue empirique, nous proposons une explication des évolutions possibles du cadre réglementaire concernant les SPACs. En se concentrant sur le marché français, les différents entretiens réalisés ont fait ressortir plusieurs évolutions potentielles dans la structuration des SPACs.



En premier lieu, dans son rapport sur les SPACs, la commission ad hoc du club des juristes propose d'adapter le cadre législatif français en lui donnant davantage de souplesse¹³³. La première suggestion consiste à introduire le droit de vote multiple dans les sociétés cotées. En effet, la commission considère que l'introduction de cette particularité, déjà en place sur d'autres places financières, permettrait de faciliter les opérations des SPACs et d'accroître l'attractivité de la place parisienne. En France, seules les sociétés non cotées ont la possibilité d'émettre ce type d'actions en vertu de l'article L. 228-11 du Code de commerce. Les sociétés cotées ne disposent pas de cette faculté car cela déséquilibrerait les forces en présence. Ainsi, seule l'attribution d'un droit de vote double aux actions nominatives est accordée dans ces sociétés en application de l'article L. 225-123 du Code de commerce. Les arguments de la commission en faveur de cette évolution sont les suivants : tout d'abord cela « *permettrait d'éviter une trop forte réduction du promote en cas d'augmentation de capital opérée au moment du de-SPAC* ». De manière identique, le mécanisme « *assurait aux fondateurs de la cible de conserver la main sur le contrôle de la société après le de-SPAC et de pouvoir ainsi poursuivre la mise en œuvre de leur vision d'entreprise* ». Néanmoins, la commission met aussi en évidence le nécessaire équilibre d'un tel aménagement en limitant les droits de vote multiples grâce à un coefficient multiplicateur, en encadrant leur durée et en réservant leur mise en œuvre à certaines questions précises.

Dans un second temps, la commission propose d'assouplir le régime de la délégation de pouvoir au Conseil d'administration et celui de l'augmentation de capital. En effet, au cours de son développement, le SPAC peut être amené à réaliser des augmentations de capital à plusieurs reprises. Ces augmentations de capital peuvent revêtir plusieurs formes selon la structuration de l'IBC :

- par apport en numéraire, notamment lors de l'arrivée des investisseurs PIPE ;
- par apport en nature lorsque des actions nouvelles du SPAC sont attribuées aux actionnaires de la cible en contrepartie des actions qu'ils apportent au SPAC.

Le cadre juridique français précise qu'en principe la décision d'augmenter le capital de la société relève de l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire statuant à la majorité des deux tiers des voix¹³⁴. Néanmoins, le Code de commerce dispose que les actionnaires

¹³³ Le club des juristes - Paris : Place financière en première ligne pour les SPACs, Rapport de la commission ad hoc, Chapitre 3, Les améliorations envisageables du cadre juridique français, décembre 2021

¹³⁴ Articles L. 225-129 et L. 225-96 du Code de commerce



peuvent déléguer la décision de l'augmentation de capital au Conseil d'administration dans la limite d'un plafond prédéfini et dans un délai maximum de 26 mois¹³⁵.

La commission ad hoc du club des juristes reproche au cadre législatif français une rigidité trop importante dans les modalités d'augmentation de capital nécessaires pour les SPACs. En effet, le vote à la majorité renforcée contraint les SPACs en France par rapport à d'autres places financières européenne. D'autre part, des professionnels estiment que la durée des délégations consenties aux organes de direction est particulièrement courte. En effet, lorsque que le SPAC décide d'augmenter son capital par émission réservée, la durée maximum de la délégation est de 18 mois. Cette durée s'avère incompatible avec la durée de 24 mois dont disposent généralement les SPACs pour mener à bien leur IBC et leur PIPE. Enfin, la commission précise que « *les limites de volume lors de l'émission par appel au public ou de l'augmentation par apport en nature rendent difficiles la réalisation du de-SPAC* » qui prend souvent la forme d'une augmentation de capital réservée aux actionnaires de la cible apportant leurs titres au SPAC.

En réponse à ces rigidités, la commission propose plusieurs solutions :

- l'allongement de la durée de délégation de l'augmentation de capital réservée à 26 mois pour permettre aux SPACs de réaliser les opérations d'IPO, de PIPEs et d'IBC sans avoir à renouveler la délégation permise par l'article L. 225-138 du Code de commerce.
- l'introduction d'une nouvelle hypothèse pour la délégation. La commission définit cette hypothèse de la manière suivante : « *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* ». En outre, la commission renforce la crédibilité de sa proposition en fixant des limites relatives au volume global de l'opération (30 % du capital social par an), au prix retenu (au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de Bourse), à la gestion des conflits d'intérêts (exclusion des bénéficiaires) et à l'information délivrée (rédaction d'un rapport complémentaire).

¹³⁵ Article L. 225-129-2 du Code de commerce



Dans un troisième temps, l'allongement de la durée de vie des SPACs est envisageable. En effet, les expériences des professionnels mettent en évidence que la durée de vie d'un SPAC classique (24 mois) est relativement courte. Il pourrait donc être pertinent de l'allonger afin de faciliter la recherche de cible cohérente avec la thèse d'investissement. Cependant, cette tendance créerait une nouvelle difficulté liée aux délégations de pouvoirs accordées au Conseil d'administration dans le délai maximum de 26 mois.

Enfin, les modalités de fonctionnement de certains véhicules récents s'éloignent parfois du modèle traditionnel du SPAC. En effet, 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. Cette évolution du marché pourrait être amenée à se développer bien que son utilité ne soit pas partagée par l'ensemble des professionnels interrogés. En effet, certains ont déclaré avoir réfléchi activement à la structuration d'une opération similaire tandis que d'autres assimilent un tel véhicule à une levée de fonds classique. Ces derniers ont considéré que l'intérêt du SPAC n'était plus présent dans ce véhicule. Néanmoins, il faut mettre en évidence l'accroissement de la protection accordée aux investisseurs que ce nouveau type de SPAC pourrait provoquer.



CHAPITRE 3 - REVUE DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

Le diagnostic des risques et de l'environnement réalisé précédemment a mis en évidence les enjeux importants en matière de communication financière des SPACs. Notre étude empirique nous a aussi confronté aux enjeux de conformité et d'audit des communications financières. Au travers des travaux d'audit réalisés au sein du groupe Mazars et des recherches réalisées, nous proposons un guide méthodologique d'audit de l'information financière d'un SPAC, et ce, lors de l'ensemble des étapes clés. Ainsi seront abordées dans cette partie les problématiques liées à la constitution et à l'introduction en bourse du SPAC, aux publications semestrielles et annuelles ainsi qu'aux spécificités liées à l'*Initial Business Combination*.

Dans le cadre de ses différentes missions au sein de l'environnement des SPACs, le commissaire aux comptes doit apporter une attention particulière sur plusieurs points. Les SPACs sont des dossiers qui présentent des risques significatifs d'anomalies pour plusieurs raisons. Premièrement, les SPACs font intervenir des opérations complexes à plusieurs reprises lors de l'IPO et lors de l'IBC. La structure capitalistique initiée lors de la recherche d'investisseurs et les mécanismes de l'introduction en bourse génèrent une grande complexité des opérations bien que celles-ci soient peu nombreuses. Dans le même temps, de multiples engagements hors bilan sont contractés et conditionnés à la levée des fonds et à la future introduction en bourse. Ces engagements hors bilan doivent faire l'objet d'un contrôle approfondi. Deuxièmement, les SPACs ainsi que leurs fondateurs bénéficient d'une forte exposition médiatique ce qui peut accroître les risques étudiés. Troisièmement, le SPAC recherche des financements significatifs (plus de 100 millions d'euros) dans la perspective d'une introduction en bourse, et cela dans un délai très court. Enfin, le SPAC présente un risque important lié à la continuité d'exploitation de la société. En effet, pour un SPAC, la continuité d'exploitation est conditionnée à la levée de fonds. Si celle-ci n'est pas réalisée, le SPAC n'a pas de vocation à exister. D'autre part, et compte tenu des frais de fonctionnement et de recherche de cibles, alors que l'activité ne génère aucun produit, les fondateurs actionnaires doivent rédiger des lettres de soutien afin de garantir la structure de l'opération. Une situation similaire se présente lors du premier exercice du SPAC d'une durée générale de quelques jours à quelques semaines alors que le véhicule n'a pas encore levé les fonds.



Après analyse des différents risques, notre approche empirique nous a permis de construire la matrice de risque présentée en figure 23. Celle-ci est adaptable en fonction des dossiers. Néanmoins, compte tenu de son activité de Holdings, très peu de cycles sont applicables. Les cycles personnel, immobilisations corporelles et incorporelles et immobilisations financières sont inexistantes. D'autre part, le premier exercice est généralement très court et compte peu d'opérations. De plus, étant donné que les levées de fonds n'ont pas encore été effectuées, il y a peu de mouvements sur le capital et aucune acquisition de participation, car celle-ci est conditionnée par les levées de fonds.

Figure 23 : Matrice de risque d'anomalie significative

Libellé	Matérialité du cycle	Fraude	Risque inhérent	Revue du contrôle interne	Risque lié au contrôle interne	Risque d'anomalie significative
Cycle Trésorerie - Financement	Oui	Non	Standard	Non	Élevé	Faible
Cycle Fournisseurs - Achats	Oui	Non	Modéré	Non	Élevé	Faible
Cycle Personnel	Non	Non	Standard	Non	Élevé	Faible
Cycle Capitaux propres	Oui	Non	Standard	Non	Élevé	Faible
Cycle Impôts et taxes	Oui	Non	Standard	Non	Élevé	Faible
Revue des engagements hors bilan	Oui	Non	Significatif	Non	Élevé	Élevé
Niveau du risque d'anomalie significative des comptes pris dans leur ensemble						Faible

Section 1 - Introduction en bourse et placement privé

1. Revue du prospectus

Pour la certification de l'information financière du SPAC, le CAC est amené à travailler sur les modalités de l'introduction en bourse et du placement privé. En cette occasion, dans le cadre de ses missions, il a la possibilité d'établir différents documents. En premier lieu, le collège des commissaires aux comptes doit signer une *engagement letter* qui sera contresignée par le SPAC. L'*engagement letter* est une lettre de mission différente de la lettre de mission relative au placement privé. Celle-ci est émise à destination des banques et permet de décrire les travaux réalisés par les commissaires aux comptes sur l'opération en cours. Les banques participant à l'opération, quant à elles, communiquent aux CAC une *side letter* permettant de matérialiser leur acceptation. Dans la *side letter*, les banques indiquent qu'elles sont en accord



avec les diligences décrites dans l'*engagement letter*. Dans un second temps, le collège des CAC qui effectuent une revue de l'opération d'IPO et du prospectus afférent établit une lettre de confort ou *comfort letter* matérialisant la fin des travaux. La définition de cette lettre par la CNCC est la suivante : « Une lettre de confort est une attestation du commissaire aux comptes dans laquelle il exprime une assurance de nature ou de niveau approprié sur des informations préparées par les dirigeants de l'entité, portant sur la situation financière ou les comptes, et destinée, dans le cadre d'une opération financière, à un tiers désigné, généralement le banquier finançant ou garantissant la bonne fin de l'opération¹³⁶ ». Un point d'attention doit être soulevé dans le déroulement des travaux et de la signature des différents engagements. En effet, l'*engagement letter*, la *side letter* et la *comfort letter* sont signées le même jour, c'est-à-dire à la date du *pricing* (entre deux et trois jours après l'approbation du prospectus par l'AMF). Enfin, dans le cadre des travaux sur l'IPO, les CAC peuvent aussi établir une *bring down comfort letter*. Toujours à l'attention des banques, cette lettre est une extension de la lettre de confort et porte uniquement sur la partie du capital.

Afin d'émettre ses *comfort letter* et ses *bring down comfort letter*, les CAC réalisent plusieurs travaux permettant de valider les informations contenues dans le prospectus. Dans un premier temps, il est d'usage de procéder à une lecture attentive de l'ensemble des procès verbaux du Conseil d'administration et de l'assemblée générale, pour pouvoir récapituler l'ensemble des décisions prises. Ensuite, le CAC procèdent à une vérification du capital social et de la dette financière nette du SPAC. Enfin, ils effectuent un cerclage des données d'ordre comptable incluses dans le prospectus d'introduction. Ces travaux consistent à revoir la cohérence globale du prospectus et à valider les données comptables communiquées. À cette occasion, l'auditeur revoit généralement les tables de capitalisation et d'endettement publiées à partir des situations de trésorerie et d'endettement validées.

2. Rapports concernant les opérations sur le capital

Dans le même temps, les CAC sont amenés à émettre des rapports sur les modalités des augmentations de capital réalisées lors des levées de fonds. Plusieurs décisions prises par

¹³⁶ CNCC - Guide d'application établi par la CNCC – Département des Marchés Financiers et les Représentants des entreprises : AFEP, MEDEF, MiddleNext et ANSA, juillet 2016



l'assemblée générale extraordinaire nécessitent la rédaction d'un rapport spécial. Il s'agit par exemple de :

- la création d'une catégorie d'actions de préférence stipulées rachetables par émission de valeurs mobilières nouvelles ;
- la création d'une catégorie d'actions de préférence par conversion d'une partie ou de la totalité des actions ordinaires de la Société ;
- la délégation de compétence au Conseil d'Administration en vue d'augmenter le capital social en numéraire d'un montant nominal maximum fixé dans la résolution, par voie d'émission d'actions ordinaires assorties de bons de souscription d'actions ordinaires rachetables de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires ;
- la délégation de compétence au Conseil d'Administration en vue d'augmenter le capital social en numéraire d'un montant nominal maximum fixé dans la résolution, par voie d'émission d'actions assorties de bons de souscription d'actions ordinaires rachetables de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées.

Le premier rapport ne présente pas de spécificité et il obéit à une des diligences prévues par le CNCC. Par contre, le second nécessite une attention particulière. En effet, les modalités de conversion des actions de préférence et des actions ordinaires peuvent être différentes et résulter d'autres résolutions étudiées précédemment. Ainsi, le CAC doit préciser dans son rapport les montants minimum et maximum d'actions qui seront émis et rappeler que cette émission est conditionnée par l'approbation de la résolution sur l'émission des actions ordinaires. Dans un deuxième temps, le rapport doit attester de l'inscription de ce nouveau type d'actions dans les statuts ainsi que des modalités de conversion.

Le troisième rapport peut présenter une autre spécificité. En effet, ce rapport correspond à une délégation de pouvoir avec maintien du droit préférentiel de souscription afin de réaliser une augmentation de capital par émission d'actions B assortie d'un bon de souscription à des actions ordinaires. Cette résolution constitue les prémices de la décision revue dans le premier rapport. En effet, la première décision ne peut se réaliser que si la résolution en question est approuvée. Ensuite, il existe généralement deux prix d'exercice (prix d'exercice ordinaire et prix d'exercice compensatoire) en fonction du prix auquel les actions BSAR sont rachetées.



Ces deux prix doivent être détaillés dans le rapport sur l'AGE. En outre, il est indispensable de récupérer les « Termes et Conditions des BSAR A » qui détaillent l'intégralité des conditions de rachat ainsi que le montant maximal de l'augmentation. Une table de compensation y figure indiquant le ratio de conversion (3 pour 1) maximum en fonction du prix de rachat.

Le dernier rapport, quant à lui, correspond à une délégation de pouvoir avec suppression du droit préférentiel de souscription afin de réaliser une augmentation de capital par émission d'actions B assorties d'un bon de souscription à des actions ordinaires. Cette résolution constitue les prémices de la décision traitée dans le second rapport. Celle-ci ne peut se réaliser que si la résolution traitée dans la troisième décision est approuvée. Ainsi, le rapport a pour objectif de valider à la fois la suppression de DPS et les modalités d'émission et de conversion des actions. De la même manière que dans le troisième rapport, il est nécessaire de récupérer les « Termes et Conditions des BSAR B » qui détaillent l'intégralité des conditions de rachat ainsi que le montant maximal de l'augmentation.

Par ailleurs, les CAC doivent faire preuve d'une nécessaire prudence lors de l'émission de ces rapports d'AGE. Étant donné que les délais sont généralement courts avec des changements structurants de dernière minute, il est indispensable qu'ils disposent d'une lettre des actionnaires stipulant qu'ils renoncent au délai de 15 jours de mise à disposition des rapports CAC avant l'assemblée générale.

Section 2 - Publications semestrielles et annuelles

Pour revoir les informations semestrielles et annuelles du SPAC, le CAC doit procéder à des vérifications spécifiques. Compte tenu de la matrice des risques présentée précédemment, nous pouvons déterminer les principaux cycles qui nécessitent un audit. Il s'agit de la trésorerie, du cycle fournisseurs, des engagements hors bilan, des capitaux propres et des impôts et taxes. Il est également important de noter qu'il existe peu de différences entre les normes IFRS et les règles établies par le PCG en France en ce qui concerne les états financiers (bilan et comptes de résultat). Ainsi, la méthodologie d'audit présente de fortes similitudes entre les comptes établis selon les normes IFRS et ceux établis selon les règles françaises.



1. Revue des cycles classiques

Lorsque le CAC s'intéresse au cycle de la trésorerie, il doit réaliser les travaux classiques d'une mission d'audit et effectuer le contrôle des soldes bancaires et des états de rapprochements bancaires. Il doit également exploiter les réponses aux circularisations bancaires. Un point d'attention particulier résultera des délais resserrés pour les opérations et publications de SPAC. Ainsi, l'auditeur aura intérêt à anticiper au maximum les demandes de circularisation. En somme, nous avons estimé que le niveau de risque du cycle trésorerie est classé comme faible.

En ce qui concerne le cycle fournisseurs, et afin de formuler son opinion, le CAC réalise plusieurs travaux. Le premier contrôle consiste à rapprocher les soldes de la balance auxiliaire issue de la comptabilité analytique avec ceux de la balance générale. Ensuite, l'auditeur devra s'assurer de la réalité des dettes fournisseurs en récupérant les factures et justificatifs d'engagements de frais. En effet, ceux-ci seront systématiquement matériels au vu des seuils se basant sur le total actif. Par ailleurs, il est nécessaire d'effectuer aussi une revue approfondie des frais. En effet, le CAC doit s'assurer que l'exhaustivité des frais engagés par le SPAC est bien enregistrée et rattachée au bon exercice. Ainsi, il sera amené à revoir tous les frais :

- d'avocats relatifs à la constitution, à la documentation juridique, à l'introduction en bourse ou à l'IBC ;
- liés à l'admission sur les marchés boursiers. En France, il s'agit des frais facturés par Euronext ;
- de communication financière engagés dans le cadre de l'IPO ;
- relatifs aux travaux des honoraires des commissaires aux comptes. Il peut s'agir des honoraires liés à la certification ou aux services autres que la certification des comptes (SACC) ;
- de l'expert-comptable le cas échéant ;
- du conseil en stratégie le cas échéant.

Une attention particulière doit être portée à la nature de ces frais puisque certains peuvent être imputés sur la prime d'émission lors de l'introduction en bourse. Enfin, l'auditeur devra systématiquement s'assurer du correct rattachement des charges aux exercices concernés. En



effet, les frais de constitution et d'élaboration des comptes du premier exercice doivent figurer dans les comptes N. Alors que les frais de conseil en stratégie, les frais de cotation, les honoraires de SACC liés à la cotation sont rattachables à N+1 et doivent figurer dans les engagements hors bilan. Compte tenu des spécificités de ce cycle et des points d'attention à retenir, le risque est classé comme modéré.

Concernant le contrôle des capitaux propres, le CAC doit établir un tableau de variation à partir des statuts constitutifs et des procès-verbaux des décisions affectant les capitaux propres du SPAC. Dans ce but, il sera pertinent de formaliser un suivi précis des décisions prises par l'assemblée générale des actionnaires mais aussi du Conseil d'administration en cas de délégation de pouvoir. Au moment de la constitution, le CAC doit s'assurer de la correcte libération du capital social en obtenant un justificatif de libération comme un certificat de dépôt. Enfin, l'auditeur doit nécessairement récupérer le détail de l'actionnariat à date de clôture et la table de capitalisation du SPAC. Sur ce cycle, le risque est considéré comme faible.

Le cycle impôts et taxes ne nécessite pas de contrôle particulier puisque le SPAC opte ou non pour la déduction de la TVA comme cela est indiqué précédemment.

2. Revue des engagements hors bilan

Afin de formuler son opinion sur les comptes semestriels et annuels, le CAC doit prêter une attention particulière à l'exhaustivité des engagements hors bilan communiqués par le SPAC. En effet, l'entité est tenue de déclarer les frais divers à venir dans le cadre de sa cotation et de la recherche de cible. Certains de ces frais sont variables, notamment les honoraires des banques d'affaires et autres conseils conditionnés au succès des opérations. Ainsi, nous proposons de suivre la méthodologie suivante : préalablement à tous travaux le CAC doit récupérer la liste des engagements hors bilan établie par le SPAC. Ensuite, il doit obtenir les justificatifs de ces engagements auprès de son client et justifier les modalités de calcul des honoraires liés aux succès des opérations. Afin de s'assurer de l'exhaustivité des honoraires mentionnés dans cette partie de l'annexe, les différents honoraires éventuellement concernés sont précisés ci-dessous :

- frais d'avocats ;



- frais de communication financière ;
- frais des CAC ;
- frais de conseils en stratégie ;
- frais des banques d'affaires ;
- commissions versées à l'organisme de cotation (Euronext).

Le CAC doit faire preuve de rigueur dans la revue des honoraires variables des banques d'affaires et des conseils. En effet, les modalités de facturation de ces honoraires doivent être explicitées dans l'annexe. Et il est important de souligner aussi que le détail des engagements hors bilan doit être fourni par le client et en aucun cas réalisé par le CAC. Compte tenu du nombre important d'engagements potentiels et des modalités de calcul complexes, le risque est identifié comme élevé. Sur ce cycle, les CAC doivent donc redoubler de vigilance.

Enfin, dans le cadre de la revue des annexes, de la documentation juridique et de l'émission de ses rapports, les CAC peuvent être confrontés à plusieurs difficultés. En premier lieu, les délais sont généralement très courts avec des changements structurants de dernière minute ; et il est donc indispensable pour le CAC de récupérer une lettre de renonciation des actionnaires stipulant qu'ils renoncent au délai de 15 jours pour mise à disposition des rapports des CAC avant l'AG. D'autre part, dans la revue des annexes le CAC doit prêter une attention particulière à la cohérence des informations présentées selon les règles françaises et celles présentées selon les normes IFRS, aux paragraphes concernant les engagements hors bilan et la durée de l'exercice (qui peut être de quelques jours à quelques mois). Pour l'émission des rapports sur les comptes, il est indispensable pour le CAC de récupérer les lettres de soutien des actionnaires. En effet, étant donné qu'à la date de la clôture du premier exercice la société n'a pas d'activité, le résultat est déficitaire. De plus, les investisseurs ne sont pas encore identifiés et les capitaux propres deviennent inférieurs à la moitié du capital social. La lettre de soutien des actionnaires permet donc d'assurer que la société n'a pas vocation à être liquidée et que les pertes seront reprises par les actionnaires. Ensuite, il peut être pertinent de procéder à une revue indépendante du dossier d'audit afin de confirmer ou infirmer les conclusions établies.



Section 3 - Initial Business Combination

1. Revue des prospectus de fusion et de PIPE

La réalisation de l'IBC comporte des spécificités réglementaires auxquelles les commissaires aux comptes doivent prêter une attention particulière. En effet, en fonction de la configuration retenue pour l'opération de de-SPAC, certaines exigences des autorités de régulations devront être satisfaites. Tout d'abord, le rapprochement nécessite de nouveaux financements apportés par les investisseurs PIPEs, ce qui conduit généralement à opérer une modification significative sur le capital de la société cible. En effet le règlement (UE) 2017/1129 (relatif aux prospectus), complété par les règlements délégués (UE) 2019/979, 2019/980 et 2019/528 précise qu'une entité doit élaborer un prospectus en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers dans les deux cas suivants :

- lorsque des titres financiers font l'objet d'une offre au public d'un montant supérieur à 8 millions d'euros, sur une période de 12 mois glissants, et que l'émetteur ne bénéficie pas, par ailleurs, d'un cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus au titre de l'offre au public ; ou
- lorsque des titres financiers font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé et que l'émetteur ne bénéficie d'aucun cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus au titre de l'admission.

Les investissements PIPEs sont généralement rémunérés par l'émission d'actions nouvelles qui excède le plafond de 8 millions d'euros. Ainsi, l'opération de PIPE nécessite d'élaborer un prospectus détaillant les informations de l'opération. L'obligation d'établir un prospectus serait également applicable si le financement de l'IBC se faisait par apport en nature des titres de la cible au SPAC en contrepartie d'actions nouvellement émises. Si cette opération est significative, le SPAC devra obtenir le visa de l'AMF pour publier un prospectus et réaliser l'émission. De la même manière, lorsque que l'IBC est réalisée dans une configuration de fusion, l'article L. 621-8 du code monétaire et financier maintient l'obligation de dépôt d'un prospectus lorsque la fusion donne lieu à l'admission sur le marché réglementé de 20 % de titres supplémentaires par rapport à ceux déjà admis.



Dans le cadre de ces opérations, les CAC peuvent être sollicités pour plusieurs missions. En premier lieu, la revue des prospectus de fusion et de PIPEs conduit à la vérification de la concordance des informations portant sur la situation financière et les comptes ainsi que les informations financières historiques. À cette occasion, les CAC communiquent les informations qui sont manifestement incohérentes avec leur connaissance des entités et des opérations concernées. Les procédures de vérification des CAC peuvent prévoir les travaux suivants sur :

- des vérifications particulières relatives à la déclaration sur le fonds de roulement net du nouvel ensemble ;
- des vérifications particulières relatives à la déclaration sur le niveau des capitaux propres et de l'endettement du nouvel ensemble.

Ces vérifications nécessitent généralement une prise de connaissance des processus de construction de l'information financière, la réalisation d'entretiens avec la direction ainsi que des contrôles arithmétiques et de cohérence.

2. Revue des comptes pro forma

L'autre point d'attention de CAC concerne la publication d'informations pro forma. En effet, l'AMF définit, dans l'introduction de sa recommandation n°2013-08, l'information financière pro forma de la manière suivante : « *L'information pro forma vise à donner au lecteur, qu'il soit investisseur ou actionnaire, l'impact qu'aurait eu l'opération, objet de l'information pro forma, sur les états financiers historiques si cette opération s'était produite à une date antérieure à sa survenance réelle* »¹³⁷. Ainsi toute opération réalisée ou envisagée modifiant significativement les états financiers doit faire l'objet d'une publication d'informations pro forma. Il s'agit par exemple des opérations d'acquisition, de cession, de « *spin-off* » (scission), de « *carve-out* », de fusion ou encore d'apport partiel d'actif. Dans ces situations, l'AMF exige que « *les commissaires aux comptes rédigent un rapport spécifique dans le cadre d'un prospectus en application de l'article 20.2 de l'annexe I du Règlement Prospectus lorsque les informations pro forma sont présentées en dehors des comptes historiques* ». Dans cette situation, les commissaires aux comptes doivent attester que les informations financières

¹³⁷ AMF - Recommandation AMF n°2013-08 Information financière pro forma, Textes de références : Annexe II du règlement européen n°809/2004 sur le prospectus, articles 212-7 et 222-2 du règlement général de l'AMF, 17 mai 2013



communiquées sur le nouvel ensemble reposent sur une base conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur.

Ainsi, dans le cadre d'une opération de de-SPAC, les commissaires aux comptes réalisent plusieurs travaux sur les comptes pro forma du nouvel ensemble. Ces travaux comprennent quatre étapes identifiables :

- la prise de connaissance du processus d'établissement des informations financières pro forma ;
- la prise de connaissance des conventions retenues et de leur description dans le prospectus ;
- la vérification des informations sous-jacentes à l'établissement des informations financières pro forma ;
- la vérification du caractère approprié des ajustements pro forma

En pratique, l'AMF précise que l'élaboration d'une telle information requiert une nécessaire prudence et encourage les émetteurs à réfléchir à cet exercice le plus en amont possible afin de pouvoir identifier rapidement les éventuelles difficultés. Elle invite également les émetteurs à échanger sur ce sujet tant avec leurs commissaires aux comptes qu'avec les directions de l'AMF concernées (direction des affaires comptables et direction des émetteurs)¹³⁸.

Dans le cadre des travaux concernant les ajustements pro forma post-IBC, il peut être pertinent de retenir les phases suivantes :

1. détermination du traitement comptable de l'opération, notamment s'il s'agit d'une fusion ;
2. analyse des instruments financiers émis par la société cible ;
3. analyse des instruments financiers émis par le SPAC ;
4. analyse des PIPEs réalisés ;
5. analyse de la table de rédemption permettant d'estimer le taux de rédemption des actionnaires à l'annonce de l'IBC et donc les fonds qui seront prélevés sur le compte séquestre pour le remboursement ;
6. analyse des effets de la fusion le cas échéant ;

¹³⁸ AMF - Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels, 5 janvier 2022



7. analyse de sensibilité sur les PIPEs éventuels et sur l'exercice du droit de rédemption ;
8. analyse des frais de cotation du nouvel ensemble ;
9. analyse des frais de transaction relatifs à l'opération ;
10. analyse des impôts et taxes réglés par le nouvel ensemble à l'issue du rapprochement.

3. Considérations techniques sur le rapprochement d'entreprises

Enfin, les informations pro forma présentées dans le cadre du prospectus nécessitent une analyse préalable des considérations techniques de l'IBC, notamment lorsqu'il s'agit d'une fusion. En effet, l'AMF requiert l'identification de l'acq reur et le sens de l'opération, en s'appuyant sur la norme IFRS 3 – Regroupement d'entreprises.

Au regard des critères de la norme IFRS 3, les équipes de direction du SPAC, de la cible et leurs commissaires aux comptes doivent définir le sens de la fusion. La structure de la réflexion doit être basée sur plusieurs critères analysés conjointement et permettant de conclure sur le sens de l'opération :

- soit la structure de l'opération fait apparaître une entité prenant le contrôle ;
- soit il s'agit d'une fusion inversée dite de « *reverse acquisition* ».

Dans la construction de l'information financière pro forma, la qualification de l'opération en tant qu'acquisition inversée aura des conséquences sur la comptabilisation de l'acquisition, ainsi que sur la nature des ajustements pro forma, qui seront effectués pour harmoniser les comptes de l'émetteur avec les principes comptables de l'entité acquise juridiquement.

Dans le cadre d'une fusion impliquant un SPAC, si la contrepartie versée aux actionnaires de la cible est constituée de capitaux propres ou d'une combinaison d'espèces et de capitaux propres, il peut être difficile de déterminer quelle entité est l'acq reur au sens comptable. En effet, l'acq reur comptable est l'entité qui obtient le contrôle de l'entité survivante, mais il peut être diff rent de l'acq reur d'un point de vue juridique. La détermination de l'acq reur comptable aura bien sûr un impact sur le traitement comptable de la transaction.

Afin de répondre à cette problématique, la démarche à mettre en oeuvre peut consister à analyser plusieurs critères tels que :



- la répartition des droits de vote dans l'entité fusionnée : quelle est l'entité historique dont les anciens actionnaires ont la plus grande proportion des droits de vote dans l'entité fusionnée ?
- l'existence d'une participation minoritaire avec droit de vote dans le nouvel ensemble où aucun actionnaire ne dispose d'une participation importante avec droit de vote ;
- la répartition des membres des organes d'administration et de direction de l'entité fusionnée ;
- la parité d'échanges et primes par rapport à la valeur des actions avant la fusion ;
- les poids relatifs des entités : capitalisation boursière, revenus, profits, actifs.

En somme, l'analyse de ces critères permet de déterminer la forme que revêt la fusion et donc le traitement comptable approprié. Un tableau de synthèse comme celui présenté en figure X peut être utilisé. Comme exposé, si la société cible est absorbée juridiquement par le SPAC mais que les critères relatifs à la norme IFRS 3 identifient la société cible comme acquéreur, il s'agit d'une « *reverse acquisition* ».

Figure 24 - Répartition des critères relatifs à la norme IFRS 3

	SPAC	Société cible
Répartition des droits de vote		X
Existence d'une participation minoritaire avec droit de vote		X
Gouvernance de l'entité combinée		X
Parité d'échange et primes		X
Poids relatifs des entités		X
Type de fusion	Fusion absorption	« <i>Reverse acquisition</i> »



Section 4 - Les limites de l'étude

Par le développement du présent mémoire, nous avons souhaité proposer un diagnostic des risques et une méthodologie de construction de l'information financière des SPACs. En synthèse des entretiens réalisés et des documentations analysées, nous avons fait ressortir des tendances. Néanmoins, notre étude est restreinte, limitée au marché européen, et l'échantillon de SPACs ne comprend que des SPACs cotés et actifs en Europe. Les SPACs « en construction », dont les informations sont confidentielles et non communiquées sur le marché avant l'IPO, et qui pourraient représenter une population importante, ne sont pas étudiés.

D'autre part, les évolutions prévisibles présentées dans le corps de ce mémoire ne sont pas confirmées et résultent soit de tendances de marchés soit de travaux en cours, réalisés par des acteurs du marché. Ces évolutions ne sont en aucun cas définitives. Par ailleurs, une partie des propositions intégrées dans ce mémoire est conditionnée par l'évolution du cadre réglementaire et les décisions futures et officielles des organismes de régulation européens et internationaux.

Enfin, les propositions et recommandations du présent mémoire, bien qu'issues d'expériences professionnelles, ne sont pas nécessairement représentatives des travaux réalisés par tous les acteurs du marché. Les travaux réalisés par les commissaires aux comptes peuvent être plus ou moins approfondis. Dans le cadre de ce mémoire, nous avons souhaité développer le socle d'une approche méthodologique. Cette approche doit donc être adaptée en fonction des spécificités rencontrées par les professionnels.



CONCLUSION GÉNÉRALE

Le développement des SPACs dans le monde et notamment en Europe soulève de nombreuses problématiques comptables, fiscales et réglementaires. En l'absence de littérature académique sur ces sujets, la première partie du présent mémoire a été consacrée à la définition et au fonctionnement de ce véhicule complexe. Sous différents angles, cette partie rend compte de la performance des SPACs et des avantages et inconvénients de ce nouveau moyen de financement. En outre, la synthèse des publications professionnelles permet d'appréhender avec précision l'articulation juridique, financière et réglementaire de ces sociétés singulières. Les autorités de régulation des marchés financiers et les organismes normalisateurs en quête de sécurité pour les investisseurs, souhaitent construire un cadre clair en adéquation avec la complexité de ces nouveaux véhicules.

La seconde partie du mémoire donne l'opportunité d'analyser les communications financières des SPACs à l'échelle européenne. Les analyses menées sur un échantillon de 57 SPACs cotés en Europe démontrent des tendances tantôt communes et tantôt divergentes sur plusieurs aspects. Ainsi, nous nous sommes attachés à clarifier les problématiques singulières de classification des *founder* et des *market shares*, des *founder* et des *market warrants* ou encore des fonds placés sous séquestre. Les prises de position nettes du présent mémoire résultent donc d'analyses approfondies des critères de comptabilisation, d'une synthèse des publications professionnelles et d'un compte-rendu des travaux réalisés au cours de mon apprentissage.

L'étude de notre échantillon a également permis de contribuer à la construction de notre revue de l'information financière des SPACs. Dans le cadre du mémoire, nous avons souhaité proposer un guide méthodologique d'audit de l'information financière visant à harmoniser les publications des SPACs. En se positionnant dans le rôle du commissaire aux comptes, nous avons étudié l'ensemble des spécificités des SPACs, et notamment celles liées à leurs étapes clés : l'introduction en bourse et l'*Initial Business Combination*. Par une combinaison de données quantitatives et qualitatives, par des entretiens avec des professionnels du secteur et par une synthèse de littérature en la matière, nous avons construit un diagnostic de l'environnement et des risques des SPACs et proposé une méthodologie d'audit adéquate. Les



principes de contrôle de l'information financière définis dans ce mémoire permettent d'appréhender la totalité du cycle de vie d'un SPAC.

Le présent mémoire nous a aussi conduit à approfondir et expliquer les différentes discussions de place au sujet de ces véhicules. En se positionnant comme intermédiaires entre le management du SPAC, les avocats, les banquiers d'affaires et les autorités de régulation, les commissaires aux comptes parviennent à apprécier les enjeux réglementaires, comptables et fiscaux des SPACs et participent activement aux évolutions en cours. En effet, la complexité des SPACs et de leur environnement, en prenant en compte les opportunités identifiées par les acteurs du marché, fait de ces sociétés à vocation spécifique des véhicules en constante évolution. Cette évolution se traduit dans plusieurs domaines, notamment lors de la constitution du SPAC, lors de la détermination du *promote*, lors de l'*underwriting agreement*, lors de la publication du prospectus ou encore lors de la présentation des états financiers... Par ailleurs, en exploitant les entretiens réalisés, les documentations analysées et les travaux effectués en tant qu'auditeur nous avons souhaité apporter une valeur ajoutée à cette méthodologie. Notamment en cherchant à anticiper les situations et à déterminer les réflexes nécessaires en cas d'évolutions réglementaires, comptables ou fiscales.

Si ce mémoire devait trouver une suite, celle-ci pourrait inclure une analyse des enjeux réglementaires et financiers des SPACs sur d'autres places financières, notamment en Asie et aux Etats-Unis. Et outre cette extension géographique, elle pourrait confronter notre étude avec une analyse spécifiquement financière du SPAC : celle du banquier d'affaires.



BIBLIOGRAPHIE

Articles de presse économique

- Armandet, P. (13 avril 2021). *Le gendarme américain pointe les risques liés aux SPACs*. L'AGEFI.
- B. B. (15 avril 2021). *Face à ce boom, le gendarme américain des marchés passe à l'offensive*. Les Echos.
- B. B. (2 février 2021). *Pourquoi les investisseurs particuliers s'entichent des SPACs*. Les Echos.
- Barlow, C., Chitwood Howard, M., Gasaway, M., Noel, G. (26 janvier 2021). *The year of the SPAC*. Skadden.
- Bine, P. (2021). *De-SPAC et contrôle des investissements étrangers*. Option Droit & Affaires.
- Bauer, A. (6 avril 2021). *Le spatial s'enflamme en misant sur les SPACs, ces nouveaux chèques en blanc*. Les Echos.
- Boisseau, L. (15 mars 2021). *La fièvre des SPACs s'empare de l'Europe*. Les Echos.
- Boisseau, L. (16 mars 2021). *Un placement rentable à certaines conditions*. Les Echos.
- Bloch, R. (25 mars 2021). *Les SPACs nouveaux joujoux de la finance*. L'Express.
- Boisseau, L. (20 mai 2021). *Pourquoi les entreprises se bousculent pour entrer à la Bourse d'Amsterdam*. Les Echos.
- Boisseau, L. (21 août 2021). *Un procès met le SPAC de Bill Ackman en péril*. Les Echos.
- Boisseau, L. (22 août 2021). *Pour attirer les SPACs, la Bourse de Londres change ses règles*. Les Echos.
- Boisseau, L. (23 août 2021). *Contentieux, raids de vendeurs à découvert... Les SPACs attaqués de toutes parts*. Les Echos.
- Boisseau, L. (25 juin 2021). *Les SPACs prennent un virage à l'européenne*. Les Echos.
- Boisseau, L. (26 mars 2021). *Avantages et inconvénients d'un SPAC en cinq points*. Les Echos.



- Boisseau, L. (30 avril 2021). *La fièvre des introductions en Bourse gagne les marchés nationaux*. Les Echos.
- Boisseau, L. (30 septembre 2021). *Les investisseurs sortent de plus en plus souvent des SPACs avant le rachat de la société cible*. Les Echos.
- Boisseau, L., Rolland, S. (15 décembre 2020). *Le SPAC pourrait-il relancer les introductions en Bourse en France*. Les Echos.
- Bonneau, T. (2021). *Les SPACs et le droit français*. BRDA.
- Bouchand, B. (9 avril 2021). *La fièvre spéculative des particuliers retombe à Wall Street*. Les Echos.
- Bregeras, G. (26 mars 2021). *Bourse : Les SPACs, ces fonds qui emballent la French Tech*. Les Echos.
- Collen, V. (16 juin 2021). *Un premier SPAC français dans le secteur de l'énergie*. Les Echos.
- Cousin, C. (26 mars 2021). *Le fonds 360 Capital va lancer sur Euronext un SPAC dédié à la tech*. L'AGEFI.
- De Vilmorin, O., Berdou, A., Icardi, C. (2022). *Les opérations de de-SPAC en France*. Fusions & Acquisitions.
- Delmond, D., Venck, V. (20 juillet 2021). *Vivendi et UMG touchent du doigt les limites des SPACs*. L'AGEFI.
- Drif, A. (3 mai 2021). *Les fusions et acquisitions atteignent un record historique dans le monde*. Les Echos.
- Drif, A. (4 décembre 2020). *Capital investissement : les grands investisseurs internationaux ne croient pas aux SPACs*. Les Echos.
- E, L, L. (Mai 2021). *La donne change pour les fonds en bourse*. Private Equity Magazine.
- Garabedian, A. (16 février 2021). *L'Europe de la Bourse passe par les SPACs*. L'AGEFI.
- Hasbanian, E., Fabre, J. (2022). *Les SPACs sont un excellent outil pour un grand nombre de sociétés. C'est une offre complémentaire pour les entreprises qui souhaitent accéder à la bourse*. Fusions & Acquisitions.
- Joselin, F. (16 mars 2021). *Le SPAC devient une porte de sortie pour les anciens banquiers*. L'AGEFI.



- Koch, D. (2022). *Le SPAC est une alternative élégante à une introduction en bourse*. Fusions & Acquisitions.
- Lamont, D. (20 avril 2021). *Les SPACs revitalisent l'écosystème boursier*. L'AGEFI.
- Le Bret, H. (15 avril 2021). *Au secours, les SPACs arrivent*. Les Echos.
- Le Pelvé, K. (juin 2015). *Quelle société cible privilégier dans le cadre d'un SPAC*. L'usine nouvelle.
- Le Quintrec, F. (mars 2021). *SPAC : Le diable dans les détails*. L'AGEFI.
- Le Quintrec, F. (septembre 2020). *Introductions en Bourse : Tous les chemins mènent à Wall Street*. L'AGEFI.
- Le Vert, T., Paszkudzki, J. (2022). *SPACs : Un marché attentiste après une année 2021 record*. Fusions & Acquisitions.
- Madelin, T. (16 février 2021). *La finance, nouveau terrain de jeu des fonds*. Les Echos.
- Mallet, L. (22 mars 2021). *La SPAC, un dispositif de financement souple et basé sur la confiance*. Option Finance.
- Maudouit-Ridde, A. (2021). *SPAC : Nouvelles tendances*. Fusions & Acquisitions.
- Mayer / Brown. (2020). *What's the deal ? Special Purpose Acquisition Companies ("SPACs")*. Mayer / Brown.
- Ménasé, M. (2022). *SPAC : « Le sérieux, l'expertise et l'implication des fondateurs sont absolument indispensables »*. Fusions & Acquisitions.
- N'Diaye, S. (2022). *Nous sommes capables de proposer tous les services dont le SPAC a besoin pendant tout son cycle de vie*. Fusions & Acquisitions.
- Pelegrin, B. (2021). *Le SPAC est encore loin de faire l'unanimité dans la communauté financière*. Finance.
- Pelegrin, B. (2021). *Le SPAC, animal méconnu en France, décrypté par Maud Bakouche, associée chez Racine*. Finance.
- Pinaud, O. (16 avril 2021). *La place de Paris vante son attractivité pour les SPACs*. L'AGEFI.
- Pinaud, O. (2 février 2021). *Les SPACs deviennent la voie royale pour entrer en Bourse*. L'AGEFI.



- Pochard, L. (18 juin 2021). *La MACSF sponsorise un SPAC consacré au secteur technologique*. L'AGEFI.
- Poirier, J., Million, T. (2022). *L'enjeu du développement des SPACs en France*. Fusions & Acquisitions.
- Rameix, G. (16 novembre 2021). *SPAC : Limiter les risques*. Les Echos.
- Rauline, N. (14 octobre 2021). *Régulation : le gendarme des marchés américains sur tous les fronts*. Les Echos.
- Raynal, J. (23 juin 2021). *Les grandes ambitions de transition, le premier SPAC Européen dédié à l'énergie*. La Tribune.
- Rizzo, V., Le Gallo, J., Coppens, Q. (15 avril 2021). *Il est urgent d'accueillir des SPACs à la bourse de Paris*. La Tribune.
- Rolland, S. (15 avril 2021). *Pourquoi les SPACs ont plus de mal à émerger en Europe*. Les Echos.
- Sabatier, S., Maudouit-Ridde, A. (2021). *SPAC : Les clés d'une opération réussie*. Fusions & Acquisitions.
- Saïac, J., Sutour, J. (7 juin 2021). *SPAC : intérêt de la société d'acquisition à vocation spécifique*. Option Finance.
- Saoudi, S., Valensi, C., Lambert, Gilles. (2021). *Paris, place propice aux SPACs ?*. Option Droit & Affaires.
- Serrano, E. (31 mars 2021). *SPAC : un enjeu de place pour les capitales financières européennes*. La Tribune.
- The Economist. (2021). *Le spectaculaire essor des SPACs*. Le nouvel Economiste.
- Vergara, I. (25 juin 2021). *Le premier SPAC dédié à la tech entre à la Bourse de Paris*. Wansquare.

Bibliographie - Sites Internet

- Autorité des marchés financiers (15 avril 2021), *Le cadre juridique français permet d'accueillir les SPACs à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs*, Communication de l'AMF, 15 avril 2021, texte téléchargeable (<https://www.amf->



france.org/fr/actualites-publications/actualites/le-cadre-juridique-francais-permet-daccueillir-les-spac-paris-tout-en-veillant-la-protection-des).

- Commission européenne (2003), *Renforcer le contrôle légal des comptes dans l'Union Européenne*, Communication de la Commission au Conseil et au Parlement Européen, 21 mai, texte téléchargeable (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/docs/2003-05-commreinforcement_fr.pdf).
- <https://spacinsider.com>
- <https://www.spacresearch.com/newsletter?date=2022-01-10>

Bibliographie - Site Internet des SPACs composant l'échantillon

- 2MX ORGANIC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.2mxorganic.com>).
- 468 SPAC I SE, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://tonies.com/de-de/ir/>).
- 468 SPAC II SE, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.468cap.com>).
- ACCELER8 VENTURES PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://acceler8.ventures>).
- ACCOR ACQUISITION COMPANY, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://accoracquisitioncompany.com>).
- ADVANCEDADVT LIMITED, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.marwynac1.com/home/default.aspx>).
- ALIGRO PLANET ACQUISITION COMPANY AB, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://en.apac.se>).
- ANEMOI INTERNATIONAL LTD, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://anemoi-international.com>).
- BOANERGES LIMITED, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://weshopholdings.com>).
- BRIGADE-M3 EUROPEAN ACQUISITION CORP., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.brigadem3eac.com>).



- CITIUS RESOURCES PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://citiusrresources.co.uk>).
- CLIMATE TRANSITION CAPITAL ACQUISITION I B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://climatetransitioncapital.com>).
- CREASPAC AB, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.creaspac.co>).
- CRITICAL METALS PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.criticalmetals.co.uk>).
- CRYSTAL PEAK ACQUISITION, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.crystalpeak.tech/location-restricted>).
- CYBA PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://cybapl.com>).
- DEE TECH, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.deetech.eu>).
- DISRUPTIVE CAPITAL ACQUISITION COMPANY LIMITED, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://disruptivecapitalac.com/firewall/>).
- DUTCH STAR COMPANIES TWO B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.dutchstarcompanies.com/dutch-star-companies-two/>).
- EAST STAR RESOURCES PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.eaststarplc.com>).
- ENERGY TRANSITION PARTNERS B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.entpa.nl/home/default.aspx>).
- EPIC ACQUISITION CORP, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.epicacquisitioncorp.com>).
- ESG CORE INVESTMENTS B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://esgcoreinvestments.com>).
- EUROPEAN FINTECH IPO CO 1 BV, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.azerion.com>).
- EUROPEAN HEALTHCARE ACQUISITION & GROWTH COMPANY B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://ehc-company.com/websites/ehc/English/0/home.html>).
- GFJ ESG ACQUISITION I SE, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://gfj-esg.com/websites/gfj/English/0/home.html>).



- GP BULLHOUND ACQUISITION I SE, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.gpbullhound.com/spac/acquisition-i-se/>).
- HAMBRO PERKS ACQUISITION COMPANY, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.hambroperks.com>).
- HEDOSOPHIA EUROPEAN GROWTH, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.hedosophiaeuropiangrowth.eu>).
- HELIUM VENTURES PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://heliumvs.com>).
- HODL SPAC EUROPE AB, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://hodlspac.se/sv>).
- I2PO, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://i2po.com>).
- INDUSTRIAL STARS OF ITALY 4 S.P.A., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.indstars.it>).
- INSIGHT BUSINESS SUPPORT PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://insightbusinessuk.com>).
- LAKESTAR SPAC I SE, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://ir.hometogo.de/websites/hometogo/English/1/welcome-to-hometogo-se-investor-relations.html>).
- MARWYN ACQUISITION COMPANY II LIMITED, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://marwynac2.com>).
- MARWYN ACQUISITION COMPANY III LIMITED, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://marwynac3.com>).
- MEDIAWAN, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.mediawan.com>).
- MINING, MINERALS & METALS PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.mmmplc.com>).
- NEW AMSTERDAM INVEST N.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.newamsterdaminvest.nl/en>).
- OBOTECH ACQUISITION SE, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://obotechacquisition.com>).



- ODYSSEY ACQUISITION S.A., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://odyssey-acquisition.com>).
- PEGASUS ACQUISITION COMPANY EUROPE B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.pegasuseurope.com/restricted-access>).
- PEGASUS ENTREPRENEURIAL ACQUISITION COMPANY EUROPE B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.pegasuseurope.com/restricted-access>).
- PHARMA C INVESTMENTS PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.pharmacinvestments.com>).
- PINEAPPLE POWER CORPORATION PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.pineapple-powercorp.com>).
- REVO S.P.A., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.revo-spac.com/en/>).
- ROQUEFORT INVESTMENTS PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.roquefortplc.com>).
- SPEAR INVESTMENTS I B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.spearinvestments.com>).
- SPINNAKER ACQUISITIONS PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<http://spaq.co.uk>).
- TBD30, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://tbd30.se/en/>).
- TECC CAPITAL PLC, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://tecccapital.com>).
- TRANSITION SA, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://spactransition.com>).
- VAM INVESTMENTS SPAC B.V., *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://vaminvestments-spac.com>).
- VIRALA ACQUISITION COMPANY, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://www.virala.fi/fi>).
- VT5, *Etats financiers et prospectus, téléchargeable* (<https://vt5.ch/websites/vt5/English/1000/home.html>).



Bibliographie - Études professionnelles

- Auguste, C. S., Herman, A., Wechsler, E. S. (mars 2021). *A SPAC Primer*. M&A Monitor.
- Autorité des marchés financiers. (17 mai 2013). *Recommandation AMF n°2013-08 - Information financière pro forma*. Autorité des marchés financiers
- Autorité des marchés financiers. (29 avril 2021). *Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers*. Autorité des marchés financiers
- Autorité des marchés financiers. (29 avril 2021). *Modalités de dépôt et e publication des prospectus*. Autorité des marchés financiers
- Autorité des marchés financiers. (29 mars 2021). *Rapport annuel 2021*. Autorité des marchés financiers
- Autorité des marchés financiers. (5 janvier 2022). *Guide d'élaboration des documents d'enregistrement universels*. Autorité des marchés financiers
- Bazerman, M. (2021). *What you need to know - A guide for the curious and the perplexed*. Harvard Business Review.
- Capolaghi, L., Mounguia, M-L. (18 février 2021). *Les SPACs, un pas vers la démocratisation du Private Equity ?*. EY
- Clifford Chance's partners. (septembre 2021). *Guide to special purpose acquisition companies*. Clifford Chance.
- Delante, F., Amouri, N., Chopra, S. (2021). *The SPAC Stimulation*. Mazars
- Ebbinkhuijsen, N., Van den Toorn, R., Korf, D., Kornoukhova, V. (2021). *SPAC interim accounting insights*. KPMG
- ESMA. (15 juillet 2021). *SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations*. ESMA
- ESMA. (26 octobre 2021). *Agenda Item Request: Classification of SPAC shares as equity or liability (IAS 32)*. ESMA
- EY. (2021). *Applying IFRS - Accounting for SPACs - Updated November 2021*. EY
- Faugérolas, L., Cardon, C. (2011). *Les SPACs bientôt cotés en France ?*. Bulletin Joly Bourse



- Gillespie, D., Braeutigam, W., Malmberg, D., Waas, P., Rand, D., Chandra, V. (2020). *Private-Company CFO Considerations for SPAC Transactions*. Deloitte
- Gillespie, D., Braeutigam, W., Malmberg, D., Waas, P., Perdomo, A., Cilenti, E. (2020). *Accounting and SEC Reporting Considerations for SPAC Transactions*. Deloitte
- Grillet-Aubert, L. (juillet 2021). *SPAC : Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en Bourse*. Autorité des Marchés Financiers.
- HEC Paris - Club Finance. (2010). *Who are the SPAC invaders ?*. HEC Paris - Club Finance.
- Howe, J., O'Brien, S. (2019). *SPAC performance, ownership and corporate governance*.
- IASB. (2004). *International financial reporting standard (IFRS) No. 3: Business combinations*. Londres: International Accounting Standards Board.
- IFRS IC. (2021). *Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): Classification of Public Shares as Financial Liabilities or Equity (IAS 32)*. IFRS IC
- IFRS IC. (2021). *Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): Accounting for Warrants at Acquisition*. IFRS IC
- Klausner, M., Ohlrogge, M., Ruan, E. (2022). *A Sober look at SPACs*. ECGI
- Le club des juristes. (2021). *Paris : Place financière en première ligne pour les SPAC*. Le club des juristes - Commission ad hoc
- Moulin, F., Csonka, A. (24 mai 2021). *SPACs et fonds d'investissement, une frontière tenue*. Capital Finance
- Quiry, P., Le Fur, Y. (2022). *Pierre Vernimmen - Finance d'entreprise*.
- SEC. (25 mai 2021). *What you need to know about SPACs - Updated Investor Bulletin*. SEC.
- Shachmurove, Y., Vulcanovic, M. (2019). *Specified Purpose Acquisition Company IPOs*. The Oxford Handbook of IPOs
- Townsend, J. (2021). *Overview of SPACs and latest trends*. Attorney Advertising.
- Training you. (2021). *SPAC Tout comprendre sur le phénomène à la mode de la finance*. Training you
- Vulcanovic, M., Shachmurove, Y. (2018). *SPAC IPOs*, EDHEC



- White & Case. (2022). *European SPAC & De-SPAC Data & statistics roundup*. White & Case
- Zhu, K. Brannan, J. (2019). *SPACs : a big deal again*. KPMG



LISTE DES TABLEAUX

- Figure 1 - Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale, par grande juridiction de domiciliation des fonds
- Figure 2 - Répartition des encours au T4-2020 et évolution par grandes régions de domiciliation des fonds
- Figure 3 - Tableau comparatif des sources de financements
- Figure 4 - Comparaison des rendements moyens des SPACs
- Figure 5 - Apports des titres de la cible
- Figure 6 - Acquisition de la cible en numéraire
- Figure 7 - Fusion du SPAC avec la cible
- Figure 8 : Historique des SPACs en Europe
- Figure 9 : Les SPACs en Europe
- Figure 10 : Places de cotation des SPACs en Europe
- Figure 11 : Maturité des SPACs en Europe
- Figure 12 : Classification du compte séquestre
- Figure 13 : Classification des *market shares*
- Figure 14 : Classification des *founder shares*
- Figure 15 : Classification des *market warrants*
- Figure 16 : Classification des *founder warrants*
- Figure 17 : Traitement des frais liés à l'IPO
- Figure 18 : Engagements hors bilan
- Figure 19 : Transactions avec les parties liées
- Figure 20 : IFRS 2 - Paiement basé sur des actions
- Figure 21 : Assujettissement à la TVA
- Figure 22 : Imposition différée
- Figure 23 : Matrice de risque d'anomalie significative
- Figure 24 : Répartition des critères relatifs à la norme IFRS 3



ANNEXES

Annexe 1 - Les étapes d'un SPAC traditionnel

Annexe 2 - Fiche technique d'un SPAC traditionnel

Annexe 3 - Le cycle de vie d'un SPAC jusqu'à l'IBC

Annexe 4 - Guide d'entretien - Associé - Cabinet d'audit

Annexe 5 - Guide d'entretien - Managing Director - Banque d'affaires

Annexe 6 - Guide d'entretien - Annie Maudouit-Ridde - Associée Winston & Strawn

Annexe 7 - Guide d'entretien - Pierre Villadary - Autorité des marchés financiers

Annexe 8 - Guide d'entretien - Bruno Laffont - Counsel Racine

Annexe 9 - Guide d'entretien - Isabelle Toure Farah - Counsel White & Case

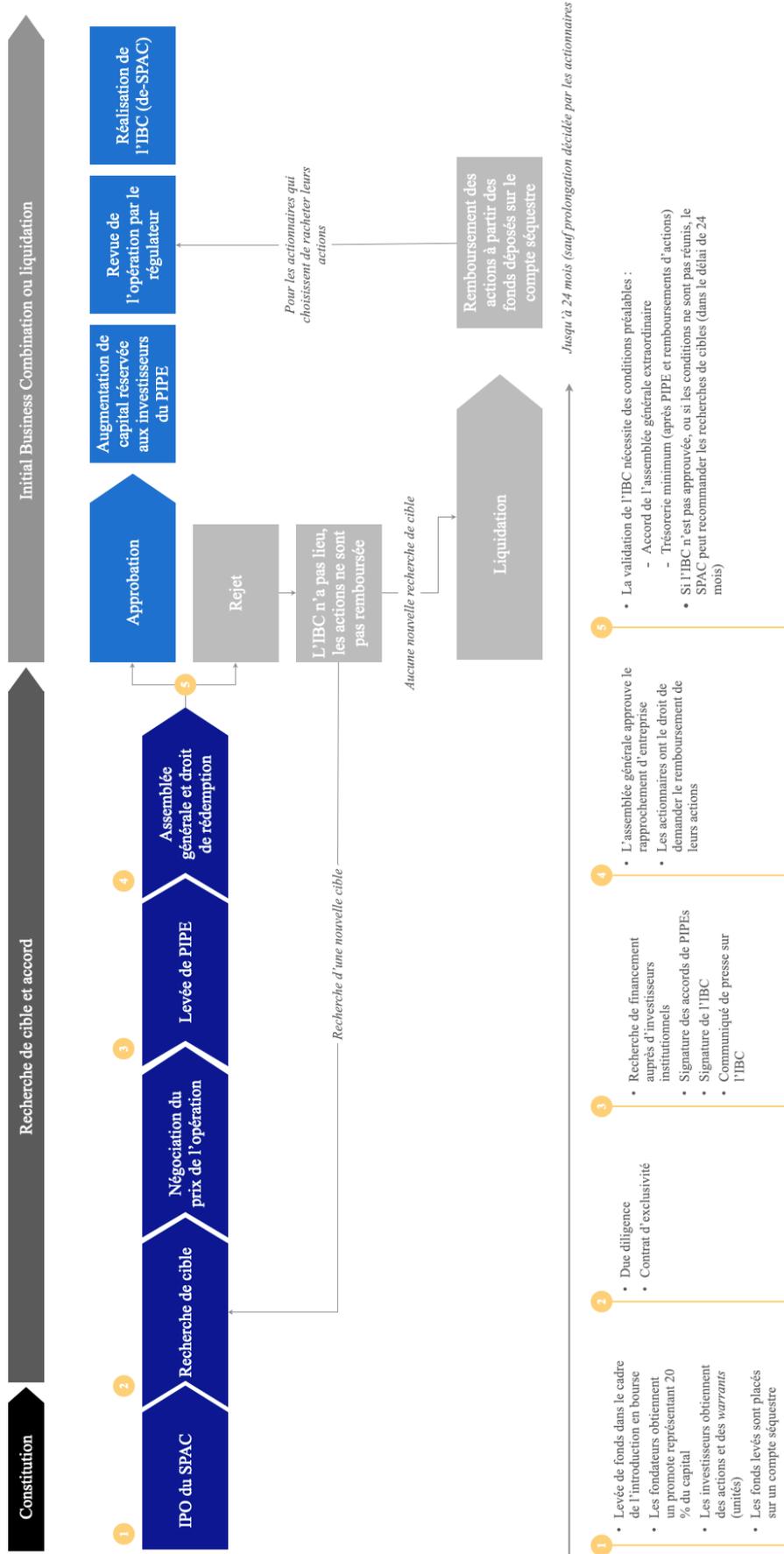
Annexe 10 - Echantillon des SPACs européens étudiés

Annexe 11 - Liste des Underwriters en Europe



A N N E X E 1

Les étapes d'un SPAC traditionnel



A N N E X E 2

Fiche technique d'un SPAC traditionnel (en anglais)

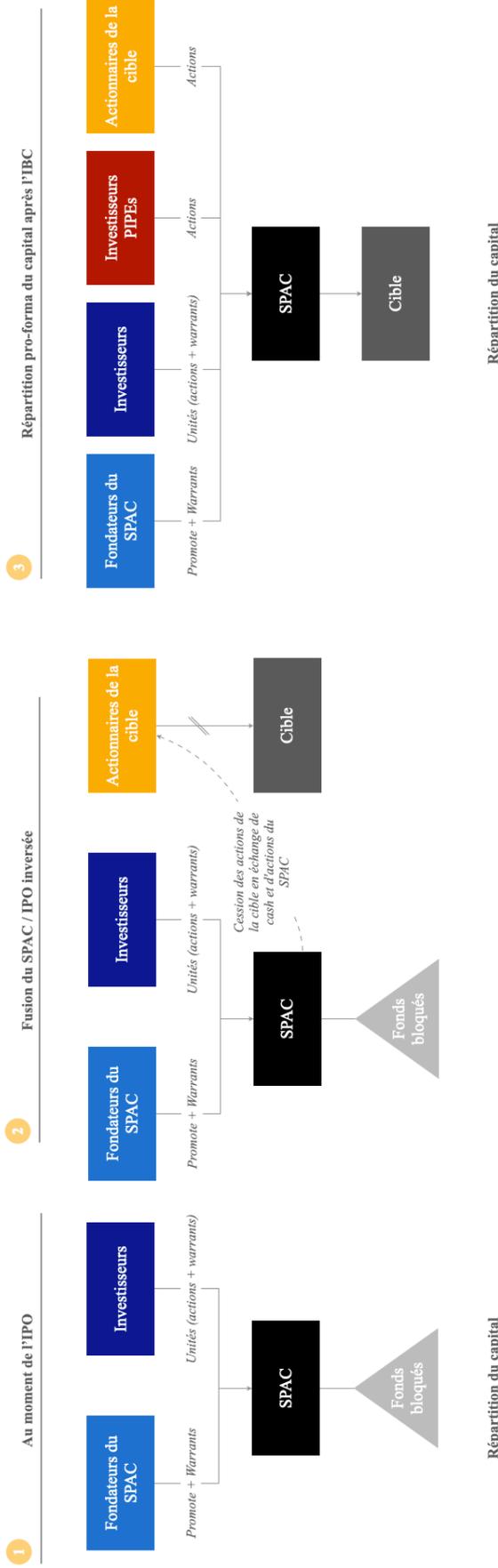
Issuer	Acquisition Corp.
Target industries	TBD - can be « general » or industry-specific
Currency	EUR ou USD
Listing Venue	TBD
IPO Price	\$/€ 10.00 per units
IPO Size	\$/€ 300m / 30 m units Shoe : option to purchase up to an additional 15% of the units in the public offering
Unit Structure	1 unit = 1 share of common stock + 1 warrant Warrants coverage ratio : 2-3 warrants to have
Acquisition period	SPAC will liquidate if it does not complete a transaction within 24 months - potential 6 months extension option
IPO Proceeds Held in Trust	100% (if EUR issuance, negative rates typically covered by the Sponsor)
Forward Purchase Agreement	Ability for the sponsor to commit or retain the option to subscribe to additional units at the time of business combination
Sponsor Order at IPO	Ability for the sponsor to put an order in the IPO book of demand
Public Warrant Structure	€ 11.50 strike (struck 15% out-of-the-money), 5 year expiry post business combination, forced conversion at € 18.00 per share
Sponsor Promote	20% of common equity on an as-converted basis subject to certain anti-dilution rights (potentially staggered depending on share price)
Sponsor Warrants	x m warrants = € m / € warrant price. € 11.50 strike, 5 year expiry post business combination, non-callable
Sponsor At Risk Capital	€ m (bein Sponsor warrant purchase price) to cover underwriting fees dan capital for searching for targets
Sponsor Lock-up	Standard sponsor lock up expire 1 year post business combination or if shares trade above € 12 for 20 out of 30 day period beginning 150 days post business combination
Acquisition approval	Shareholder vote on acquisition
Redemption rights	Yes - right to redeem the shares at the IPO price upon acquisition or liquidation, i.e. ability to recoup full investment in any cases Redemption tight not mutually exclusive with shareholder vote and ability to keep warrants
Maximum Ownership	No single shareholder has an ownership level equal or higher than 30% i.e. that would trigger potential mandatory tender offer



Le cycle de vie d'un SPAC jusqu'à l'IBC

Principales estimations

- Taille du SPAC : 300 M€ (10 € par unités)
- *Promote* des fondateurs : 20 % (7,5 millions d'actions avant exercice des *warrants*)
- Investisseurs lors de l'IPO : 80 % (30 millions d'actions avant exercice des *warrants*)
- Investissement PIPEs : 100 M€ (10 millions d'actions)
- Valorisation de la cible : 1 milliard d'euros (Equity value 800 M€, Dette Nette 200 M€)
- Condition : Utilisation de 100% des fonds levés pour financer l'IBC (Taux de redemption nul)



A N N E X E 4

GUIDE D'ENTRETIEN - ASSOCIÉ - CABINET D'AUDIT

1. Quels sont les rôles du management, des sponsors et de la thèse d'investissement dans les succès ou échecs des SPACs ?

THÈME 1 - COMMISSARIAT AUX COMPTES

2. Dans le cadre des opérations faisant intervenir des SPACs, quels sont les risques auxquels le commissaire aux comptes doit prêter une attention particulière ?
3. Les SPACs présentent de nombreuses spécificités, notamment comptables et réglementaires ? Comment les appréhendez-vous au sein du cabinet ?
4. Comment déterminez-vous la classification des market shares émises lors de l'IPO ? Quels sont les autres points d'attention et comment les étudiez-vous ?
5. La récente annonce du rapprochement du SPAC Dee Tech avec Colis privé génère de nouvelles problématiques. Quel est le rôle des CAC dans les opérations de de-SPAC ?
6. Comment participez-vous, avec votre entreprise, aux discussions de place au sujet des SPACs ?

THÈME 2 - ASPECTS INTERNATIONAUX ET CONTENTIEUX

7. Selon vous, comment les sponsors des SPACs gèrent-ils les divergences de réglementation entre les différentes places financières ?
8. Pensez-vous que le changement des règles de cotation des SPACs au Royaume-Uni aura un impact sur les opérations futures ?
9. Comment le management des SPACs gère-il les contentieux et les litiges avec les actionnaires, notamment au moment de l'IBC ? Quels impacts cela peut-il avoir sur la mission des CAC ?



A N N E X E 5

GUIDE D'ENTRETIEN - MANAGING DIRECTOR - BANQUE D'AFFAIRES**THÈME 1 - VOS EXPÉRIENCES**

1. Quels sont les rôles du management, des sponsors et de la thèse d'investissement dans les succès ou échecs des SPACs ?
2. Comment gérer efficacement la recherche de financements, de PIPE, la gestion des conflits d'intérêts et les dilutions de l'actionnariat pour garantir le succès de l'opération ?
3. Quels sont les régimes d'actions et d'obligations que vous privilégiez dans le cadre de vos opérations ? Quelles sont celles attribuées aux sponsors, au management, aux investisseurs initiaux et aux nouveaux investisseurs ?
4. Pensez-vous à des améliorations dans la structuration des montages sous forme de SPAC ?

THÈME 2 - ASPECTS INTERNATIONAUX

5. Lors de la table ronde, vous nous expliquiez que la place parisienne était propice à la cotation de SPAC grâce à sa réglementation et grâce à la protection accordée aux investisseurs. Comment expliquez-vous le manque d'appétence pour ce type véhicule en Europe par rapport aux Etats-Unis ?
6. Comment gérez-vous les divergences de réglementation entre les différentes places financières ? Selon vous, quel impact le changement des règles de cotation des SPACs au Royaume-Uni aura-t-il sur les opérations futures ?
7. Nous avons assisté à des acquisitions de plusieurs sociétés européennes par des SPACs cotés à Wall Street. Quels sont les avantages et inconvénients de ce type d'investissement transatlantique ? Cela ne traduit-il pas une pénurie de cible dans le vivier américain ?



THÈME 3 - LITIGES ET CONTENTIEUX

8. Comment le management du SPAC gère-il les contentieux et les litiges avec les actionnaires, notamment au moment de l'IBC ?
9. Récemment, le milliardaire américain Bill Ackman a été contraint de revoir le montage financier de son SPAC « Pershing Square Tontine Holdings » à la suite d'une plainte d'un actionnaire. Bill Ackman précisait à la SEC qu'il était prêt à rendre cette somme si elle approuvait un nouveau véhicule, le SPARC (Special Purpose Acquisition Rights Company). Que pensez-vous de cette affaire ?



A N N E X E 6

GUIDE D'ENTRETIEN - ANNIE MAUDOUT-RIDDE - WINSTON & STRAWN**THÈME 1 - VOS EXPÉRIENCES**

1. Au sein de votre cabinet, de quelle manière conseillez-vous vos clients lors des étapes clés des SPACs ?
2. Pensez-vous que la société en commandite par actions constitue une forme juridique intéressante pour les SPACs ? Selon vous, si le cadre juridique de la société européenne était assoupli, cette structure juridique constituerait-elle une forme privilégiée par les SPACs en Europe ?
3. Quels sont les risques spécifiques nécessitant une attention particulière de la part des fondateurs, des investisseurs et des autorités de régulation ?
4. Selon vous, les récentes annonces d'IBC vont-elles dynamiser le marché des SPACs ? Quel avenir envisagez-vous pour les SPACs en France et en Europe ?

THÈME 2 - ASPECTS INTERNATIONAUX ET ÉVOLUTIONS DES SPACs

5. Comment gérez-vous les divergences de réglementation entre les différentes places financières ? Comment la place parisienne pourrait-elle accroître son attractivité en matière de SPAC ?
6. Le principal risque des SPACs est lié au mauvais alignement des intérêts des fondateurs avec ceux des investisseurs. Dans l'une de vos publications dans la revue Fusions & Acquisitions, vous mentionnez plusieurs tendances en matière de SPAC. Notamment l'investissement complémentaire pari passu des fondateurs lors de l'IPO, le staggered promote, l'adaptation du forward purchase agreement ou encore la renonciation aux founder shares. Pourriez-vous nous en dire plus s'il vous plaît ?
7. Avez-vous identifié d'autres améliorations dans la structuration des SPACs ? Dans un rapport de décembre 2021, une commission ad hoc du club des juristes a soulevé plusieurs pistes telles que l'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées



ou l'assouplissement du régime de la délégation et de l'augmentation de capital. Qu'en pensez-vous ?

8. Pensez-vous que le développement d'un prospectus standardisé pour les SPACs serait une bonne chose pour le marché français ?
9. Les modalités de fonctionnement de certains véhicules récents s'éloignent parfois du modèle traditionnel. 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. Pensez-vous qu'il s'agisse d'une évolution positive du marché ?



A N N E X E 7

**GUIDE D'ENTRETIEN - PIERRE VILLADARY - AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS****THÈME 1 - VOS EXPÉRIENCES**

1. Quels sont les risques spécifiques nécessitant une attention particulière de la part des fondateurs, des investisseurs et de l'AMF ?
2. Les SPACs présentent de nombreuses spécificités, notamment comptables ? Comment les appréhendez-vous au sein de l'AMF en attendant les décisions définitives de l'IFRS IC ?
3. Selon vous, les récentes annonces d'IBC vont-elles dynamiser le marché des SPACs ? Quel avenir envisagez-vous pour les SPACs en France et en Europe ?
4. Comment participez-vous, avec l'AMF, aux discussions de place au sujet des SPACs ?

THÈME 2 - ASPECTS INTERNATIONAUX ET ÉVOLUTIONS DES SPACs

5. Comment les fondateurs des SPACs et leurs conseils gèrent-ils les divergences de réglementation entre les différentes places financières ? Comment la place parisienne pourrait-elle accroître son attractivité en matière de SPAC ?
6. Avez-vous identifié des axes d'améliorations dans la structuration des SPACs ? Dans un rapport de décembre 2021, une commission ad hoc du club des juristes a soulevé plusieurs pistes telles que l'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées ou l'assouplissement du régime de la délégation et de l'augmentation de capital. Qu'en pensez-vous ?
7. Pensez-vous que le développement d'un prospectus standardisé pour les SPACs serait une bonne chose pour le marché européen ?
8. Les récentes annonces de la SEC aux Etats-Unis vont vers un durcissement de la réglementation américaine. L'autorité de régulation souhaite accroître la transparence financière des SPACs et responsabiliser davantage les conseils. Que pensez-vous de cette évolution ? Pourrait-elle rediriger les fondateurs de SPACs vers les places européennes ?



9. Jusqu'à présent, l'AMF n'a pas exigé que l'opération d'IBC soit approuvée par l'assemblée générale. Pensez-vous que cela pourrait évoluer compte tenu des pratiques de marché de certains SPACs et des règles applicables sur d'autres places financières ?
10. Selon vous, quelles sont les principales problématiques soulevées par les opérations de de-SPAC transfrontalières, notamment extra-européennes ?
11. Les modalités de fonctionnement de certains véhicules récents s'éloignent parfois du modèle traditionnel. 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. Pensez-vous qu'il s'agit d'une évolution positive du marché ?



A N N E X E 8

GUIDE D'ENTRETIEN - BRUNO LAFFONT - RACINE**THÈME 1 - VOS EXPÉRIENCES**

1. Au sein de votre cabinet, de quelle manière conseillez-vous vos clients lors des étapes clés des SPACs ?
2. Pensez-vous que la société en commandite par actions constitue une forme juridique intéressante pour les SPACs ? Quels sont les avantages de la société européenne dans la création d'un SPAC ?
3. Quels sont les risques spécifiques nécessitant une attention particulière de la part des fondateurs, des investisseurs et des autorités de régulation ?
4. Selon vous, les récentes annonces d'IBC vont-elles dynamiser le marché des SPACs ? Quel avenir envisagez-vous pour les SPACs en France et en Europe ?
5. Vous avez participé à la rédaction du rapport de club des juristes publié en décembre 2021. À cette occasion, plusieurs pistes d'amélioration du cadre juridique des SPACs ont été proposées. Il s'agissait notamment de l'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées ou de l'assouplissement du régime de la délégation et de l'augmentation de capital. Avez-vous identifié d'autres améliorations à mettre en oeuvre dans la structuration des SPACs ? D'autre part, pensez-vous que le développement d'un prospectus standardisé pour les SPACs serait une bonne chose pour le marché européen ?

THÈME 2 - ASPECTS INTERNATIONAUX ET ÉVOLUTIONS DES SPACs

6. Comment gérez-vous les divergences de réglementation entre les différentes places financières ? Comment la place parisienne pourrait-elle accroître son attractivité en matière de SPAC ?
7. Les récentes annonces de la SEC aux Etats-Unis vont vers un durcissement de la réglementation américaine. L'autorité de régulation souhaite accroître la transparence



- financière des SPACs et responsabiliser davantage les conseils. Que pensez-vous de cette évolution ? Pourrait-elle rediriger les fondateurs de SPACs vers les places européennes ?
8. Jusqu'à présent, l'AMF n'a pas exigé que l'opération d'IBC soit approuvée par l'assemblée générale. Pensez-vous que cela pourrait évoluer compte tenu des pratiques de marché de certains SPACs et des règles applicables sur d'autres places financières ?
 9. Selon vous, quelles sont les principales problématiques soulevées par les opérations de de-SPAC transfrontalières et notamment extra-européennes ?
 10. Les modalités de fonctionnement de certains véhicules récents s'éloignent parfois du modèle traditionnel. 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. Pensez-vous qu'il s'agit d'une évolution positive du marché ?



A N N E X E 9

GUIDE D'ENTRETIEN - ISABELLE TOURE FARAH - WHITE & CASE**THÈME 1 - VOS EXPÉRIENCES**

1. Au sein de votre cabinet, de quelle manière conseillez-vous vos clients lors des étapes clés des SPACs ?
2. Pensez-vous que la société en commandite par actions constitue une forme juridique intéressante pour les SPACs ? Quels sont les avantages de la société européenne dans la création d'un SPAC ?
3. Quels sont les risques spécifiques nécessitant une attention particulière de la part des fondateurs, des investisseurs et des autorités de régulation ?
4. Selon vous, les récentes annonces d'IBC vont-elles dynamiser le marché des SPACs ? Quel avenir envisagez-vous pour les SPACs en France et en Europe ?

THÈME 2 - ASPECTS INTERNATIONAUX ET ÉVOLUTIONS DES SPACs

5. Comment gérez-vous les divergences de réglementation entre les différentes places financières ? Comment la place parisienne pourrait-elle accroître son attractivité en matière de SPAC ?
6. Avez-vous identifié des améliorations dans la structuration des SPACs ? Dans un rapport de décembre 2021, une commission ad hoc du club des juristes a soulevé plusieurs pistes telles que l'introduction du droit de vote multiple dans les sociétés cotées ou l'assouplissement du régime de la délégation et de l'augmentation de capital. Qu'en pensez-vous ? D'autre part, pensez-vous que le développement d'un prospectus standardisé pour les SPACs serait une bonne chose pour le marché européen ?
7. Les récentes annonces de la SEC aux Etats-Unis vont vers un durcissement de la réglementation américaine. L'autorité de régulation souhaite accroître la transparence financière des SPACs et responsabiliser davantage les conseils. Que pensez-vous de cette évolution ? Pourrait-elle rediriger les fondateurs de SPACs vers les places européennes ?



8. Jusqu'à présent, l'AMF n'a pas exigé que l'opération d'IBC soit approuvée par l'assemblée générale. Pensez-vous que cela pourrait évoluer compte tenu des pratiques de marché de certains SPACs et des règles applicables sur d'autres places financières ?
9. Selon vous, quelles sont les principales problématiques soulevées par les opérations de de-SPAC transfrontalières, notamment extra-européennes ?
10. Les modalités de fonctionnement de certains véhicules récents s'éloignent parfois du modèle traditionnel. 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. Pensez-vous qu'il s'agit d'une évolution positive du marché ?



A N N E X E 1 0

Échantillon des SPACs européens étudiés

Noms	Etape du SPAC	Place de cotation	Pays	Date de cotation	Montant levé (M€)
TECC CAPITAL PLC	Searching	Aquis Stock Exchange	Royaume-Uni	03/06/2021	580,00
PHARMA C INVESTMENTS PLC	Searching	Aquis Stock Exchange	Royaume-Uni	26/05/2021	1,10
HELIUM VENTURES PLC	Searching	Aquis Stock Exchange	Royaume-Uni	08/07/2021	1,00
BOANERGES LIMITED	Searching	Aquis Stock Exchange	Royaume-Uni	17/05/2021	0,60
REVO S.P.A.	Merging-Phase	Borsa Italiana	Italie	26/05/2021	220,00
INDUSTRIAL STARS OF ITALY 4 S.P.A.	Searching	Borsa Italiana	Italie	04/07/2021	138,00
VAM INVESTMENTS SPAC B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	19/07/2021	210,00
SPEAR INVESTMENTS I B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	11/11/2021	175,00
PEGASUS ACQUISITION COMPANY EUROPE B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	29/04/2021	500,00
PEGASUS ENTREPRENEURIAL ACQUISITION COMPANY EUROPE B.V.	Merging-Phase	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	10/12/2021	210,00
NEW AMSTERDAM INVEST N.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	06/07/2021	50,00
HEDOSOPHIA EUROPEAN GROWTH	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	14/05/2021	400,00
GP BULLHOUND ACQUISITION I SE	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	03/02/2022	200,00
EPIC ACQUISITION CORP	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	06/12/2021	150,00
ENERGY TRANSITION PARTNERS B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	19/07/2021	175,00
EUROPEAN HEALTHCARE ACQUISITION & GROWTH COMPANY B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	18/11/2021	200,00
DUTCH STAR COMPANIES TWO B.V.	Merging-Phase	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	19/11/2020	110,00
DISRUPTIVE CAPITAL ACQUISITION COMPANY LIMITED	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	07/10/2021	125,00
CRYSTAL PEAK ACQUISITION	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	22/06/2021	150,00
ODYSSEY ACQUISITION S.A.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	02/07/2021	300,00
ESG CORE INVESTMENTS B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	12/02/2021	250,00
EUROPEAN FINTECH IPO CO 1 BV	Merging-Phase	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	26/03/2021	415,00
CLIMATE TRANSITION CAPITAL ACQUISITION I B.V.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	02/07/2021	190,00
BRIGADE-M3 EUROPEAN ACQUISITION CORP.	Searching	Euronext Amsterdam	Pays-Bas	10/12/2021	250,00
DEE TECH	Searching	Euronext Paris	France	17/06/2021	165,00
2MX ORGANIC	Merging-Phase	Euronext Paris	France	09/12/2020	300,00
TRANSITION SA	Searching	Euronext Paris	France	22/06/2021	215,00
MEDIAWAN	Deal-Closed	Euronext Paris	France	12/04/2016	250,00



I2PO	Merging-Phase	Euronext Paris	France	20/07/2021	275,00
ACCOR ACQUISITION COMPANY	Searching	Euronext Paris	France	01/06/2021	300,00
468 SPAC I SE	Deal-Closed	Frankfurt Stock Exchange	Allemagne	30/04/2021	300,00
468 SPAC II SE	Searching	Frankfurt Stock Exchange	Allemagne	20/01/2022	250,00
OBOTECH ACQUISITION SE	Searching	Frankfurt Stock Exchange	Allemagne	04/05/2021	200,00
LAKESTAR SPAC I SE	Deal-Closed	Frankfurt Stock Exchange	Allemagne	22/02/2021	275,00
GFJ ESG ACQUISITION I SE	Merging-Phase	Frankfurt Stock Exchange	Allemagne	19/10/2021	150,00
SPINNAKER ACQUISITIONS PLC	Merging-Phase	London Stock Exchange	Royaume-Uni	28/07/2021	4,40
ROQUEFORT INVESTMENTS PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	22/03/2021	3,00
EAST STAR RESOURCES PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	04/05/2021	2,00
CRITICAL METALS PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	29/09/2020	0,80
CITIUS RESOURCES PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	25/08/2021	1,10
PINEAPPLE POWER CORPORATION PLC	Merging-Phase	London Stock Exchange	Royaume-Uni	24/12/2020	Non connu
MINING, MINERALS & METALS PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	06/03/2020	1,30
ADVANCEDADVT LIMITED	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	04/12/2020	130,00
HAMBRO PERKS ACQUISITION COMPANY	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	25/11/2021	200,00
MARWYN ACQUISITION COMPANY III LIMITED	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	20/04/2021	500,00
MARWYN ACQUISITION COMPANY II LIMITED	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	04/12/2020	500,00
INSIGHT BUSINESS SUPPORT PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	08/07/2021	0,70
CYBA PLC	Merging-Phase	London Stock Exchange	Royaume-Uni	08/03/2021	4,00
ANEMOI INTERNATIONAL LTD	Merging-Phase	London Stock Exchange	Royaume-Uni	26/10/2020	Indisponible
ACCELER8 VENTURES PLC	Searching	London Stock Exchange	Royaume-Uni	19/07/2021	0,30
VIRALA ACQUISITION COMPANY	Deal-Closed	Nasdaq Helsinki	Finlande	29/06/2021	107,00
CREASPAC AB	Searching	Nasdaq Stockholm	Suède	23/06/2021	6,00
CREASPAC AB	Searching	Nasdaq Stockholm	Suède	25/03/2021	300,00
TBD30	Searching	Nasdaq Stockholm	Suède	24/06/2021	75,00
ALIGRO PLANET ACQUISITION COMPANY AB	Searching	Nasdaq Stockholm	Suède	26/05/2021	0,09
VT5	Pre-IPO	SIX	Suisse	15/12/2021	190,00
HODL SPAC EUROPE AB	Pre-IPO	Spotlight Stockholm	Suède	21/01/2022	50,00



A N N E X E 1 1

Liste des Underwriters en Europe

Banques	Nombre de SPACs accompagnés
ABN AMRO	8
Academy Securities	2
Alpha FX	2
AmeriVet Securities	3
Artemis Beteiligungen I AG	1
B. Riley FBR, Inc.	2
B. Riley Securities, Inc.	3
Banque Internationale à Luxembourg S.A	1
Barclays	4
Beech Hill Securities, Inc.	1
Berenberg and Kempen & Co	1
BNP Paribas	2
BofA Securities, Inc.	6
Brookline Capital Markets, a division of Arcadia Securities, LLC	1
BTIG	2
Cantor Fitzgerald & Co	3
Cashplus	1
CastleOak Securities, L.P.	1
Chardan Capital Markets	2
Chardan Capital Markets LLC	1
Citibank	1
Citigroup Global Markets	21
Cowen and Company, LLC	1
Crédit Industriel et Commercial S.A	1
Credit Suisse	11
Dawson James Securities, Inc.	1
Deutsche Bank	12
Drexel Hamilton, LLC	4
EarlyBirdCapital, Inc.	5
EFG Bank AG, Zurich	1
Evercore Group L.L.C.	1
Goldman Sachs	17
HSBC UK Bank Plc	1
I-Bankers Securities, Inc.	9
Ingalls & Snyder LLC	1
Ingalls & Snyder, LLC	1
J.P. Morgan	15
Jefferies	6
Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG	4
JonesTrading Institutional Services LLC	1
Keefe, Bruyette & Woods, Inc	1
Kingswood Capital Markets, division of Benchmark Investments, Inc.	1
Ladenburg Thalmann	3
LifeSci Capital	2
Loop Capital Markets	2
Mizuho Securities USA LLC	2
Moelis & Company LLC	1
Morgan Stanley	6
Natixis	1
Nomura Securities International, Inc.	1
ODDO BHF SCA	1
Oppenheimer & Co. Inc.	2
Point Break Capital LP	1



Privatbank IHAG Zürich AG	1
R. Seelaus & Co., LLC	1
Robert W. Baird & Co. Incorporated	1
Scotia Capital (USA) Inc.	1
Siebert Williams Shank & Co., LLC	1
Société Générale	4
SoFi Securities, LLC	1
Tigress Financial Partners LLC	1
UBS Investment Bank	6
UniCredit	1
Van Lanschot Kempen Wealth Management N.V.	1
VTB Capital	2
Wells Fargo Securities, LLC	1
WestPark Securities, Inc.	1
William Blair & Company, L.L.C.	1
Xtellus Capital Partners, Inc.	1



INDEX

1. Actions de préférence (Article L228-11 du Code de commerce) : Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Ces droits sont définis par les statuts et, pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation.
2. Autorité des marchés financiers (Autorité des marchés financiers) : Autorité publique indépendante qui a pour mission de veiller à la protection de l'épargne investie en produits financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés.
3. Bons de souscriptions d'actions (Vernimmen 2022) : Un bon de souscription est un instrument financier dérivé à valeur mobilière permettant de souscrire pendant une période déterminée à un autre titre financier à une quantité et à un prix fixés à l'avance. Le bon de souscription est émis par une société.
4. Bookrunner (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Il s'agit du principal souscripteur ou coordinateur dans l'émission de nouveaux instruments de capitaux propres, de dette ou de titres. Le *bookrunner* est la société de souscription principale qui gère ou est en charge des livres dans la banque d'investissement. Le teneur de livre se syndique généralement avec d'autres banques d'investissement afin de réduire son risque.
5. Capital total à risque (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : L'investissement des fondateurs dans les *warrants* du placement privé est appelé « capital à risque » car si le SPAC ne réalise pas un regroupement d'entreprises, le montant du « capital à risque » est perdu.
6. Commissaires aux comptes (CNCC) : Le Commissaire aux Comptes (CAC) est un auditeur légal et externe à l'entreprise. Il intervient pour vérifier la sincérité et la conformité des données financières de l'entreprise avec les normes en vigueur. Il réalise pour cela un audit légal, dont la procédure est strictement définie par la loi. La mission du commissaire aux comptes est d'intérêt général puisqu'il est à même de certifier les comptes annuels d'une entreprise pour l'administration fiscale et pour l'État.



7. Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) : instance représentative de la profession en France. Structure dynamique, elle agit auprès des professionnels, des pouvoirs publics, des régulateurs et anime l'ensemble du réseau régional.
8. Compte séquestre : Les comptes séquestres sont utilisés pour le stockage temporaire de fonds de tiers dans le cadre de transactions en tant que comptes fiduciaires. L'argent reste sur le compte séquestre jusqu'à ce que toutes les obligations contractuelles du contrat d'achat immobilier soient remplies.
9. Date de cotation (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : La date à laquelle les unités/actions du SPAC sont cotées en bourse.
10. Directive Alternative Investment Fund Manager (Wikipedia): la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs fixe un cadre européen harmonisé concernant l'agrément, les activités et la transparence des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) qui gèrent et/ou commercialisent des FIA dans l'Union européenne. Elle simplifie le cadre juridique de la gestion d'actifs tout en renforçant la protection des investisseurs et des épargnants.
11. Engagement letter (CNCC) : Une lettre d'engagement est signée entre un émetteur et une banque d'investissement pour des services de conseil financier et des services bancaires dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne. Ce document standard comporte des notes intégrées contenant des explications importantes et des conseils de rédaction et de négociation.
12. Forward purchase agreement (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Accord par lequel les fondateurs du SPAC garantissent un certain montant minimum de liquidités en fiducie, même dans des scénarios de rachat élevés, en achetant des actions à 10 \$ ou à un escompte mineur. Cela permet aux vendeurs d'avoir un plancher sur le produit en espèces du regroupement d'entreprises du SPAC. Ce n'est pas typique de tous les SPACs, mais cela peut aller jusqu'à 1 milliard de dollars.
13. Founder Lock-up Period (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Une convention de blocage est une disposition contractuelle qui empêche les fondateurs d'une société de vendre leurs actions pendant une période déterminée.
14. Founder shares (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Les *founder shares* sont reçues par les fondateurs du SPAC lors de la création du SPAC. Elles sont achetées par les fondateurs du SPAC pour un coût nominal d'environ 25 000 €. Elles sont ensuite



converties en actions publiques à la clôture de l'IBC, mais perdent toute valeur si le SPAC ne réalise pas le regroupement d'entreprises. Les *founder shares* peuvent faire l'objet d'une renonciation ou d'un complément de prix en fonction des négociations de l'accord.

15. Founder warrants (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Bons de souscription d'actions achetés par les fondateurs, généralement pour couvrir les frais de souscription initiaux et le fonds de roulement, à raison de 1,50 € par bon de souscription (il peut également s'agir d'unités privées achetées à 10 €). Les bons de souscription ont un prix d'exercice qui est souvent de 11,50 €.
16. Hedge funds (Vernimmen 2022) : Les hedge funds, sont des fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative. Ce sont des fonds spéculatifs recherchant des rentabilités élevées en bénéficiant de l'effet de levier et en utilisant abondamment les produits dérivés, en particuliers les options. Les *hedge funds* présentent l'intérêt d'offrir une diversification supplémentaire aux portefeuilles « classiques » car leurs résultats sont en théorie déconnectés des performances des marchés d'actions et d'obligations.
17. Initial Business Combination : L'IBC désigne un regroupement d'entreprises réalisé par le SPAC avec une ou plusieurs entreprises cibles ayant des activités principales dans les secteurs visés dans le cadre de la thèse d'investissement.
18. Initial Public Offering (Vernimmen 2022) : L'introduction en bourse consiste à mettre en vente des titres d'une société afin d'avoir accès au marché de capitaux et d'extérioriser la valeur de l'entreprise. La vente de ces titres, pour lesquels l'information est extrêmement limitée, à un grand nombre d'investisseurs différents (institutionnels, particuliers, salariés) rend l'opération complexe et longue à préparer. La cotation en Bourse présente de nombreux avantages mais aussi des contraintes.
19. Investisseur fondamental : Les investisseurs fondamentaux achètent une participation avant le début du processus de cotation en bourse, tandis que les investisseurs de base acquièrent des actions après le lancement du processus, mais avant la constitution officielle du portefeuille. Ils sont censés renforcer la popularité de l'émission et donner confiance aux investisseurs potentiels de l'IPO.
20. Lettre de confort (CNCC) : Une lettre de confort est une attestation du commissaire aux comptes dans laquelle il exprime une assurance de nature ou de niveau approprié sur des informations préparées par les dirigeants de l'entité, portant sur la situation financière ou



les comptes, et destinée, dans le cadre d'une opération financière, à un tiers désigné, généralement le banquier finançant ou garantissant la bonne fin de l'opération.

21. Leverage Buy Out (Vernimmen 2022) : Un LBO est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement, un holding est constitué, qui s'endette pour racheter la cible. Le holding paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée.
22. Market shares (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Actions achetées par des investisseurs publics lors de la cotation du SPAC.
23. Market warrants (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Dans les SPACs, les bons de souscription publics sont attachés aux unités publiques achetées par les investisseurs lors de l'introduction en bourse. Le nombre de *warrants* émis dépend de la couverture des *warrants*. Ils peuvent être négociés séparément ou attachés à l'action ou à l'unité.
24. Période d'acquisition (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Date à laquelle le processus de regroupement d'entreprises doit être achevé.
25. Private Investment in Public Entity (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Les SPACs ont la possibilité de lever des capitaux supplémentaires pour soutenir des acquisitions plus importantes par le biais d'une transaction PIPE, qui peut être levée confidentiellement avant l'annonce ou après l'annonce de la cible. Les SPACs peuvent lever des PIPEs auprès de gestionnaires d'actifs traditionnels, de fonds spéculatifs et d'investisseurs fondamentaux du secteur. Les investisseurs PIPE ne sont pas soumis à des droits de rachat ou de vote.
26. Société anonyme (Article L225-1 du Code de commerce) : Société dont le capital est divisé en actions et qui est constituée entre des associés qui ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports.
27. Société en commandite par actions (Article L226-1 du Code de commerce) : Société dont le capital est divisé en actions, constituée entre un ou plusieurs commandités, qui ont la qualité de commerçant et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales, et des commanditaires, qui ont la qualité d'actionnaires et ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports.



28. Société européenne (Wikipédia) : Société qui peut exercer ses activités dans tous les États membres de l'Union Européenne sous une forme juridique unique et commune à tous ces États, définie par le droit communautaire.
29. Special Purpose Acquisition Companies (Autorité des marchés financiers) : 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
30. Sponsor Promote (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : Nombre d'actions accordées aux fondateur à l'issue de l'introduction en bourse.
31. Staggered promote (SPAC Book - <https://spacbook.co>) : En général, le *promote* n'est pas distribué en une seule fois, mais est assorti de certaines limites quant au moment où les sponsors peuvent réclamer leurs actions. Le calendrier de ce *staggered promote* est souvent lié à certains prix de l'action, à partir desquels une partie du *promote* peut être réclamée. Le calendrier peut toutefois varier en fonction du SPAC.



LEXIQUE

ABSAR :	Actions à bons de souscription d'action stipulées rachetables
AIFM :	Directive alternative investment fund manager
AMF :	Autorité des marchés financiers
BSA :	Bons de souscription d'action
CAC :	Commissaire aux comptes
CMF :	Code monétaire et financier
CNCC :	Compagnie nationale des commissaires aux comptes
EEE :	Espace économique européen
EFRAG :	European financial reporting advisory group
ESMA :	European securities and market authority
EFAMA :	European fund and asset management association
IAS :	International accounting standards
IASB :	International accounting standards board
IBC :	Initial business combination
IFRS :	International financial reporting standards
IFRS IC :	IFRS Interpretations committee
IPO :	Initial public offering
LBO :	Leverage buy out
OPA :	Offres publiques d'acquisition
PCG :	Plan comptable général
PIPE :	Private investment in public entity
SA :	Société anonyme
SACC :	Services autres que la certification des comptes
SE :	Société européenne
SEC :	Securities and exchange commission
SCA :	Société en commandite par actions
SPAC :	Special purpose acquisition company
UE :	Union européenne



TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS**EXECUTIVE SUMMARY****INTRODUCTION GÉNÉRALE****PARTIE I - REVUE DE LITTÉRATURE****CHAPITRE 1 - LE SPAC, UNE SOURCE DE FINANCEMENT SINGULIÈRE 4****Section 1 - Définition et historique des SPACs 4**

1. Qu'est-ce qu'un SPAC ? 4
2. L'émergence des SPACs sur les marchés financiers 8

Section 2 - Avantages et inconvénients d'un mécanisme mixte 14

1. Les avantages du SPAC 14
2. Les inconvénients du SPAC 16

Section 3 - Performances des SPACs 20

1. Performances boursières 20
2. Autres axes d'analyse de la performance 21

CHAPITRE 2 - FONCTIONNEMENT DES SPACs 24**Section 1 - Constitution 24**

1. Société anonyme 24
2. Société en commandite par actions 24
3. Société européenne 25

Section 2 - Introduction en bourse 25

1. Prospectus d'IPO 26
2. Placement des fonds sur un compte séquestre 28

Section 3 - Initial Business Combination 28

1. Recherche de la cible 28
2. Validation de la cible 29
3. Réalisation de l'acquisition 31

PARTIE II - ETUDE EMPIRIQUE**CHAPITRE 1 - MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE 35****Section 1 - Notre approche de recherche 35****Section 2 - Le terrain de recherche 35****Section 3 - Collecte des données 36**

1. Statistiques issues des marchés financiers 36
2. Consultation de documents publics relatifs aux SPACs 37
3. Consultation de documents confidentiels sur les SPACs 38
4. Évènements publics et webinaires 38
5. Entretiens 39



CHAPITRE 2 - SPAC : ENVIRONNEMENT ET DIAGNOSTIC DES RISQUES	41
Section 1 - Diagnostic de l'environnement et des risques des SPACs	42
1. Les parties prenantes	42
2. Le déroulement des opérations	44
3. Le rôle du commissaire aux comptes	46
Section 2 - Les spécificités réglementaires, comptables et fiscales des SPACs	46
1. Des places financières dissonantes en termes de réglementation	48
2. Spécificités comptables relatives aux normes françaises et aux normes IFRS	50
2.1. <i>Comptabilisation des frais de constitution</i>	50
2.2. <i>Classification du compte séquestre</i>	51
2.3. <i>Classification des markets shares</i>	53
2.4. <i>Classification des founder shares</i>	56
2.5. <i>Classification des market warrants</i>	57
2.6. <i>Classification des founder warrants</i>	59
2.7. <i>Frais d'augmentation de capital</i>	60
2.8. <i>Engagements hors-bilan</i>	60
2.9. <i>Transactions avec les parties liées</i>	62
2.10. <i>IFRS 2 - Paiement fondé sur des actions</i>	63
3. Spécificités fiscales	65
Section 3 - Les évolutions à anticiper	68
CHAPITRE 3 - REVUE DE L'INFORMATION FINANCIÈRE	72
Section 1 - Introduction en bourse et placement privé	73
1. Revue du prospectus	73
2. Rapports concernant les opérations sur le capital	74
Section 2 - Publications semestrielles et annuelles	76
1. Revue des cycles classiques	77
2. Revue des engagements hors bilan	78
Section 3 - Initial Business Combination	80
1. Revue des prospectus de fusion et de PIPE	80
2. Revue des comptes pro forma	81
3. Considérations techniques sur le rapprochement d'entreprises	83
Section 4 - Les limites de l'étude	85
CONCLUSION GÉNÉRALE	
BIBLIOGRAPHIE	
LISTE DES TABLEAUX	
ANNEXES	
INDEX	
LEXIQUE	
TABLE DES MATIÈRES	



SPAC - ENJEUX RÉGLEMENTAIRES ET FINANCIERS

Estéban Richard

Résumé : L'émergence des SPACs sur les marchés financiers génère de nouvelles problématiques qu'il est nécessaire d'appréhender. Les équipes de direction, les autorités de régulation et les commissaires aux comptes jouent un rôle important dans l'harmonisation des règles encadrant ces nouveaux véhicules d'investissement.

Cette étude propose une analyse exhaustive de l'environnement, des risques et des spécificités comptables, fiscales et réglementaires des SPACs. En détaillant l'information financière de plus de cinquante véhicules en Europe, ce diagnostic met en évidence des divergences importantes. En définissant des positions relatives aux spécificités ciblées, et en adoptant une démarche d'audit cohérente avec le cycle de vie d'un SPAC, cette étude souhaite participer à la consolidation et à l'harmonisation de l'information financière des SPACs, tout en synthétisant les évolutions possibles du marché en Europe.

Mots clés: SPAC, IPO, AMF, audit, risques

SPAC - REGULATORY AND FINANCIAL ISSUES

Estéban Richard

Abstract : The emergence of SPACs on the financial markets generates new issues that need to be addressed. Management teams, regulators and auditors play an important role in harmonizing the rules governing these new investment vehicles.

This study provides a comprehensive analysis of the environment, risks and specific accounting, tax and regulatory features of SPACs. By detailing the financial information of more than fifty vehicles in Europe, this diagnosis highlights significant divergences. By defining positions relative to the targeted specificities, and by adopting an audit approach consistent with the life cycle of an SPAC, this study aims to contribute to the consolidation and harmonization of SPACs financial information, while synthesizing the possible evolutions of the market in Europe.

Key words : SPAC, IPO, AMF, audit, risks

