

Consultation publique organisée par la FSMA sur la proposition de standards minimaux concernant la structuration des SPACs, la diffusion d'informations sur les actions de SPACs et la négociation de ces actions sur Euronext Brussels

Contents

| | | |
|------|---|----|
| I. | Les SPACs, ou <i>Special Purpose Acquisition Companies</i> , ont le vent en poupe..... | 4 |
| | Qu'est-ce qu'une SPAC ?..... | 4 |
| A. | Historique et essor récent : plus de 300 IPO de SPACs en 2020 | 4 |
| B. | Etapas et caractéristiques d'un projet de SPAC..... | 6 |
| 1. | La création de la SPAC..... | 6 |
| 2. | Le placement auprès des institutionnels | 7 |
| 3. | La cotation en bourse ou « IPO de la SPAC » | 7 |
| 4. | La recherche d'une cible et les possibilités de sortie pour les investisseurs | 8 |
| 5. | La cotation de la <i>business combination</i> | 9 |
| 6. | Illustration chiffrée de la rémunération des sponsors à la suite de la formation de la <i>business combination</i> et impact de la dilution pour les actionnaires | 9 |
| II. | Du point de vue de l'investisseur, l'apparente simplicité de l'action d'une SPAC cache des aspects qui rendent l'évaluation de la décision d'investissement complexe | 15 |
| A. | SPACs : avantages et promesses | 15 |
| B. | SPACs : inconvénients et risques..... | 16 |
| 1. | Risque de mauvaise gestion et de conflits d'intérêts | 16 |
| 2. | La structure de rémunération des sponsors comporte un risque de disparité entre les intérêts des sponsors et ceux des investisseurs | 17 |
| 3. | Prise de décision concernant la <i>business combination</i> | 18 |
| 4. | Le fait que le produit de la cotation de la SPAC soit placé sur un compte sous séquestre ne donne pas aux investisseurs la certitude absolue qu'ils pourront récupérer l'intégralité de leur mise | 18 |
| 5. | Une dilution est ancrée dans la structure de la SPAC..... | 19 |
| 6. | Les SPACs sont évaluées au moyen de projections, d'estimations et de scénarios | 19 |
| 7. | Des recherches académiques révèlent que les performances des SPACs après la formation de la <i>business combination</i> sont toujours décevantes | 20 |
| III. | La FSMA propose des mesures visant à préserver l'équilibre entre le bon fonctionnement des marchés de capitaux et l'intérêt des investisseurs..... | 22 |

| | | |
|----|---|----|
| A. | La structure de gestion de la SPAC et les règles relatives à la prise de décision sur les <i>business combinations</i> doivent offrir aux investisseurs une protection maximale contre les conflits d'intérêts..... | 22 |
| B. | Les modalités de sortie de la SPAC doivent offrir aux investisseurs décidant de maintenir leur participation une protection maximale contre la dilution..... | 23 |
| C. | Le prospectus de la SPAC doit présenter différents scénarios de dilution et indiquer quel sera le rendement nécessaire pour neutraliser la dilution de l'investisseur | 23 |
| D. | Les actions de SPACs cotées sur Euronext Brussels porteront une mention spécifique indiquant qu'elles sont réservées aux investisseurs professionnels | 24 |
| E. | Recommandations additionnelles..... | 25 |

Une SPAC, ou *Special Purpose Acquisition Company*, est une société nouvellement créée dans le seul but de lever des fonds, de demander une cotation en bourse, puis de financer à brève échéance (généralement dans un délai de 24 mois au plus) la fusion avec, ou l'acquisition d'une entreprise privée (la cible), puis d'intégrer la cible dans la SPAC pour former une *business combination* et ipso facto introduire la cible en bourse.

La société place le produit net de l'introduction en bourse sur un compte bloqué (compte sous séquestre). L'argent placé sur ce compte sous séquestre servira à couvrir le mécanisme de sortie des investisseurs qui souhaiteront se retirer au moment de la formation de la *business combination* et/ou à financer alors l'acquisition de la cible.

Encore relativement peu fréquent en Europe, ce type de société est très répandu aux États-Unis et en Asie. En Belgique, à ce jour, il n'y a pas de SPAC cotée.

Des pratiques de marché se sont développées concernant le fonctionnement des SPACs dans les juridictions où ce phénomène existe déjà. Bien que la philosophie de base des SPACs soit généralement la même (c.à.d. levée d'argent pour acquérir une cible), la structuration doit répondre aux spécificités de chaque droit national et peut varier également d'une SPAC à l'autre.

Les SPACs présentent des caractéristiques qui les distinguent d'autres entreprises entrant en bourse. Avec l'introduction en bourse de la SPAC, les fondateurs y acquièrent immédiatement un intérêt important, disproportionné à leur propre apport. Il n'existe en outre pas nécessairement de relation entre le montant levé grâce à l'introduction en bourse et le prix d'acquisition de la cible. Une SPAC n'est pas valorisée en fonction de critères habituels dans les marchés financiers et connus des investisseurs. Étant donné qu'une dilution à différents moments de l'existence d'une SPAC est inhérente à sa structure, les probabilités de gain ou de perte risquent de ne pas être identiques pour les différentes parties prenantes. Les SPAC sont un produit d'investissement hétérogène et complexe, sur lequel les investisseurs non aguerris auront dès lors du mal à se forger une opinion en connaissance de cause.

C'est pourquoi la FSMA présente une proposition de standards minimaux basée sur la littérature spécialisée et sur des exemples pratiques tirés d'autres pays européens. Ces standards minimaux ont trait à la structure des SPACs, aux informations à diffuser et aux modalités de sortie des investisseurs. La FSMA prend également position quant à la mesure dans laquelle les SPACs sont adaptées aux investisseurs de détail et devraient donc leur être accessibles. Ce projet de position doit préserver un équilibre approprié entre un fonctionnement normal, harmonieux, du marché des capitaux et les contraintes à imposer pour que les investisseurs puissent prendre des décisions d'investissement éclairées à l'égard des SPACs.

La proposition de la FSMA d'instaurer des standards minimaux concernant la structuration, les informations à diffuser et la négociation de SPACs est présentée au point III du présent document.

Les acteurs du marché sont invités à communiquer leurs réactions et suggestions concernant cette analyse et les différentes propositions à l'adresse Consult1@fsma.be du 10 au 31 mai 2021 inclus.

Il est important de noter qu'il existe une très grande variété de SPACs. La consultation est basée sur une observation non exhaustive d'un certain nombre de SPACs. Les constatations et propositions reprises ci-dessous devront dès lors faire l'objet d'adaptations en fonction de la nature et de l'organisation spécifiques de chaque SPAC.

I. Les SPACs, ou *Special Purpose Acquisition Companies*, ont le vent en poupe

Qu'est-ce qu'une SPAC ?

Une SPAC, ou *Special Purpose Acquisition Company*, est une société nouvellement créée dans un but précis : lever des fonds, demander une cotation en bourse, puis financer à brève échéance (en général 24 mois au plus) la fusion avec, ou l'acquisition par, la SPAC d'une entreprise privée (la cible), puis d'intégrer la cible dans la SPAC pour former une *business combination* et ipso facto introduire la cible en bourse.

La seule ambition de la SPAC au moment de sa création est de trouver une cible et de l'acquérir ou de fusionner avec elle. Elle n'a ni actifs réels, ni flux de trésorerie, ni activités opérationnelles si ce n'est l'émission d'actions et de *warrants* en échange de cash, d'où son surnom de « société chèque en blanc ». Comme pour toute société nouvellement constituée, il n'existe pas ou peu de données historiques la concernant.

A. Historique et essor récent : plus de 300 IPO de SPACs en 2020

Les SPACs sont récemment apparues comme un phénomène neuf, alors que des véhicules de ce type existent depuis plusieurs décennies, surtout aux États-Unis. Au départ, il s'agissait d'opérations de gré à gré opaques destinées à boucler le financement et l'organisation d'opérations d'acquisition. Dès le début des années 2000, les SPACs ont été cotées sur diverses bourses américaines¹. L'on a récemment assisté à une vague d'IPO de SPACs, surtout aux États-Unis. Elles y constituent pour l'instant l'un des principaux moyens de lever des fonds et d'introduire des entreprises en bourse.

Entre autres facteurs expliquant l'essor actuel des SPACs, citons un contexte boursier favorable, le niveau élevé des valorisations boursières, une abondance de liquidités, des taux d'intérêt bas voire négatifs, l'arrivée de personnalités et d'institutions financières de renom sur ce segment et l'engouement pour les SPACs (en particulier parmi les banquiers d'affaires) en tant que nouvelle manière de faire des affaires.

Sur les seuls mois de janvier et février 2021, **50 completed merger deals**² ont été enregistrés aux États-Unis pour un montant global de quelque USD 140 milliards³. Le phénomène dépasse les États-Unis. L'année dernière, plus de **300 SPACs** ont été introduites en bourse de par le monde pour un montant moyen de USD 330 millions par transaction⁴.

¹ <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560616300845>

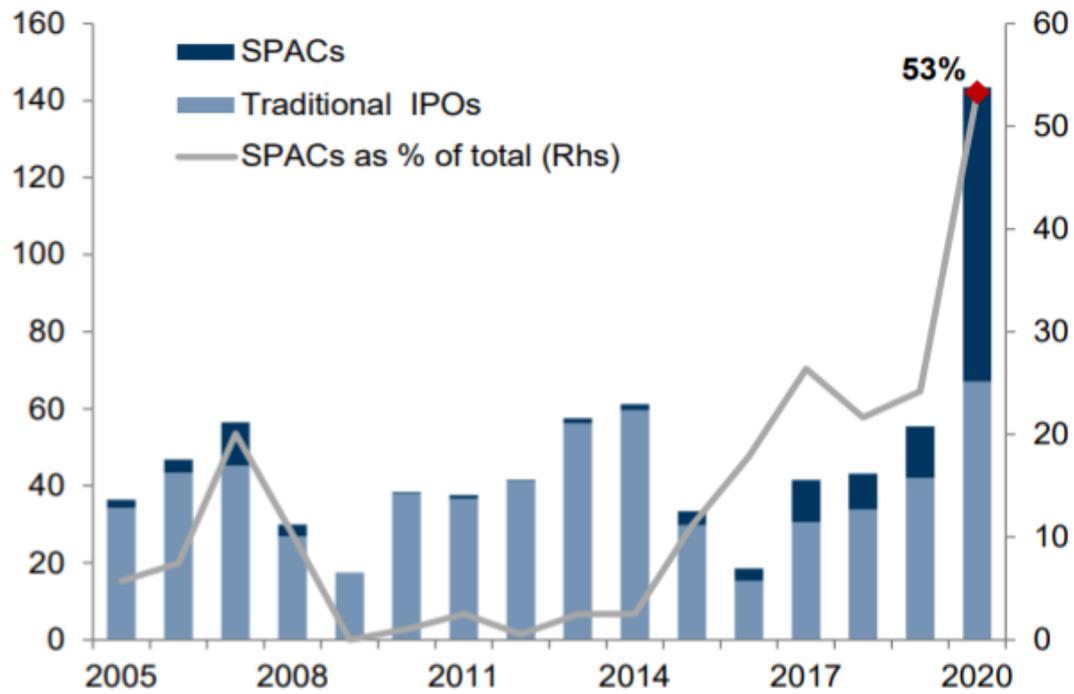
² L'on désigne par cette expression la *business combination* nouvellement formée (c'est-à-dire la SPAC après acquisition réussie de la cible). Elle porte également le nom de *De-SPAC*, *Post-SPAC* ou *Completed business combination*.

³ <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/top-of-mind/the-ipo-spac-tacle/report.pdf>, list of shell companies in SPAC dossier.

⁴ Bloomberg.

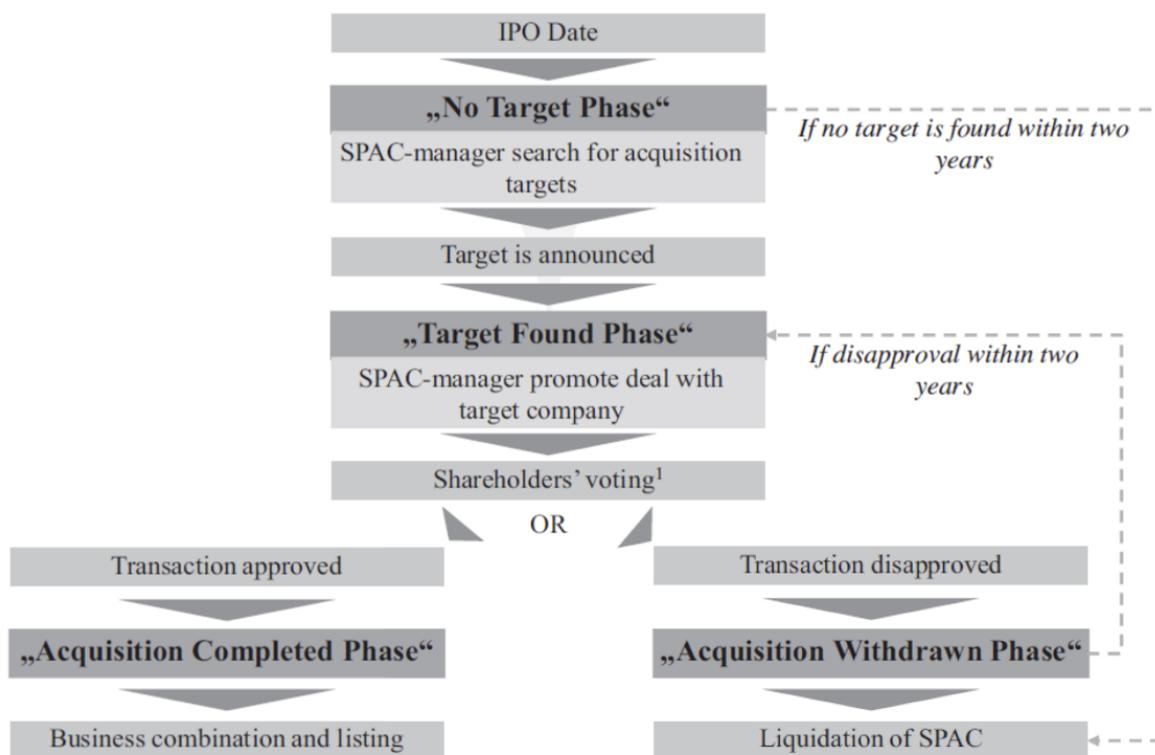
US IPO revenues reached record levels driven by SPACs

Total US deal value, \$bn; SPACs as % of total yearly total (rhs)



Source: Dealogic, Goldman Sachs Global Investment Research.

B. Étapes et caractéristiques d'un projet de SPAC⁵



¹Approval of transaction generally requires a 50% majority vote and a redemption rate below the assigned threshold (e.g. 20%)

1. La création de la SPAC

Les fondateurs (aussi appelés managers ou *sponsors* de la SPAC) créent une société. En rétribution d'une mise personnelle limitée dans le projet (risque des sponsors ou *sponsors' risk*), ils reçoivent généralement des actions de fondateur ou des warrants de fondateur de la SPAC. Les actions et les warrants de fondateur pourront souvent être convertis ultérieurement en actions ordinaires dans une proportion de 1 pour 1. D'autres intervenants professionnels participent à des conditions intéressantes à l'IPO programmée.

Les *sponsors* sont souvent des personnalités expérimentées du monde de la finance, issues du secteur du *private equity*, de *l'investment banking*, du droit ou de la consultance. Leur réputation, leurs contacts et leur implication sont considérés comme essentiels pour garantir la qualité du projet d'acquisition.

La création de la SPAC se fait au travers d'un tour de financement privé. Les sponsors versent une petite mise personnelle puis, par le biais de placements privés d'unités composées d'une action et d'un ou plusieurs warrants ou fractions de warrants, font appel à des investisseurs professionnels

⁵ Schéma tiré de la publication de Douglas Cumming, Lars Helge Haß & Denis Schweizer, "The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs," *Journal of Banking & Finance*, vol. 47, 2014, 198-213.

tels que des hedge funds et des fonds d'investissement spécialisés et, plus récemment, à des grandes fortunes, des family offices et des fonds souverains. Ces investisseurs voient une participation au financement d'une SPAC comme un moyen de créer un portefeuille de titres offrant une exposition de type *private equity*. Ils bénéficient, de plus, des avantages de la future cotation en bourse, à savoir la liquidité, la voix au chapitre par rapport à d'éventuelles acquisitions et le potentiel haussier important, notamment par le biais des warrants.

La structure de rémunération de la SPAC est conçue de telle sorte que les sponsors, grâce à leur petite mise initiale, posséderont un paquet de titres (sous forme de warrants et d'actions de fondateur, également désignés sous le terme de « promote ») qui, au bout du compte, pourra représenter jusqu'à 20 % du capital social de la *business combination* (SPAC + cible). Une faible participation initiale peut ainsi procurer un rendement élevé aux sponsors.

2. Le placement auprès des institutionnels

A partir de la création de la société par les fondateurs, il est en général proposé dans le cadre d'une émission privée réservée aux institutionnels, de souscrire à des unités composées d'une action et d'un warrant (ou de fractions). Une unité est communément valorisée à USD 10 (ou EUR 10 sur les marchés européens). Le warrant dont le prix d'exercice est généralement assorti d'une prime n'est exerçable qu'après la *business combination* – avec ou sans *vesting period*. Ce warrant reste généralement acquis, même pour les actionnaires dissidents (actionnaires ayant demandé le remboursement de leurs actions) ayant investi lors du listing⁶.

3. La cotation en bourse ou « IPO de la SPAC »

Une fois la SPAC créée et le placement privé des unités achevé, une demande d'admission à la cotation directe sur un marché public est introduite : c'est le stade de l'IPO de la SPAC. Il s'agit en fait du lancement du marché secondaire des titres (actions et warrants) de la SPAC, ce qui peut permettre d'attirer d'autres investisseurs externes. Les actions et warrants sont dès lors négociés séparément.

En général, la première cotation des actions est proposée avec un prix d'introduction fixe de USD 10, valeur correspondant au prix par unité pour les institutionnels. Cette valeur de USD 10 est aussi la valeur théorique de remboursement des actions aux actionnaires qui souhaiteraient se faire rembourser lors du moment de la décision d'une *business combination*. Ce prix d'introduction valorise implicitement le warrant à zéro.

Les sponsors peuvent compléter leur investissement pendant et après l'IPO. Juste *après* l'entrée en bourse, ils peuvent ainsi détenir jusqu'à quelque 25 % du nombre total d'actions émises par la société. Le produit du placement privé institutionnel de l'émission est placé, après déduction des frais encourus, sur un compte sous séquestre tant que dure la recherche d'une cible *après* l'IPO. Si la *business combination* devait échouer pour une raison quelconque et si la SPAC devait être liquidée, ce compte sous séquestre permettrait aux détenteurs d'actions ordinaires de récupérer

⁶ Les warrants ne sont toutefois pas toujours définitivement acquis : dans certains cas, afin de diminuer le mécanisme de dilution, les actionnaires perdent (une partie de) leurs warrants s'ils ne marquent pas leur accord sur la *business combination* et demandent le remboursement de leurs actions.

leur investissement nominal net. Il en irait de même s'ils se prononçaient contre l'acquisition et souhaitaient sortir au moment de la formation de la *business combination* proprement dite. Le recours au compte sous séquestre est toutefois limité dans le temps, il peut être assorti de conditions et il ne peut servir à rembourser que la partie nominale nette proportionnelle d'actions ordinaires détenue.

*Prenons l'exemple d'une SPAC dont l'action a été introduite à USD 10 par unité. Un investisseur achète sur le marché secondaire 100 actions de la SPAC à USD 12 par action. Il pourra faire appel au compte sous séquestre à concurrence de USD 10 par action (moins les frais encourus, etc.) et **non** des USD 1.200 qu'il aura payés pour acquérir ses actions.*

Jusqu'à ce que la SPAC forme une *business combination* avec le candidat à l'acquisition, il existe en général plusieurs catégories de warrants et d'actions : ceux détenus par les sponsors, ceux détenus par les investisseurs institutionnels et ceux détenus par les investisseurs externes. Ces catégories déterminent l'ordre dans lequel les actionnaires auront droit à un remboursement de leur investissement, dans l'hypothèse où les sponsors ne trouveraient pas de cible dans le délai imparti.

4. La recherche d'une cible et les possibilités de sortie pour les investisseurs

La quête d'une ou plusieurs cibles commence une fois que les actions de la SPAC sont cotées. Les sponsors se donnent en général deux ans au plus pour la trouver.

Si les sponsors ne parviennent pas à réaliser leur projet dans ce délai, la SPAC est dissoute. Les détenteurs d'actions ordinaires récupèrent alors en principe leur mise nominale grâce au compte sous séquestre, sous déduction éventuelle de frais encourus (et intérêts inclus éventuellement)⁷. Les sponsors perdent alors (une partie de) leur mise initiale ou "capital at risk" et leur réputation en pâtit.

En revanche, si les sponsors trouvent une cible dans le délai imparti, ils négocient les conditions de l'acquisition et de l'intégration de la cible dans la SPAC. Les investisseurs sont informés de l'acquisition par le biais d'une déclaration d'intention écrite ou de tout document similaire.

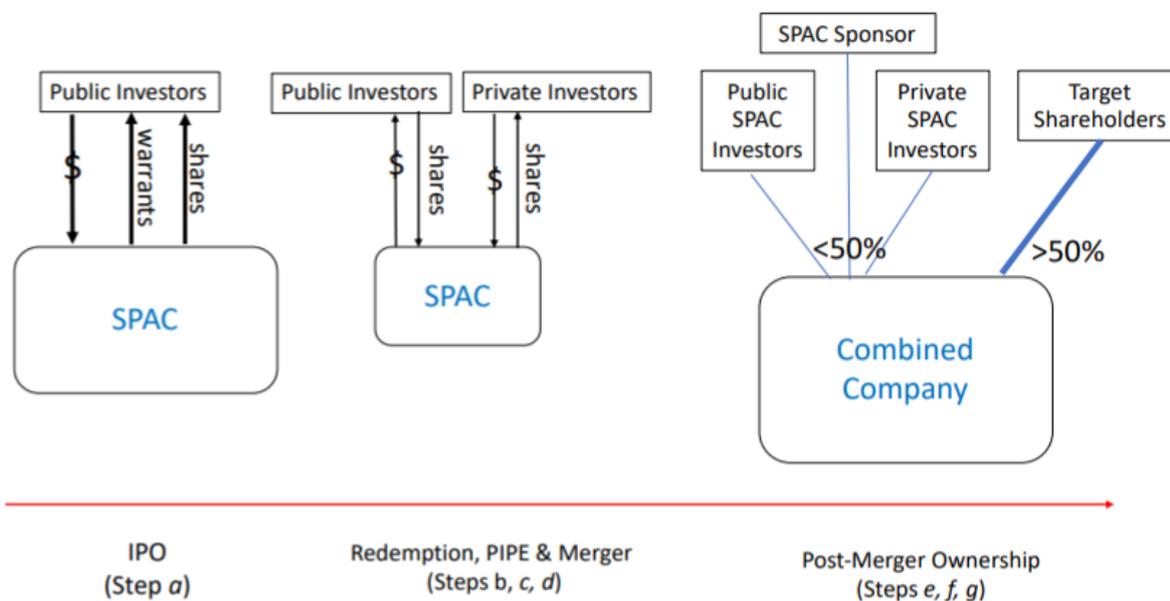
Il est d'usage que le projet d'acquisition soit présenté pour approbation aux investisseurs détenant des droits de vote. Les investisseurs peuvent alors choisir de se retirer. Dans ce cas, ils se font en principe rembourser la partie nominale proportionnelle qu'ils détiennent dans le compte sous séquestre. Cette possibilité de sortie est une caractéristique unique aux SPACs. Il arrive que ce remboursement soit réservé aux actionnaires qui ont voté contre l'acquisition ou qu'il soit soumis à d'autres conditions⁸.

Si nécessaire, un second tour de capitalisation est organisé pour financer l'acquisition de la cible. Plusieurs possibilités s'offrent pour cela au sponsor. Il peut réaliser lui-même un investissement supplémentaire ou inviter les investisseurs institutionnels initiaux à augmenter leur participation. Il peut également approcher des tiers (investisseurs « PIPE » (*private investing in public equity*)) pour obtenir un financement supplémentaire par fonds propres ou par endettement. À ce stade

⁷ Les intérêts produits par un compte sous séquestre peuvent aussi être *négatifs*.

⁸ Les éventuels warrants détenus par ces investisseurs pourraient par exemple échoir en cas de recours au compte sous séquestre.

du projet, il est quasiment certain qu'une participation se fera à des conditions favorables et, une fois cette phase atteinte, les sponsors reçoivent généralement de nouveau une rémunération différée sous forme d'espèces, d'actions et/ou de warrants⁹.



5. La cotation de la *business combination*

Eu égard aux caractéristiques des SPACs, celles-ci sont dans certains pays européens cotées sur des segments réservés pour les professionnels.

Dans ce cas, lorsque la *business combination* a eu lieu, la SPAC retrouve les caractéristiques d'une entreprise commune et pourrait alors intégrer, sous certaines conditions, un segment de marché ouvert à tous.

6. Illustration chiffrée de la rémunération des sponsors à la suite de la formation de la *business combination* et impact de la dilution pour les actionnaires

Les caractéristiques de l'investissement sont telles que s'il dispose bien de la faculté de se faire rembourser du prix d'introduction de l'IPO à l'occasion de la *business combination*, **l'actionnaire-investisseur privé se voit**, après l'échéance de la faculté de remboursement, **de toute manière dilué**. La mesure dans laquelle il sera dilué dépend des conditions - usuellement très avantageuses - de

⁹ Schéma récapitulatif tiré de : "A sober look at SPACs", New York University School of Law - Law and Economic Research Paper Series, Working Paper no. 20-48, October 2020.

souscription des sponsors aux actions de la SPAC et du nombre de demandes de remboursement par les autres actionnaires, soit le pourcentage de « dissidence » lors de la *business combination*.

Cette dilution est illustrée ci-dessous au moyen d'un exemple fictif volontairement simplifié mais inspiré d'opérations réelles.

Les hypothèses reprises sont les suivantes :

- Étape 1 : Création d'une société par les sponsors avec l'émission de 2.500.000 actions de fondateur et de 2.500.000 warrants de fondateur donnant chacun le droit de souscrire à une action au prix de EUR 11,5. Le prix d'émission pour une action et un warrant est de EUR 0,01.
- Étape 2 : Émission privée destinée aux institutionnels de 10.000.000 d'unités au prix de EUR 10 par unité, laquelle unit comprend une action et un warrant.
- Étape 3 : IPO des actions et warrants, le prix indicatif d'introduction des actions est de EUR 10. Ce cours peut se justifier par la possibilité pour les porteurs d'actions de se faire rembourser EUR 10 par action lors de la *business combination* s'ils ne souhaitent pas rester actionnaires suite à la décision d'investissement.
- Étape 4 : Lors de la *business combination*, l'effet de demandes de remboursement est envisagé dans trois scénarios (aucune demande, 2.500.000 actions et 5.000.000 d'actions).

Dans un souci de simplification, l'exemple chiffrera les frais d'IPO à EUR 3.000.000 et les frais d'acquisition de la *business combination* à EUR 4.000.000. De même, il n'y a pas dans l'exemple de catégorisation d'actions, ni de second tour de financement.

Par ailleurs, les warrants, qui dans l'exemple seront probablement *out of the money*¹⁰ pendant les étapes 1 à 4, ne sont pas repris dans le calcul de dilution. En d'autres mots, la dilution présentée est un scénario de dilution minimale.

Étape 1 : Création de la société

La SPAC est constituée par des sponsors qui investissent EUR 25.000 et reçoivent 2.500.000 actions et 2.500.000 warrants. Cette mise de fond relativement symbolique leur permettra de détenir à terme au minimum 20 % de l'entité. A ce stade, chaque action représente EUR 0,01 des fonds propres de la société.

| Étape 1 | # Actions | Prix/action | Coûts | Fds propres estimés | FP/Action | #Warrants |
|------------|-----------|-------------|-------|---------------------|-----------|-----------|
| Fondateurs | 2.500.000 | 0,01 € | | 25.000 € | | 2.500.000 |
| Total | 2.500.000 | | | 25.000 € | 0,01 € | |

¹⁰ Ce qui signifie que les warrants n'ont alors aucune valeur (intrinsèque) puisque le cours de bourse se situe (loin) en-deçà du prix d'exercice des warrants.

Étape 2 : Émission privée pour les institutionnels

Les unités (composées d'une action et d'un warrant) sont proposées aux institutionnels au prix de EUR 10. Cette opération génère la création de 10.000.000 d'actions nouvelles et de 10.000.000 de warrants. On note qu'après cette deuxième étape du développement de la société, chaque action représente maintenant EUR 8 des fonds propres estimés. Ceci est dû à l'effet dilutif des actions émises à EUR 0,01 pour les fondateurs. L'institutionnel qui souscrit à une unité au prix de EUR 10, se voit immédiatement dilué. Cette dilution est partiellement compensée par la valeur du warrant. Toutefois, celui-ci restera probablement *out of the money* pendant les étapes 1-4 et la SPAC n'ayant pas encore d'activité, sa valeur dépendra du cours futur de l'action.

| Étape 2 | # Actions | Prix/action | Coûts | Fds propres estimés | FP/Action | #Warrants |
|-----------------|------------|-------------|-------|---------------------|-----------|------------|
| Fondateurs | 2.500.000 | 0,01 € | 0 | 25.000 € | | 2.500.000 |
| Institutionnels | 10.000.000 | 10 € | 0 | 100.000.000 € | | 10.000.000 |
| Total | 12.500.000 | | | 100.025.000 € | 8,00 € | 12.500.000 |

Étape 3 : IPO

La cotation des actions et des warrants est effective. Le prix d'introduction des actions est de EUR 10. Le marché pourra bien évidemment par le jeu de l'offre et la demande trouver un équilibre différent. Le droit au remboursement à EUR 10 lors de la *business combination* créera probablement un cours plancher proche de EUR 10. L'IPO en tant que telle n'a pas d'autre effet sur les fonds propres que l'impact des coûts de l'IPO, ici estimés à EUR 3.000.000, chaque action représentant EUR 7,76 des fonds propres estimés à ce stade de développement de la société.

| Étape 3 | # Actions | Prix/action | Coûts | Fds propres estimés | FP/Action | #Warrants |
|-----------------|------------|-------------|--------------|---------------------|-----------|------------|
| Fondateurs | 2.500.000 | 0,01 € | | 25.000 € | | 2.500.000 |
| Institut+Public | 10.000.000 | 10 € | | 100.000.000 € | | 10.000.000 |
| IPO | | | -3.000.000 € | -3.000.000 € | | |
| Total | 12.500.000 | | | 97.025.000 € | 7,76 € | 12.500.000 |

Étape 4 : scénario 1

Une *business combination* est décidée. Son coût est évalué à EUR 4.000.000. Dans cette hypothèse, aucun actionnaire ne demande le remboursement. En conséquence, seuls les frais de la *business combination* impactent les fonds propres estimés qui par action s'élèvent à EUR 7,44. Bien évidemment, l'objectif de la SPAC est de créer de la valeur et il est possible et attendu par les fondateurs que la *business combination* suscite des attentes de rendement telles que le cours de l'action dépasse les fonds propres de la SPAC.

| Étape 4 scénario 1 | # Actions | Prix/action | Coûts/Remboursements | Fds propres estimés | FP/Action | #Warrants |
|----------------------|------------|-------------|----------------------|---------------------|-----------|------------|
| Fondateurs | 2.500.000 | 0,01 € | | 25.000 € | | 2.500.000 |
| Institut+Public | 10.000.000 | 10 € | | 100.000.000 € | | 10.000.000 |
| IPO | | | -3.000.000 € | -3.000.000 € | | |
| Remboursements | | | 0 | | | |
| Business Combination | | | -4.000.000 € | -4.000.000 € | | |
| Total | 12.500.000 | | | 93.025.000 € | 7,44 € | 12.500.000 |

Étape 4 : scénario 2

Dans ce scénario, la *business combination* n'emporte pas l'adhésion de tous les actionnaires et le remboursement est demandé pour 2.500.000 actions. Ce remboursement a un effet dilutif très important, portant la valeur des fonds propres estimés à EUR 6,8 par action. Ceci est causé par la proportion plus importante des actions détenues par les fondateurs dans l'ensemble, leurs actions ayant été souscrites à EUR 0,01.

| Étape 4 scénario 2 | # Actions | Prix/action | Coûts/Remboursements | Fds propres estimés | FP/Action | #Warrants |
|----------------------|-------------------|-------------|----------------------|---------------------|---------------|-------------------|
| Fondateurs | 2.500.000 | 0,01 € | | 25.000 € | | 2.500.000 |
| Institut+Public | 10.000.000 | 10 € | | 100.000.000 € | | 10.000.000 |
| IPO | | | -3.000.000 € | -3.000.000 € | | |
| Remboursements | -2.500.000 | 10 € | -25.000.000 € | -25.000.000 € | | |
| Business Combination | | | -4.000.000 € | -4.000.000 € | | |
| Total | 10.000.000 | | | 68.025.000 € | 6,80 € | 12.500.000 |

Étape 4 : scénario 3

Enfin, dans ce dernier scénario, une demande de remboursement portant sur 5.000.000 d'actions, soit la moitié des actions créées dans le cadre de l'offre privée, a pour conséquence de constater une valeur estimée des fonds propres à EUR 5,74 par action.

| Étape 4 scénario 3 | # Actions | Prix/action | Coûts/Remboursements | Fds propres estimés | FP/Action | #Warrants |
|----------------------|------------------|-------------|----------------------|---------------------|---------------|-------------------|
| Fondateurs | 2.500.000 | 0,01 € | | 25.000 € | | 2.500.000 |
| Institut+Public | 10.000.000 | 10 € | | 100.000.000 € | | 10.000.000 |
| IPO | | | -3.000.000 € | -3.000.000 € | | |
| Remboursements | -5.000.000 | 10 € | -50.000.000 € | -50.000.000 € | | |
| Business Combination | | | -4.000.000 € | -4.000.000 € | | |
| Total | 7.500.000 | | | 43.025.000 € | 5,74 € | 12.500.000 |

En résumé, en fonction des conditions de souscription des fondateurs aux actions de la société et des demandes de remboursement lors de la *business combination*, la dilution implicite par action peut être extrêmement importante, jusqu'à 43 % dans l'exemple ci-dessus. Ceci signifie qu'un actionnaire qui a acquis une action à EUR 10 lors de l'IPO devra attendre que la *business combination* génère des profits extrêmement importants avant que la valeur des fonds propres n'atteigne sa valeur d'acquisition initiale. Dans le scénario 3, pour que la valeur des fonds propres estimés atteigne EUR 10 par action, il faudra générer un accroissement des fonds propres de EUR 4,26, soit 74 % de la valeur théorique des fonds propres estimés après le remboursement de 5.000.000 d'actions (EUR 5,74 par action). Pour les institutionnels, cette dilution pourrait être partiellement compensée par les warrants qu'ils auront acquis lors de l'émission privée.

Les sponsors par contre, indépendamment de la rentabilité de la *business combination*, auront vu la valeur théorique des fonds propres estimés de leurs actions acquises à EUR 0,01 passer, même dans le scénario le plus défavorable, à 5,74 par action, soit une progression de 57400 %. Cette rentabilité ne tient pas compte de celle que pourrait engendrer les warrants.

On mentionnera par ailleurs que certains investisseurs institutionnels pourraient adopter une stratégie d'acquisition d'unités dans l'offre privée suivie d'une demande de remboursement des actions

détenues lors de la *business combination*, tout en conservant leurs warrants acquis de ce fait à titre gratuit et permettant de profiter du succès éventuel de la *business combination*.

La dilution est intrinsèque à l'investissement et elle dépend également de facteurs impossibles à prévoir, dont notamment le pourcentage d'actionnaires qui demandent à sortir de la SPAC au moment du vote concernant la *business combination*.

En effet, l'impact dilutif de la souscription quasi gratuite des sponsors lors de la phase initiale est encore amplifié par la possibilité de demander le remboursement des actions souscrites par les autres investisseurs lors de la *business combination*. Plus cette demande est importante, plus l'impact dilutif de la souscription quasi gratuite par les sponsors devra être supporté par un nombre réduit d'investisseurs qui en seront donc plus amplement impactés.

La FSMA a effectué des calculs de l'ampleur potentielle de la dilution des actionnaires de plusieurs SPACs existantes en appliquant certaines hypothèses aux informations contenues dans le prospectus de cotation de ces SPACs. Ces calculs montrent que **la dilution implicite pour des actionnaires ayant acquis des titres en bourse à la valeur du droit de remboursement peut aller, dans les exemples examinés, jusqu'à 35 % et la littérature relève des exemples portant cette dilution implicite à 50 %.** **On constate qu'il est assez fréquent que les sponsors s'allouent 20 % du capital de la *business combination* pour un prix inférieur à 2,5 % de sa valeur comptable.**

On relèvera enfin que certains projets sont organisés de telle manière qu'ils essaient de limiter cette dilution implicite par exemple, via l'usage de catégories d'actions, l'obligation de voter contre un projet de *business combination* pour avoir accès à la faculté de remboursement ou encore, l'annulation des warrants détenus par des actionnaires demandant le remboursement.

II. Du point de vue de l'investisseur, l'apparente simplicité de l'action d'une SPAC cache des aspects qui rendent l'évaluation de la décision d'investissement complexe

L'objectif d'une SPAC paraît simple : créer une société, lever des fonds, trouver une cible et former ainsi une nouvelle *business combination*. Une cotation en bourse, un droit de contrôle ou de vote, l'accès à une forme de *private equity*, une possibilité de sortie, ... Les avantages semblent légion.

A. SPACs : avantages et promesses

Généralement créées et dirigées par des experts financiers en matière d'opérations d'acquisition complexes, les SPACs sont censées combler un soi-disant vide sur le marché des IPO et du financement par *private equity*.

Les IPO de SPACs offriraient ainsi une voie alternative aux cibles pour lesquelles il serait sinon difficile, voire impossible de se faire coter en bourse. Les cibles de SPACs présentent souvent des caractéristiques spécifiques ou sont souvent confrontées à des circonstances complexes, telles que des problèmes de succession (familiale) ou un besoin de recapitalisation. Il peut également s'agir d'acteurs de niche sans ancrage institutionnel ou acheteurs stratégiques, de start-ups à haut risque ou d'entreprises étrangères. La cible aurait également davantage de certitude quant au prix d'acquisition car elle négocie uniquement avec les administrateurs de la SPAC comme contrepartie. Elle n'est donc pas soumise aux conditions incertaines du jeu de l'offre et de la demande en bourse.

La vitesse à laquelle un projet de SPAC est réalisé en raison des délais courts inhérents à l'opération constitue également un avantage. Pour certains, un gain de temps équivaut à un gain d'argent ... D'aucuns prétendent que les cotations en bourse organisées de cette manière sont *au départ* moins coûteuses que les IPO classiques. Il convient de noter que certaines rémunérations peuvent être reportées et payées aux sponsors *plus tard* dans le cadre du projet.

Pour l'investisseur, le bilan d'une SPAC est relativement simple. Le caractère négociable des actions et éventuellement des warrants de la SPAC offre aux investisseurs une liberté supplémentaire par rapport aux participations de *private equity*¹¹.

Les investisseurs ont généralement leur mot à dire dans l'acquisition effective, grâce au droit de vote qui leur est attribué et expliqué dans les clauses des statuts fondateurs de la SPAC.

Les investisseurs bénéficieraient d'une protection puisque le produit net de la cotation est placé sur un compte sous séquestre durant la recherche d'une cible *après* l'IPO. Si, pour une raison quelconque, la *business combination* ne se réalise pas et que la SPAC est liquidée, ils récupéreraient normalement leur mise nominale, déduction faite des frais. Il en va de même

¹¹ Même si, d'un point de vue strictement économique, le cours de l'action d'une SPAC devrait *baisser* plutôt qu'*augmenter* *après* l'introduction en bourse, étant donné que la société n'a pas d'entrées de trésorerie et n'encourt que des frais, et qu'il n'est pas possible de savoir à l'avance quelle sera la liquidité des actions de la SPAC.

s'ils émettent un vote négatif et souhaiteraient sortir de la SPAC au moment *précédant* la formation de la *business combination* proprement dite.

B. SPACs : inconvénients et risques

L'apparente simplicité du bilan d'une SPAC peut être trompeuse. Ce bilan se compose principalement de cash dont on ne peut pas conclure grand-chose. En effet, la société n'a pas d'activité opérationnelle, il n'y a pas de flux de trésorerie, il n'existe pas d'historique d'informations publiques. A défaut de disposer de facteurs observables, les investisseurs parient en conséquence sur le fait que les sponsors mèneront le projet à bonne fin.

Le prix d'introduction en bourse de l'action d'une SPAC est fixé indépendamment de facteurs tels qu'un modèle de valorisation d'entreprise, des faits historiques, des performances passées ou une estimation des performances futures de l'émetteur, une estimation de la demande dont l'action fera l'objet, etc. Par conséquent, les fluctuations du cours de bourse peuvent avoir peu de rapport avec le succès économique final de l'opération.

Pour les investisseurs, l'évaluation du projet risque rapidement de devenir complexe si, par exemple, la cible, sa localisation géographique et/ou le segment industriel dont elle provient ne sont pas encore définis avec précision, s'il s'agit d'une *business combination* transfrontalière ou si la cible est une start-up dont la valorisation est moins évidente.

Les SPACs peuvent revêtir différentes formes et être de taille très diverse. Il est donc important que les investisseurs étudient minutieusement le prospectus afférent à chaque projet et en examinent non seulement les aspects économiques mais également tous les aspects juridiques. En effet :

- il existe différents types d'actions et de warrants,
- les procédures de vote peuvent varier,
- le mécanisme de sortie du compte sous séquestre et les possibilités d'exercice des warrants peuvent être assortis de restrictions temporelles et quantitatives,
- le caractère des participations des différentes parties prenantes dans les actifs de la SPAC change au fil du temps, et
- le coût caché de la dilution peut rapidement rendre assez difficile l'évaluation de l'investissement réalisé dans une SPAC.

Le phénomène de dilution se manifeste dès l'IPO. Par la suite, les actionnaires ordinaires qui choisissent de participer à l'opération de fusion ou d'acquisition subiront à divers moments une dilution supplémentaire importante mais difficile à anticiper, qui pourrait ne pas être compensée par l'augmentation de valeur espérée de la nouvelle *business combination*.

1. Risque de mauvaise gestion et de conflits d'intérêts

Le scénario où *aucune* cible ne serait trouvée met une forte pression sur les sponsors, non seulement parce qu'ils devront dans ce cas également absorber leurs pertes, mais aussi et surtout parce que leur réputation est en jeu. Pour éviter pareille situation, les sponsors pourraient avoir tendance à agir avec précipitation et proposer une acquisition d'entreprise qui ne va pas ou pas suffisamment dans le sens de l'intérêt des investisseurs.

Il est possible que les sponsors soient déjà actifs dans d'autres entreprises. Il existe un risque qu'ils ne consacrent pas suffisamment de temps à la SPAC en raison de leurs autres projets ou qu'ils réservent les meilleures opportunités d'investissement à leurs entreprises privées. Par le biais de la SPAC, des contrats peuvent être conclus ou des opérations d'acquisition engagées avec des parties liées aux sponsors. Les SPACs sont créées et dirigées par des experts financiers qui pourraient ne pas pouvoir résister à de potentiels conflits d'intérêts : il est en effet dans l'intérêt direct des sponsors que le montage réussisse dans les délais impartis, éventuellement au détriment de la diligence apportée aux conditions de la transaction. Bien que le risque de mauvaise gestion et de conflits d'intérêts puisse également affecter d'autres entreprises, il est plus flagrant dans les SPACs¹².

Seuls les sponsors négocient l'acquisition et le prix de celle-ci avec la cible. Ils pourraient avoir tendance à *sous*-valoriser la cible afin d'obtenir plus facilement le consentement des investisseurs et d'augmenter les chances de réaliser l'opération dans le délai prévu. Rien n'empêche les fondateurs d'acheter des actions avec droit de vote sur le marché secondaire juste *avant* la date de décision, surtout si cela leur permet de neutraliser les votes négatifs potentiels. En effet, les actions qu'ils ont acquises à ce moment-là ne sont pas bloquées et pourraient être revendues peu après l'acquisition. Les pertes éventuellement subies sur ces actions seront plus que compensées par la participation de 20 % que les fondateurs ont acquise à un coût nominal. Et si, même après l'achat d'actions provenant de potentiels investisseurs ayant émis un vote négatif, l'acquisition est rejetée, les fondateurs récupéreront leur mise nominale sur cette partie, puisque ces actions (contrairement aux actions de fondateur) donnent droit à une partie proportionnelle du compte sous séquestre¹³.

2. La structure de rémunération des sponsors comporte un risque de disparité entre les intérêts des sponsors et ceux des investisseurs

Le risque de proposer une transaction d'une qualité insuffisante est également accentué par le fait que les sponsors, grâce à leur rémunération (en actions (quasi) gratuites et warrants) peuvent obtenir un rendement significatif dès le départ du projet, et également par la suite même s'il ne s'agit pas d'une acquisition de qualité qui permet de compenser (dans un délai raisonnable) la dilution significative que les investisseurs de détail subissent.

Si l'opération d'acquisition est clôturée dans le délai imparti, une deuxième série de rémunérations peut suivre. Grâce aux warrants, les sponsors ont un important potentiel de gains à venir. Il n'est pas inutile de rappeler que les sponsors rédigent eux-mêmes les conditions reprises dans les statuts fondateurs de la SPAC et qu'ils obtiennent des unités

¹² Il existe des mécanismes de protection contre ce risque tels une *fairness opinion* d'un expert indépendant nommé par les administrateurs indépendants ou un *first review right* pour la SPAC (si les sponsors ont une opportunité d'investissement en dehors de la société cotée : la proposition d'investissement doit être faite en premier lieu à la SPAC). Rien n'oblige toutefois les sponsors à prévoir un *first review right*, et, s'il est prévu, les circonstances dans lesquelles il peut être exercé peuvent être plus ou moins restrictives.

¹³ T. Jenkinson and M. Sousa, "Why SPAC investors should listen to the market", *Journal of Applied Finance*, vol. 21, no. 2, 2011.

de warrants à un prix symbolique, alors que les autres investisseurs reçoivent des fractions de warrants à titre d'élément constitutif de l'unité offerte au moment de l'IPO.

Exemple anonymisé tiré de la pratique : La SPAC ABC a levé USD 200 millions dans le cadre d'une IPO. Les sponsors ont reçu 5,8 millions d'actions de fondateur pour leur rôle de management dans la SPAC et ont acheté 5,8 millions de warrants au prix unitaire de USD 1. Le produit total de l'IPO et des warrants s'élevait donc à USD 205,8 millions. Grâce à leur « promote », les sponsors ont vu la valeur de leur mise passer immédiatement de USD 5,8 millions à quelque USD 42 millions.

3. Prise de décision concernant la *business combination*

L'une des caractéristiques typiques de la SPAC est qu'elle permet aux investisseurs d'avoir leur mot à dire sur la *business combination* à former. Les investisseurs jouent également un rôle actif pendant le cycle de vie de la SPAC. L'obtention du consentement des investisseurs sur la poursuite du projet peut être organisée de différentes manières. La proposition peut être soumise à l'assemblée générale (par exemple en cas de fusion ou autre modalité nécessitant une décision de l'assemblée générale ou par décision de principe de gestion de la SPAC). Ou bien la décision d'investissement peut être prise au niveau du conseil d'administration (avec une approbation par une majorité qualifiée des administrateurs, sauf si l'acquisition vise une société liée aux sponsors, auquel cas l'unanimité est parfois requise). En d'autres termes, vu les diverses façons d'organiser la prise de décision, rien ne permet aux investisseurs de savoir avec certitude s'ils pourront en tant qu'actionnaires participer en tout temps à la décision portant sur l'acquisition proposée.

4. Le fait que le produit de la cotation de la SPAC soit placé sur un compte sous séquestre ne donne pas aux investisseurs la certitude absolue qu'ils pourront récupérer l'intégralité de leur mise

Les fonds levés préalablement à la cotation de la SPAC sont conservés sous forme de cash sur un compte sous séquestre afin de pouvoir rembourser les investisseurs dans l'hypothèse où aucun projet n'est présenté dans les deux ans, ou dans l'hypothèse où les investisseurs font usage de leur droit de sortie à l'occasion du projet d'acquisition.

Le compte sous séquestre n'offre toutefois pas aux investisseurs une protection totale et permanente contre les risques. Sans parler du fait que la possibilité de recourir effectivement au compte sous séquestre est subordonnée à des conditions et limitée dans le temps, à savoir jusqu'au moment du vote sur la *business combination*, la gestion d'une entreprise, l'IPO et l'analyse des dossiers d'acquisition (ainsi que de l'IPO) coûtent de l'argent et les investisseurs doivent supporter leur part de ces coûts. Les conditions entourant le compte sous séquestre peuvent varier (à quoi il peut servir, dans quels instruments financiers il peut être investi, etc.) et les intérêts versés sur le compte sous séquestre ne sont pas toujours positifs. La possibilité de sortie peut par ailleurs être assortie de certaines conditions, comme des restrictions temporelles et quantitatives ou une sortie sous peine de perte d'autres droits. La partie auprès de laquelle le compte sous séquestre est détenu peut faire faillite, ou des tiers peuvent faire valoir des droits sur ce compte

Dans le meilleur des cas, les investisseurs auront droit au remboursement pro rata du prix d'introduction de l'action dans le compte sous séquestre. Une action achetée sur le marché secondaire *au-dessus* de son prix d'introduction ne donnera droit qu'à la part relative à la valeur nominale de cette action dans le compte sous séquestre.

Il convient que l'investisseur prête une attention toute particulière à l'information contenue dans le prospectus concernant ce compte et entre autres, le fait que les fonds appartiennent à la société et donc, portent le risque de faillite, d'actions de tiers et ne tombent pas sous la protection du Fonds de garantie belge en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire financier. La confirmation éventuelle par un expert indépendant que l'argent disponible sur le compte sous séquestre est suffisant pour l'acquisition et le remboursement des investisseurs qui souhaitent sortir constitue aussi une information importante pour l'investisseur.

5. Une dilution est ancrée dans la structure de la SPAC

Une dilution immédiate survient dès l'IPO de la SPAC. Les actionnaires ordinaires qui choisissent de participer à l'opération d'acquisition subiront, à divers moments du cycle de vie de la SPAC, une dilution supplémentaire importante mais difficile à anticiper, qui pourrait ne pas être compensée par l'augmentation de valeur espérée de la nouvelle *business combination* à former. Les warrants, qui constituent l'un des fondements du projet de SPAC, sont responsables de la dilution supplémentaire subie durant le cycle de vie de la SPAC.

Ceci donne à l'investissement une complexité certaine car il est impossible pour l'actionnaire de prévoir dans quelle mesure il sera dilué au moment où il doit prendre la décision de rester ou de se faire rembourser.

6. Les SPACs sont évaluées au moyen de projections, d'estimations et de scénarios

Comme indiqué ci-dessus, le prix d'introduction en bourse de l'action d'une SPAC est fixé indépendamment de facteurs tels qu'un modèle de valorisation d'entreprise, des faits historiques, des performances passées ou une estimation des performances futures de l'émetteur, une estimation de la demande dont l'action fera l'objet, etc.

Il existe un risque que le cours de l'action de la SPAC tombe, *après* la cotation, (largement) *en dessous du prix fixé au moment de l'IPO*, surtout s'il n'existe aucune indication d'acquisition planifiée, si l'opération est complexe, si les sponsors encourent de nombreux frais¹⁴ ou si la cible est une start-up.

Comme pour de nombreuses tendances observées sur les marchés financiers, un autre risque guette le phénomène des SPACs : celui d'un battage publicitaire amenant les investisseurs à opter, sans être (suffisamment) informés, pour un investissement qui ne

¹⁴ Les *business combinations* transfrontalières risquent d'être extrêmement complexes, la structure finale de la transaction dépendant en partie de facteurs liés à la fiscalité, à la comptabilité et au droit des sociétés des juridictions tant de la SPAC que de la cible et de la bourse.

leur est pas approprié, juste par crainte de « rater le coche ». Comme souvent en cas d'engouement sur les marchés financiers, de nombreuses absurdités sont colportées au sujet des projets de SPAC, comme des promesses de rendement exagérément optimistes ou irréalistes ou une justification financière inadéquate.

Un signe doit alerter les investisseurs : il est fait appel à des sportifs connus ou à d'autres célébrités ayant de nombreux *followers* sur les réseaux sociaux pour jouer le rôle de *stock influencers* dans le cadre de la promotion et de la commercialisation des SPACs. Ces vedettes n'ont généralement pas le bagage nécessaire en ce qui concerne les SPACs et peuvent semer la confusion dans l'esprit du public quant à la nature de l'investissement^{15 16}.

Si, après la cotation, le cours de l'action de la SPAC *dépasse largement* le prix fixé au moment de l'IPO, cela peut être le signe d'un tel emballement, car le prix de l'action devrait en principe se situer aux alentours de la valeur en cash (c'est-à-dire du prix d'introduction moins les coûts exposés par action) détenue par la société.

7. Des recherches académiques révèlent que les performances des SPACs après la formation de la *business combination* sont toujours décevantes

Les chiffres recueillis sur <https://stockmarketmba.com/listofshellcompanies.php> montrent que plus de 40 % des SPACs constituées *avant* 2020 n'ont pas encore pu réaliser, voire annoncer une acquisition, ce qui est pour le moins frappant puisqu'il s'agit justement de l'unique objectif d'une telle société^{17 18}.

Les résultats présentés dans le tableau ci-dessous indiquent que, de manière quasi constante, les *business combinations* après fusion réalisent des performances décevantes ou dégagent des *rendements négatifs par comparaison avec une référence*. Ce tableau compare les SPACs avec, d'une part, l'indice Russell 2000 et, d'autre part, l'indice Renaissance Capital IPO et opère une distinction entre les « HQ » (sponsors de haute qualité ou spécialistes renommés) et les « Non-HQ » (sponsors n'étant pas de haute qualité).

¹⁵ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-12-09/hedge-funds-love-spacs-but-retail-investors-should-watch-out>, "SPAC invasion: Why SPACs are Wall Street's latest craze", *The Economist*, February 18th, 2021: "...unlikely trio sponsors a special-purpose acquisition company (SPAC), a listed pot of capital that seeks a firm to take public through a merger. O'Neal is not the only sportsman turned SPACman. Colin Kaepernick, the former quarterback famous for kneeling during America's national anthem to protest against racism, has teamed up with a private-equity firm to launch a 'socially conscious' SPAC. Alex Rodriguez, a former baseball player, plans to raise up to \$575m for a SPAC targeting sports-related firms".

¹⁶ Kanis Saengchote, "The Tesla effect and the mispricing of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)", Chulalongkorn Business School, 2021.

¹⁷ Pour une autre preuve anecdotique, voir [Renaissance Capital](#): "of the 313 SPAC's of 2015, 93 have completed mergers and taken a company public. Of these 93, the common shares have delivered an average loss of -9.6% and a median return of -29.1 % compared to the average aftermarket return of 47.1% for traditional IPOs since 2015. Only 29 or nearly a third of the SPAC's in this group had positive returns".

¹⁸ Il semblerait, selon des informations récemment divulguées, que des *hedge funds* qui n'avaient pas participé au financement initial de certaines SPAC ont commencé à *shorter* certaines *De-SPAC*, autrement dit à anticiper de fortes baisses de valeur de certaines *business combinations* ainsi formées (Bloomberg).

Table 6: Post-Merger SPAC Returns – 2019-2020 Merger Cohort

| | Three-Month | | | Six-Month | | | Twelve-Month | | |
|--|-------------|-------|--------|-----------|--------|--------|--------------|--------|--------|
| | All | HQ | Non-HQ | All | HQ | Non-HQ | All | HQ | Non-HQ |
| Mean Return | -2.9% | 31.5% | -38.8% | -12.3% | 15.8% | -37.6% | -34.9% | -6.0% | -57.3% |
| Median Return | -14.5% | -4.6% | -46.9% | -23.8% | -15.9% | -43.0% | -65.3% | -34.6% | -66.3% |
| Mean Return (Excess over IPO Index) | -13.1% | 25.1% | -53.0% | -33.0% | 0.4% | -63.1% | -47.1% | -11.8% | -74.6% |
| Median Return (Excess over IPO Index) | -32.8% | 7.1% | -52.1% | -43.2% | -31.0% | -56.3% | -56.5% | -54.8% | -89.9% |
| Mean Return (Excess over Russell 2000) | -1.3% | 37.5% | -41.9% | -10.9% | 22.5% | -41.0% | -21.5% | 9.7% | -45.7% |
| Median Return (Excess over Russell 2000) | -16.1% | 16.9% | -47.2% | -17.5% | -2.4% | -57.0% | -44.9% | -36.3% | -55.0% |
| N SPACs | 47 | 24 | 23 | 38 | 18 | 20 | 16 | 7 | 9 |

“We find, first, that for a large majority of SPACs, post-merger share prices fall, and second, that these price drops are highly correlated with the extent of dilution, or cash shortfall, in a SPAC. This implies that SPAC investors are bearing the cost of the dilution built into the SPAC structure, and in effect subsidizing the companies, they bring public. We question whether this is a sustainable situation.”¹⁹

¹⁹ M. Klausner & M. Ohlrogge, “A sober look at SPACs”, New York University School of Law - Law and Economic Research Paper Series, Working Paper no. 20-48, October 2020, p. 1 et p. 34 (Table 6). Voir également la littérature dont la liste figure en fin de texte.

III. La FSMA propose des mesures visant à préserver l'équilibre entre le bon fonctionnement des marchés de capitaux et l'intérêt des investisseurs

Les dossiers de SPAC sont soumis aux règles actuelles qui régissent les opérations boursières et leur contrôle. Ces règles prévoient notamment l'établissement d'un *prospectus* et des *exigences en matière de reporting financier*. Le *prospectus* décrit, entre autres, le bilan financier limité, le management et la gouvernance, le secteur cible visé et la stratégie du projet d'acquisition et/ou de fusion.

Il ressort de ce qui précède que l'apparente simplicité de l'action d'une SPAC cache des aspects qui sont susceptibles de rendre l'évaluation de l'investissement très complexe.

Dans le prolongement de l'action qui a déjà été la sienne, qu'il s'agisse d'interdictions de produits trop dangereux via deux règlements *banning*²⁰ ou de limitations de la complexité de produits structurés via un moratoire sur la commercialisation de produits trop complexes²¹, la FSMA estime nécessaire de définir des standards minimaux visant à encadrer l'offre et la commercialisation d'actions émises par les SPACs.

La FSMA préconise ainsi l'adoption de quatre mesures concernant la structuration des SPACs, la diffusion d'informations sur les actions de SPACs et la négociation de ces actions. Ces mesures ne portent pas préjudice aux autres aspects que la FSMA analysera attentivement lors de l'analyse du prospectus d'IPO de SPACs. Elles évolueront nécessairement en fonction des opinions que la FSMA aura développées en la matière et en fonction des éventuelles initiatives prises au niveau européen et/ou international.

La FSMA attend des sponsors qui ne suivent pas ces standards minimaux qu'ils l'indiquent explicitement sur la page de garde du prospectus d'IPO.

A. La structure de gestion de la SPAC et les règles relatives à la prise de décision sur les *business combinations* doivent offrir aux investisseurs une protection maximale contre les conflits d'intérêts

La FSMA est d'avis qu'il est indiqué que la décision d'investissement (« *business combination* ») revienne à l'assemblée générale des actionnaires et non au conseil d'administration de la SPAC.

Tenant compte des différentes catégories d'actions, il convient que l'assemblée générale appelée à statuer organise des votes dans chaque catégorie avec, au minimum, un quorum de 50 % et une majorité de 50 % plus une voix, étant entendu que si la nature de l'opération projetée nécessite des seuils de quorum ou de majorité plus restrictifs, ceux-ci trouvent à s'appliquer dans chaque catégorie d'actions. Il est aussi important d'éviter que les fondateurs qui auraient acquis des actions sur le marché puissent participer au vote dans l'autre catégorie des actionnaires et influencer leur vote.

²⁰ <https://www.fsma.be/fr/faq/2-quels-sont-les-instruments-ou-pratiques-interdits-par-ce-reglement>

²¹ https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/press/2011/nipic/fr/fsma_2011_02.pdf

Pour mitiger le risque de conflits d'intérêts inhérent aux SPAC, la FSMA est d'avis que dans l'hypothèse où les fondateurs/sponsors ont une opportunité d'investissement en dehors de la société cotée, cette proposition d'investissement doit être faite en premier lieu à la Société (droit de *first review* large).

Si l'acquisition d'une société liée aux sponsors est envisagée, la décision unanime des administrateurs qui ne sont pas en conflits d'intérêt, devrait être requise pour proposer l'acquisition à l'assemblée générale, laquelle votera suivant les règles de quorum et de majorité énoncées ci-dessus.

Enfin, la société devra prévoir un *dealing code* strict qui interdirait notamment aux sponsors de traiter des titres en bourse pendant la période de négociation de la *business combination*.

B. Les modalités de sortie de la SPAC doivent offrir aux investisseurs décidant de maintenir leur participation une protection maximale contre la dilution

La FSMA estime utile que le remboursement des actions lors de la *business combination* soit réservé aux actionnaires ayant voté contre celle-ci. Comme démontré dans l'exemple ci-avant, tout remboursement a un effet dilutif immédiat. Permettre le vote positif et le remboursement dans le chef d'un même investisseur aura pour effet d'accentuer fortement la dilution des autres actionnaires. Par ailleurs, il n'est pas logique que, par exemple, des investisseurs détenant des actions et des warrants, votent positivement, se fassent rembourser leurs actions et bénéficient toujours de leurs warrants, le tout en diluant fortement les actionnaires restant qui, eux, assument pleinement le risque de la SPAC.

C. Le prospectus de la SPAC doit présenter différents scénarios de dilution et indiquer quel sera le rendement nécessaire pour neutraliser la dilution de l'investisseur

Le prospectus de cotation des actions constituera l'information de base pour les investisseurs qui souhaiteront acquérir des titres via le marché. Celui-ci devra dès lors comprendre toute l'information nécessaire à la compréhension de la structure et de ses mécanismes de fonctionnement.

Comme indiqué au point 1, C, 6 ci-dessus, les actionnaires (en particulier les investisseurs de détail qui achèteraient des actions sur le marché secondaire avant la *business combination*) qui décident de ne pas sortir lors de l'acquisition d'entreprise pourraient subir une dilution significative (en fonction de différents facteurs tels que le taux de dissidence et les conditions de rémunération des sponsors) avec le risque que l'acquisition ne permette pas de créer de valeur suffisante (endéans un délai raisonnable) pour compenser cette dilution.

Lors de l'examen des prospectus de SPAC, la FSMA prêtera dès lors une attention toute particulière à la manière dont les investisseurs sont informés de l'impact de la dilution.

Le prospectus devra notamment reprendre une analyse chiffrée, basée sur les conditions de l'offre, qui présente entre autre les éléments suivants :

- La dilution subie sur la valeur de l'action en raison des conditions d'entrée distinctes entre le public, les investisseurs qualifiés et les sponsors;
- La dilution supplémentaire subie par les actionnaires restant lors du remboursement des actionnaires « dissidents » ;
- Une évaluation du rendement annuel que doit réaliser la société pour que l'investisseur restant atteigne au minimum le *break even* par rapport à la valeur de remboursement prévue lors de la *business combination en tenant compte des coûts liés à la structure et aux démarches d'acquisition*.

Plusieurs scénarios devraient être présentés sous la forme d'une analyse de sensibilité faisant varier le taux de demande de remboursement au moment de la *business combination*.

Toutefois, les simulations de dilution restent nécessairement un exercice théorique, sachant que la dilution finale dépendra de divers facteurs incertains et qu'elle est par conséquent tout simplement impossible à prévoir. Un investissement dans une start-up comporte toujours un risque élevé de perte de valeur, mais la SPAC se distingue de surcroît par le fait qu'elle implique un transfert immédiat de la valeur vers les sponsors, ce qui signifie que les probabilités de gain ou de perte pour les actionnaires ne sont pas égales.

Comme l'évaluation d'un investissement dans l'action d'une SPAC acquiert de ce fait un caractère très complexe, la FSMA demandera qu'un avertissement spécifique, comportant un renvoi à la section sur la dilution, figure sur la page de garde du prospectus.

D. Les actions de SPACs cotées sur Euronext Brussels porteront une mention spécifique indiquant qu'elles sont réservées aux investisseurs professionnels

La FSMA estime que, eu égard à leur complexité, les SPACs devraient être négociées sur un groupe réservé aux professionnels²². Les intermédiaires devraient en tirer les conséquences au niveau de l'application des règles de conduites en cas de transactions faites sur le marché. Dans le même ordre d'idées, la FSMA est d'avis que l'offre d'unités devrait être réservée aux investisseurs qualifiés au sens de l'article 2 du règlement prospectus²³.

Le fait que les actions de SPACs soient mentionnées sur Euronext Brussels comme étant réservées aux investisseurs professionnels, n'empêchera pas les investisseurs de détail de les acquérir.

²² Dans le sens de l'article 4(1) 10) de MiFID II

²³ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE

Les clients de détail peuvent, de leur propre initiative, passer des ordres d'achat ou de vente d'actions de SPACs auprès de leur organisme financier, qui exécutera alors ces ordres pour leur compte. Pour les motifs énoncés ci-dessus, la FSMA estime que l'exécution devra en ce cas se faire moyennant un test du caractère approprié (*appropriateness test*). Cela signifie que l'organisme financier sollicité devra vérifier si le client possède suffisamment de connaissances et d'expérience en la matière. Si tel n'est pas le cas, l'organisme financier devra informer son client que la transaction n'est pas appropriée pour lui. Si l'investisseur souhaite néanmoins poursuivre l'opération, il en assumera l'intégralité du risque²⁴.

Il est également possible pour les clients de détail d'acquérir un tel investissement dans le cadre de la gestion discrétionnaire de portefeuille ou d'un conseil en investissement, pour autant que toutes les conditions d'adéquation de la transaction envisagée soient remplies (*suitability test*): connaissances, expérience, situation financière (y compris la capacité à subir des pertes) et objectifs d'investissement (y compris la tolérance au risque) et ce, sans préjudice des règles en matière de "product governance".

E. Recommandations additionnelles

Comme indiqué ci-avant, les SPACs peuvent revêtir différentes formes et apporter aux investisseurs différents niveaux de protection. La FSMA encourage les émetteurs éventuels de SPACs à apporter un maximum de protection dans les véhicules qu'ils fondent dans cette perspective.

Les éléments de protection qu'ils peuvent ajouter sont par exemple de prévoir :

- des conditions liées à la réalisation de l'investissement au niveau du pourcentage minimum d'utilisation des fonds, de la confirmation par un expert de la disponibilité du cash nécessaire à l'investissement et à son fonctionnement ;
- l'adoption d'un taux de vote positif très élevé pour accepter la *business combination* en assemblée générale ;
- l'organisation d'une rémunération des fondateurs qui soit liée à la création de valeur (comme par exemple : atteindre un niveau déterminé de cours de bourse) et non à un paiement *up front* par l'octroi d'actions quasi gratuites.
- ...

Les acteurs du marché sont invités à communiquer leurs réactions et suggestions concernant cette analyse et leurs différentes propositions à l'adresse Consult1@fsma.be du 10 mai au 31 mai 2021 inclus.

²⁴

<https://www.fsma.be/fr/la-directive-mifid-ii-une-protection-renforcee-pour-les-investisseurs>

Littérature

- Bai, J., A. Ma & M. Zheng, "Reaching for yield in the going-public market evidence from SPACs", February 2021. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3746490> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746490>
- Berger, R. "SPACs: "An Alternative Way to Access the Public Markets", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 20, no. 3, 2008, 68-75
- Blomkvist, M. & M. Vulanovic, "SPAC IPO Waves", *Economic Letters* vol. 197, 2020. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3686498>
- Chatterjee, S., N.K. Cidambaran & G. Goswami, "Security design for a non-standard IPO: the case of SPACs", *Journal of International Money and Finance* vol. 69, 2016, 151-178
- Cumming, D., L.H. Haß & D. Schweitzer, "The fast track IPO - success factors for taking firms public with SPACs", *Journal of Banking & Finance*, vol. 47, 2014, 198-213
- Jenkinson, T. & M. Sousa, "Why SPAC investors should listen to the market", *Journal of Applied Finance*, vol. 21, no. 2, 2011
- Klausner, M. & M. Ohlrogge, "A sober look at SPACs", New York University School of Law - Law and Economic Research Paper Series, Working Paper no. 20-48, October 2020
- Kolb, J. & T. Tykova "Going public via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs do not turn into princes", *Journal of Corporate Finance*, vol. 40, 2016, 80-96
- Michielotto, N. "Special Purpose Acquisition Companies in Italy, an empirical analysis", Master's Thesis, Università degli Studi di Padova - 2016-2017
- Saengchote, K. "The Tesla effect and the mispricing of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)", Chulalongkorn Business School, 2021. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3800323>
- Schachmurove, Y. & M. Vulanovic, "SPAC IPOs", in *The Oxford Handbook of IPOs*, ed. D. Cumming and S. Johan, Oxford University Press, 2019, 301-330