

# De-SPAC et contrôle des investissements étrangers

L'objet d'un SPAC (special purpose acquisition company) est de lever des capitaux sur les marchés afin d'acquérir une société cible dans un domaine d'activité prédéfini. L'opération se fait en deux temps : l'introduction en bourse du véhicule d'acquisition puis le rachat d'un acteur sectoriel. Le de-SPAC correspond à cette deuxième étape qui consiste pour le SPAC à se transformer en société opérationnelle en acquérant une société cible et en fusionnant avec celle-ci. Du point de vue de la cible, la fusion avec un SPAC présente l'avantage de pouvoir accéder au statut de société cotée plus rapidement et avec une plus grande certitude que dans un processus d'introduction en bourse classique. C'est la raison pour laquelle le de-SPAC s'assimile principalement à une opération de marché.

Reste que cette seconde étape dans la vie d'un SPAC repose également sur une opération de fusion-acquisition, ce qui amène à s'interroger sur l'application des mécanismes de contrôles réglementaires en matière de M&A dans ce cas de figure. S'agissant d'un rapprochement entre une société coquille et une société opérationnelle, l'opération est a priori indolore du point de vue du contrôle des concentrations. La question est plus complexe en ce qui concerne le contrôle des investissements étrangers. Elle se pose d'autant plus qu'un certain nombre de SPACs américains ont été créés avec comme objectif d'acquérir des acteurs évoluant dans des secteurs stratégiques ou sensibles, y compris en Europe.

## 1. Caractéristiques principales des opérations de de-SPAC

Le SPAC est un véhicule d'investissement créé à l'initiative d'un ou plusieurs sponsors pour être introduit en bourse et lever des capitaux destinés à financer des acquisitions ultérieures dans un secteur d'activité défini. Le SPAC doit réaliser une opération d'acquisition (initial business combination) dans un délai de 18 à 24 mois en moyenne suivant son introduction en bourse. Les fonds levés dans le cadre de l'IPO sont placés sur un compte séquestre jusqu'à la réalisation de la première acquisition. Si aucune opération n'intervient dans le délai applicable, le SPAC est liquidé et les fonds séquestrés sont reversés aux investisseurs.

Les sponsors jouent un rôle clé dans l'opération. La capacité d'un SPAC à attirer des investisseurs et à lever des capitaux dépend principalement de l'expérience et de la crédibilité des sponsors. Une fois l'introduction en bourse réalisée, c'est eux qui sont chargés de l'identification des cibles potentielles



Par Pascal Bine, avocat associé, Skadden

et de la négociation de l'acquisition initiale. C'est eux qui supportent le risque financier lié à l'opération. L'apport en fonds propres initial des sponsors (at-risk capital) sert en effet à financer les coûts d'introduction en bourse, les coûts d'exploitation du SPAC post IPO, ainsi que les frais de recherche d'une cible et de réalisation de l'acquisition initiale. En contrepartie du risque pris, les sponsors reçoivent des actions préférentielles (promote), qui leur donnent droit jusqu'à 20 % du SPAC à l'issue de l'IPO alors qu'ils n'ont investi qu'une proportion beaucoup plus faible du montant des capitaux levés lors de l'IPO (entre 2 % et 3 % en moyenne), ainsi que des warrants. Aux Etats-Unis, les opérations de de-SPAC prennent le plus souvent la forme d'une fusion triangulaire inversée (reverse merger) entre la société cible et une filiale ad hoc du SPAC dans laquelle la première absorbe la seconde. Par l'effet de la fusion-absorption, la société cible devient une filiale à 100 % du SPAC et ses actionnaires reçoivent des titres du SPAC et/ou du cash en échange de leurs titres dans la société cible. La réalisation de l'acquisition est soumise à l'approbation des actionnaires du SPAC. Les investisseurs qui ne soutiennent pas l'opération ont la possibilité de sortir du SPAC en se faisant racheter leurs titres sur la base du prix de l'IPO.

La partie cash de l'opération est financée par les fonds levés lors de l'introduction en bourse du SPAC et les autres sources habituelles de financement d'une opération de M&A (equity et/ou dette). Il arrive fréquemment que le SPAC lève des capitaux supplémentaires auprès d'investisseurs institutionnels via une opération de PIPE (private investment in public equity) concomitamment à la réalisation de l'acquisition. Les capitaux apportés par les investisseurs du PIPE permettent au SPAC de financer la différence entre le coût de l'acquisition et le produit de l'IPO ainsi que le coût de rachat des titres des

actionnaires choisissant d'exercer leur droit de retrait du SPAC. La réalisation du de-SPAC permet aux sponsors de consolider leur participation en capital dans le nouvel ensemble via la conversion de leurs actions préférentielles en actions ordinaires et l'exercice de leurs warrants. En cas de roll-over, le ou les actionnaires majoritaires de la cible qui reçoivent des titres du SPAC en échange de leurs titres dans cette société peuvent conserver une participation majoritaire dans le nouvel ensemble. Le solde du capital est détenu par les investisseurs qui ont participé au PIPE et ceux qui composent le flottant. En fonction de la structure de l'opération, de l'importance du roll-over et de l'actionariat de la cible en amont, il peut arriver que l'opération soit sans impact sur le contrôle ultime du groupe cible.

## 2. Les conséquences en matière de contrôle des investissements étrangers

Qu'il s'agisse d'un SPAC américain ou européen, il est nécessaire de s'interroger sur l'application de réglementations nationales en matière de contrôle des investissements étrangers lors de la préparation de l'opération de de-SPAC, dès lors que celle-ci présente un caractère multi-juridictionnel. Ce sera le cas si le SPAC et la société cible sont de nationalités différentes ou si le groupe cible a une implantation internationale.

Cette analyse sera indispensable si le groupe cible exerce ses activités dans des domaines sensibles ou stratégiques. On notera qu'un certain nombre de SPACs ont été créés avec comme objectif d'investir dans des secteurs sensibles. C'est le cas notamment du secteur des fintechs, de la santé et du spatial. Sur les deux dernières années, près d'une quinzaine de start-ups dans le domaine du New Space se sont introduites en bourse (la plupart sur le Nasdaq) via une fusion avec un SPAC. Parmi les exemples récents figurent les spécialistes de micro-lanceurs spatiaux Rocket Lab, Astra et Virgin Orbit et les constellations de satellites d'observation Planet, Satellogic et BlackSky. Avec dans chaque cas des valorisations records. La valeur totale des opérations de de-SPAC avec des fintechs aux Etats-Unis et en Europe depuis le début de l'année s'élève à 70 milliards d'euros (source : Dealogic).

Aux Etats-Unis, il peut être nécessaire ou approprié de soumettre l'opération au CFIUS en fonction de différents paramètres, notamment (1) l'existence d'un ou plusieurs sponsors étrangers, (2) le pourcentage de détention étrangère au sein de l'actionariat de la cible participant au roll-over dans le SPAC, (3) la quantité d'investisseurs étrangers dans le financement PIPE, et (4) l'impact de l'opération sur la composition du conseil d'administration et la structure de gouvernance du nouvel ensemble. L'opération pourrait également relever du régime de notification obligatoire au CFIUS si les activités du groupe cible aux Etats-Unis portent sur des infrastructures, des technologies ou des données sensibles au sens de la législation américaine.

Une opération de de-SPAC initiée par un SPAC étranger peut constituer un « investissement » au sens de la réglementation

de contrôle des investissements étrangers en France (« IEF ») lorsque le groupe cible comprend une filiale française. Ce sera le cas, par définition, si le SPAC rachète le groupe cible en contrepartie d'un règlement en numéraire au profit des actionnaires-vendeurs. Le SPAC acquiert alors indirectement le contrôle de la filiale française au sens de l'article R. 151-2, paragraphe 1°, du code monétaire et financier.

La question est un peu plus complexe lorsque la contrepartie de l'acquisition consiste en des titres nouvellement émis par le SPAC et que les actionnaires majoritaires de la cible deviennent les actionnaires majoritaires du SPAC à l'issue du roll-over. Faut-il alors considérer que l'opération emporte un transfert indirect du contrôle de la filiale française au bénéfice du SPAC étranger alors qu'aucun changement ne survient au niveau du contrôle ultime de cette société ?

C'est a priori la position des autorités françaises depuis l'introduction du concept de « chaîne de contrôle » dans la réglementation IEF par le décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019. L'existence d'une personne morale étrangère dans la nouvelle chaîne de contrôle de la société cible française suffit à caractériser l'existence d'un « investisseur étranger » au sens de la réglementation IEF. L'application de ce principe dans le cas d'un de-SPAC fait du sens car le SPAC étranger a vocation à agir en tant que nouvelle société de tête du groupe cible. Cette analyse est cohérente avec la position exprimée par les autorités selon laquelle l'acquisition d'une société française exerçant des activités sensibles par un investisseur français agissant via une structure de holdings étrangères entre dans le champ du contrôle IEF.

Le fait que l'opération soit neutre du point de vue du contrôle ultime de la filiale française ne permet pas, pour autant, de bénéficier de l'exemption intragroupe figurant à l'article R. 151-7, paragraphe 1°, du code monétaire et financier dans la mesure où les parties à l'opération ne sont pas ab initio sous un contrôle commun. A noter qu'il serait utile de modifier le texte de cet article pour viser le cas où le contrôle commun est exercé en amont par « un ou plusieurs actionnaires agissant de façon conjointe ».

La question de savoir s'il peut y avoir acquisition indirecte du contrôle de la filiale française sans changement au niveau de son contrôle ultime ne se pose pas lorsque le SPAC est une société non-européenne. Dans ce cas de figure, le de-SPAC constitue également un « investissement » au sens de l'article R. 151-2, paragraphe 3°, du code monétaire et financier, dans la mesure où il a pour effet de faire franchir par le SPAC, indirectement, le seuil de 25 % des droits de vote de la filiale française. En résumé, ce n'est pas parce qu'un de-SPAC est avant tout une opération de marché, qui consiste à s'introduire en bourse en se mariant avec une coquille cotée, qu'il faut pour autant oublier les contraintes habituelles en matière de M&A. Dès lors que l'opération revêt un caractère multi-juridictionnel, elle doit faire l'objet d'une analyse en amont du point de vue du contrôle des investissements étrangers, avec une information appropriée à l'attention des investisseurs du SPAC. ■