

LE TEMPS

Le pouls de l'économie suisse – retrouvez les derniers chiffres économiques clés décryptés en graphiques



Voir l'inflation



Voir le commerce



Voir le PIB



Voir le chômage

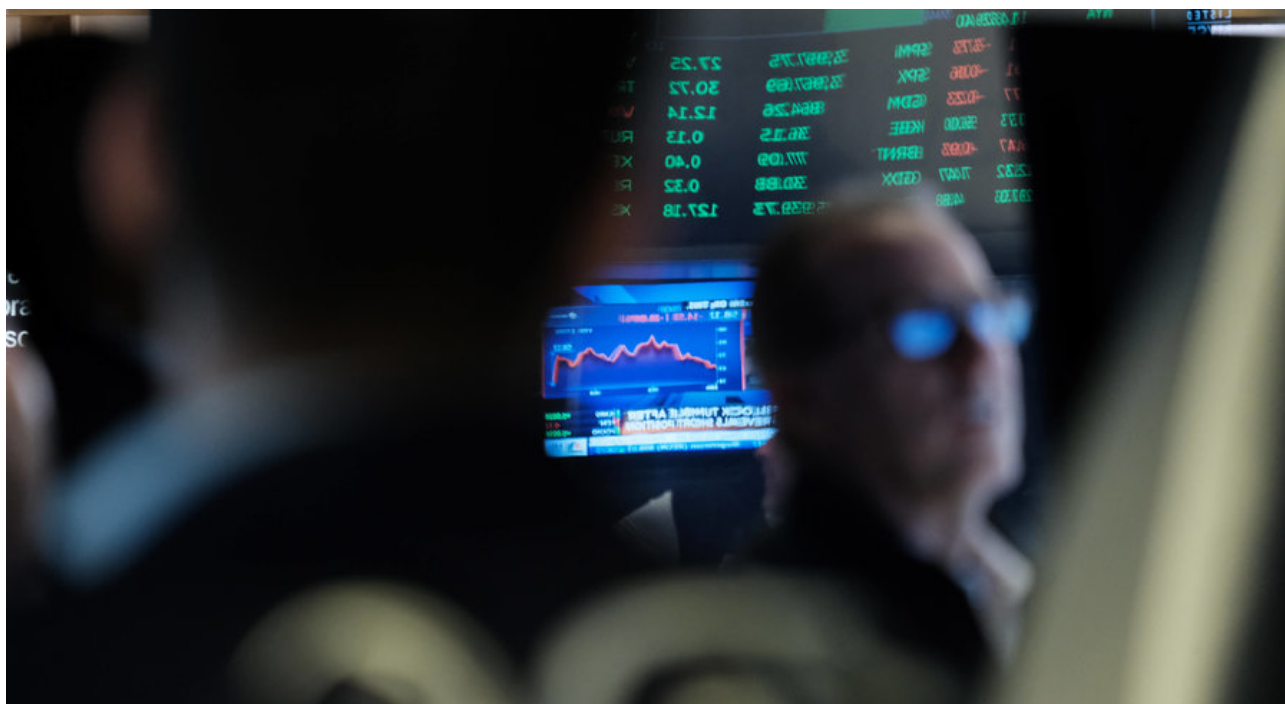


Voir le tourisme

BOURSES ABONNÉ

Les SPAC face à leur moment de vérité

Aux Etats-Unis, nombre de ces coquilles vides cotées en bourse tentent de survivre après avoir échoué à réaliser une acquisition dans les délais prévus et avoir subi le retrait de leurs actionnaires



Au NYSE, 23 mars 2023. — © Spencer Platt / Getty Images



Sébastien Ruhe

Publié dimanche 16 avril 2023 à 16:09
Modifié lundi 17 avril 2023 à 14:42

Les SPAC sont en train de faire «Pschitt». Ces coquilles vides cotées en bourse, qui permettent d'obtenir plus facilement et plus rapidement une cotation pour des entreprises en mains privées, [avaient fait fureur à Wall Street durant la pandémie](#). Mais [le souffle spéculatif est retombé](#): aux Etats-Unis, de nombreux SPAC arrivent au bout du délai imparti de deux ans pour acquérir une société. S'ils ne parviennent pas à réaliser une *business combination* (une acquisition, en jargon SPAC), leurs promoteurs devront rendre l'argent des investisseurs ou tenter de tenir le coup jusqu'à l'arrivée de nouveaux actionnaires, une fois une cible identifiée. Quant aux entreprises qui ont été acquises par des SPAC, elles sont nombreuses à risquer de manquer de liquidités, et une vague de faillites a déjà commencé. En Suisse, le seul instrument de ce type cherche toujours à conclure une acquisition.

Cet unique SPAC made in Switzerland s'appelle VT5 et n'avait pas eu de mal à lever de l'argent en 2021, [nous expliquait son directeur](#) en décembre de cette année-là, quelques jours après son introduction à la bourse suisse. VT5, qui veut acquérir une société technologique active en Europe germanophone, a maintenant du mal à investir les quelque 198 millions de francs que lui ont confiés des investisseurs. Le SPAC basé dans le canton de Schwytz a analysé deux douzaines de sociétés et mène des pourparlers avec deux cibles potentielles, tout en examinant d'autres pistes, selon son [rapport annuel 2022](#).

Le temps, un luxe pour les SPAC

Les *special purpose acquisition companies* comme VT5 sont également appelées «sociétés chèques en blanc» car ceux qui leur apportent des capitaux ne savent pas quelle entreprise sera acquise et n'ont même aucune garantie qu'une combinaison sera finalement conclue. Les actionnaires d'un SPAC peuvent aussi revendre leurs actions une fois qu'un accord a été trouvé avec une cible, s'ils ne souhaitent pas participer à la transaction. VT5 a jusqu'à décembre prochain pour en conclure une. Le temps est un luxe que n'ont plus un grand nombre de SPAC américains, qui ont pour la plupart été lancés en 2020 et 2021.

«Beaucoup de SPAC sont arrivés à expiration du délai de deux ans qu'ils avaient pour effectuer une *business combination*, ce qui leur laisse deux options: se dissoudre ou essayer d'obtenir une extension», analyse Alborz Tolou, avocat suisse installé à New York, qui a été très impliqué dans la constitution de SPAC entre 2020 et 2022. Aux Etats-Unis, quelque 70 SPAC détenant environ 18 milliards de dollars de cash approchaient à grands pas de leur date limite en mars, selon un décompte de Bloomberg.

Retraits massifs des actionnaires

Seule une majorité des actionnaires d'un SPAC peut lui accorder du temps supplémentaire afin de conclure une transaction avec une société cible en approuvant une extension. Mais lorsque les promoteurs d'un SPAC sollicitent une telle prolongation, ils doivent aussi offrir à leurs actionnaires la possibilité de récupérer leur argent, avec un intérêt. «Les actionnaires de SPAC approuvent généralement les demandes d'extension, mais profitent très souvent de cette occasion pour récupérer leur argent et rendre leurs actions. Il y a maintenant de nombreux exemples de SPAC dont la valeur de l'action a massivement baissé en bourse après une *business combination* et les investisseurs veulent éviter des pertes en récupérant leur investissement initial quand ils le peuvent», poursuit Alborz Tolou. Au cours de l'année écoulée, plus de 80% des actions d'un SPAC lambda ont ainsi été vendues par les actionnaires, selon des données de Bloomberg, alors que ce taux était inférieur à 10% début 2021.

Systématiquement émises à 10 dollars, ces actions valent souvent entre 1 et 2 dollars après la fusion entre le SPAC et la société acquise. Même si des *success stories* existent, cette destruction de valeur peut s'expliquer par la conjonction de plusieurs facteurs: la remontée des taux d'intérêt qui a impacté les marchés des capitaux; le tour de vis opéré par le surveillant de la finance américaine, la SEC, contre les SPAC depuis avril 2021, qui est venu casser l'élan que les SPAC avaient auprès des investisseurs; les prévisions souvent irréalistes (et non atteintes) des sociétés acquises, ou encore leur valorisation stratosphérique au moment de la combinaison.

On notera au passage que même après une telle chute, l'opération reste très rentable pour les promoteurs de SPAC – appelés sponsors –, qui ont souvent payé leurs actions quelques centimes. En revanche, si aucune acquisition n'est réalisée, ces participants perdent les frais qu'ils ont avancés, souvent en millions de dollars.

Attirer de nouveaux actionnaires

Une fois que les actionnaires initiaux ont retourné leurs actions et récupérer leur investissement initial, les SPAC disposent donc de beaucoup moins d'argent – très souvent plus de 80% en moins que l'argent levé lors de l'introduction en bourse. Notre interlocuteur se souvient même d'un cas à – 97%. Mais tout n'est peut-être pas perdu. D'une part, les promoteurs d'un SPAC peuvent inciter les actionnaires à ne pas retourner leurs actions en offrant une certaine somme à ceux qui acceptent de rester. D'autre part, «certains sponsors de SPAC essaient d'apporter de nouveaux investisseurs au moment de l'annonce de la *business combination*, et donc une fois que l'accord avec une société cible est conclu. Ces actionnaires-là apportent de l'argent en connaissance de cause et parfois en négociant des conditions spécifiques, via un «PIPE», un investissement privé dans une société cotée. Ils donnent ainsi une forme de crédibilité à la transaction, en plus du soutien financier», décrypte Alborz Tolou, diplômé de l'Université de Fribourg et l'Université de Harvard.

Un moyen similaire de faire face aux retraits des actionnaires initiaux a été employé à de nombreuses reprises depuis 2022: attirer un investisseur de référence (*anchor investor*) au moment même de la création du SPAC, qui s'engage à compenser les retraits et éventuellement à apporter des capitaux supplémentaires.

Combat pour survivre

C'est donc un combat pour la survie qui s'est enclenché pour de nombreux SPAC américains, qui doivent pouvoir couvrir les coûts liés à une cotation en bourse jusqu'à l'éventuelle conclusion d'une transaction. Ceux qui n'y parviennent pas n'ont d'autre choix que de se dissoudre et de rendre l'argent levé aux investisseurs. Plus de 80 SPAC ont décidé de jeter l'éponge depuis le début de l'année aux Etats-Unis, selon le site spécialisé SPAC Research.

Même lorsqu'une acquisition est conclue, les importants et systématiques retraits effectués par les actionnaires initiaux d'un SPAC font que la société cible reçoit moins d'argent que prévu. Toujours aux Etats-Unis, une centaine de sociétés achetées par ces véhicules ne disposeraient pas de liquidités suffisantes pour l'année à venir, estime Bloomberg, tandis qu'une petite dizaine d'entre elles a fait faillite depuis juin 2022. Certaines moins d'un an après avoir accédé à la bourse via une combinaison.

Les SPAC ne devraient pourtant pas disparaître, conclut Alborz Tolou, qui s'attend à ce que les liquidations et les dissolutions soient encore nombreuses avant que le marché des SPAC, une fois réduit, se stabilise: «Les SPAC devront se montrer beaucoup plus sélectifs à l'avenir en apportant des capitaux à une cible de qualité, de manière que la *business combination* qui en résulte apporte réellement de la valeur une fois la société cible entrée en bourse.»

En Europe, la situation semble également tendue. N'ayant pas trouvé d'acquisition, Pegasus Europe, le plus important SPAC du Vieux-Continent avec près de 500 millions d'euros, a décidé de rembourser ses actionnaires, dont le fondateur du groupe de luxe LVMH, [Bernard Arnault](#).

«Même si les SPAC ont une durée de vie maximale de 3 ans en Suisse, ce délai est souvent trop court pour trouver une cible, d'autant plus que la hausse des taux d'intérêt a diminué les valorisations des entreprises, si bien que les acteurs du private equity sont moins enclins à vendre actuellement», résume Luca Bianchi, spécialiste en introductions en bourse chez Kellerhals Carrard à Zurich.

Selon lui, le marché des SPAC en Suisse se trouve pour l'instant en situation de mort clinique, mais des investisseurs restent intéressés par des véhicules dit «evergreen», c'est-à-dire avec une durée de vie illimitée et qui ne soient pas voués à effectuer une seule acquisition. «Ces produits seraient utilisés pour investir dans des actifs alternatifs comme du private equity, de la dette privée, de l'immobilier ou même des cryptos», conclut Luca Bianchi.

*Article modifié le 17 avril 2023, pour préciser que les SPAC ont une durée de vie maximale de 3 ans en Suisse, contre généralement deux ans aux Etats-Unis.

Rubriques et thèmes associés

Etats-Unis