

Tendances actuelles des marchés boursiers européens

Par Cécile BUISINE, Avocat associé de GB Avocats et Simon Le RESTE, Docteur en droit et Général Manager de Park Partners GP

Depuis presque un an, les marchés boursiers européens connaissent une nouvelle jeunesse : les indices atteignent des sommets, les petits porteurs sont revenus et les sociétés se bousculent désormais pour se faire lister. Ce dynamisme s'accompagne de nombreuses innovations : les «SPAC» («Special Purpose Acquisition Company») débarquent en Europe (I) et les financements en fonds propres (dits «equity lines») se réinventent (II).

I. L'émergence des SPAC en Europe

Les SPAC permettent de procéder à des opérations de *private equity* (sociétés non cotées) via une levée de capitaux sur les marchés boursiers (A). Après les marchés américains, les SPAC connaissent un succès remarquable en 2021 sur les marchés européens (B). L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) s'est récemment exprimée sur ce phénomène (C).

A. SPAC : les marchés à l'assaut du non-côté

Le terme «SPAC» désigne une société sans activité opérationnelle, cotée uniquement en vue de réaliser une ou plusieurs fusions-acquisitions. Les fonds levés dans le cadre de l'introduction en bourse seront débloqués pour procéder aux fusions-acquisitions de sociétés non cotées répondant aux critères indiqués lors de l'introduction. Le SPAC présente de nombreux avantages. Il donne notamment la possibilité à une société non cotée de se coter très rapidement à travers une *reverse take-over*. A la suite de l'introduction, le SPAC dispose d'un véritable «trésor de guerre» immédiatement disponible : il peut donc se consacrer à sa politique de *build-up* et se positionner rapidement sans

se soucier du financement. Enfin, le SPAC permet aux investisseurs de saisir les opportunités du «*private equity*», tout en bénéficiant des garanties de contrôle et d'informations attachées à une société cotée. Le succès des SPAC repose essentiellement sur la réputation des fondateurs lors de l'introduction en bourse puis sur la capacité des équipes du SPAC à identifier et acquérir des cibles prometteuses.

B. 2021 : l'année des SPAC en Europe

La vague des SPAC déferle sur le vieux continent après avoir submergé le continent américain. Aux Etats-Unis, près d'un millier de SPAC ont été constitués en un quart de siècle avec des résultats contrastés et des levées de fonds record. Depuis le début de l'année 2021, vingt-deux SPAC ont déjà été introduits sur les marchés boursiers européens et les places européennes rivalisent pour les accueillir. La place d'Amsterdam est parvenue à les séduire en accueillant notamment Pegasus Europe mené par Tikehau Capital - le plus important SPAC à ce jour (500 millions € lors de son introduction). La place parisienne a également accueilli de nombreux SPAC cette année : après avoir connu un premier SPAC, Euronext Paris a accueilli 5 nouveaux SPAC depuis décembre 2020, dont le premier *corporate* SPAC, Accor Acquisition Company. Enfin, la place de Francfort n'est pas en reste en accueillant notamment les SPAC «468 SPAC I SE» et «Obo Tech Acquisition SE», ainsi que «La-kestar SPAC I SE», une société immatriculée au Luxembourg se positionnant sur le secteur de Tech.

C. Les recommandations de l'ESMA

Ce succès des SPAC n'a pas échappé à l'ESMA qui a rappelé le fonctionnement de certaines règles par une communication publique en date du 15 juillet 2021⁽¹⁾ reprise depuis par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) dans un souci d'harmonisation d'interprétation des règles des institutions européennes. La communication de l'ESMA est intéressante puisqu'elle confirme que les transactions relatives aux SPAC sont

jugées comme étant complexes à commencer par l'offre des actions et des warrants émis par les SPAC. Partant de ce constat, il en découle plusieurs conséquences sur le plan réglementaire à savoir, d'une part, que les règles de *Product Governance* de la réglementation MIFID II doivent être appliquées (avec la question essentielle de déterminer si le client de détail doit être exclu ou non de cette offre), et d'autre part, que le Règlement Prospectus a lieu de s'appliquer et en particulier que les autorités nationales compétentes doivent insister sur certains points importants notamment comme les facteurs de risques, la description de la stratégie et des objectifs, les droits des investisseurs (actions et warrants), les situations de conflits d'intérêt (en particulier quant aux sponsors des SPAC). L'ESMA termine sa communication en rappelant la nécessité d'assurer une convergence de supervision et d'interprétation de la part des autorités nationales compétentes en vue d'assurer la protection des investisseurs lors de l'élaboration du prospectus des SPAC ainsi la transparence tant sur la rémunération des sponsors que leurs implications dans la détention des actions des SPAC est un point d'attention clairement désigné dans la communication précitée.

II. Des recours innovants au financement en fonds propres

Le financement en fonds propres des sociétés cotées à travers l'exercice de «dettes convertibles», communément appelé «*equity line*», existe depuis une vingtaine d'années en Europe. Le principe est simple : la société dispose d'une ligne de financement tirée selon ses besoins et remboursée *in fine* par l'émission de nouvelles actions. Longtemps envisagé uniquement pour pallier un manque structurel de trésorerie, ce financement présente d'autres vertus : il est désormais pertinent d'envisager ces instruments dans le cadre d'un désendettement dit «fiducie-equitization» (A) et d'un financement de croissance dit «SPAF» (B). A cet égard, la place luxembourgeoise présente un environnement favorable pour ces types de financement (C).

A. La «Fiducie-equitization» pour se désendetter

Le recours au financement en fonds propres présente de nombreux avantages. En effet, il n'affecte ni l'état d'endettement (financement immédiatement compensé par l'émission de titres convertibles) ni les actifs de la société (aucune sûreté ou autres garanties). Afin de se désendetter, les sociétés cotées peuvent ainsi participer à la mise en place d'une fiducie-gestion, dans le cadre de laquelle les créanciers transfèrent tout ou partie de leurs dettes dans la fiducie. Le fiduciaire exercera ensuite les BSA émis gratuitement par la société cotée par voie de compensation avec la créance de la fiducie jusqu'à son remboursement. Ce mécanisme dit de «fiducie-equitization» a notamment été mis en place par les sociétés Archos et Cybergun sur Euronext Paris.

Ce mécanisme a la vertu d'étaler le paiement de la dette dans le temps sans affecter la trésorerie de la société au remboursement de celle-ci. Cet outil constitue ainsi une alternative intéressante aux rééchelonnements de paiements voire aux abandons de créance ou même à l'exercice des garanties : les créanciers disposent souvent d'options de conversion mais sont généralement réfractaires à rentrer au capital de leur débiteur. La «fiducie-equitization» permet ainsi au créancier d'obtenir le remboursement en espèces de sa créance sans rentrer au capital. En synthèse, la «fiducie-equitization» constitue une option avantageuse pour désendetter une société cotée sans obérer sa trésorerie et donc ses chances de se relancer.

B. Le «SPAF» pour croître

Le financement en fonds propres est particulièrement vertueux dès lors que les fonds sont alloués à des projets de croissance : par exemple, l'annonce d'acquisitions alimente l'*equity story* de la société et valorise le cours, qui absorbe largement l'émission de nouvelles actions. Le recours à un financement en fonds propres pour financer un programme d'acquisitions – qui pourrait être qualifié de «SPAF» («Spe-

cial Purpose Acquisition Financing) – partage la même approche qu'un SPAC, à savoir lever des fonds sur les marchés boursiers en vue de réaliser des acquisitions à court et moyen terme. De la même manière, les fonds collectés permettent une très grande célérité dans la mise en œuvre de la politique d'acquisitions, et les actionnaires bénéficient de toutes les garanties attachées aux sociétés cotées. A l'instar des SPAC, la confiance des actionnaires est un élément déterminant dans le succès d'un SPAF : si pour les SPAC, la confiance s'appuie sur la personnalité et la réputation des fondateurs, pour les sociétés mettant en place un SPAF, il s'agit de conserver la confiance des actionnaires et de les convaincre de la capacité de la société à s'appuyer sur son expertise sectorielle pour identifier les cibles à fort potentiel de croissance. Dans ce contexte, les sociétés françaises cotées sur Euronext Paris, Visiomed Group et DBT, ont chacune conclu en 2021 un financement en fonds propres auprès pour financer leur politique de croissance externe pour un montant respectif de 180 et 200 millions €.

C. L'attractivité de la place luxembourgeoise

L'attractivité de la place financière luxembourgeoise reposant en partie sur sa «boîte à outils» en matière de véhicules d'investissement, force est de constater que le droit luxembourgeois est en mesure de répondre avec efficacité aux besoins en matière de structuration d'un SPAC en privilégiant par exemple le recours à une SOPARFI (sans méconnaître la législation GFIA naturellement) avec cotation sur un marché boursier au sein de l'Union Européenne, mais encore en termes de structuration d'une politique d'investissement de type *equity lines* via de nombreux véhicules comme un FIS ou un FIAR, une SCSp ou encore une SOPARFI sans oublier qu'une «fiducie-equitization» pourra être envisagé par un contrat fiduciaire relevant de la loi relative au Trust et aux contrats fiduciaires.

¹⁾ ESMA32-384-5209