



OPINION

François Savary, CIO, Prime Partners

Nul ne peut plus ignorer les «spac»!

Il ne se passe désormais plus un jour sans que l'on nous parle des «spac» (Special Purpose Acquisition Companies) dans les médias. Expression de la bulle qui se forme sur les marchés actions? Martingale infailible pour gagner de l'argent? Résultat de l'excès de liquidité dans le système qui conduit les investisseurs à chercher de nouvelles solutions pour «fuir» le cash? A chacun son opinion sur un instrument qui ne laisse pas les investisseurs privés et institutionnels indifférents depuis dix-huit mois. Tentons donc d'y voir plus clair.

Tout d'abord, il faut le dire haut et fort, il ne s'agit pas d'une nouveauté contrairement aux affirmations de certains, puisque cette structure juridique et financière existait dans les années 2000; il est toutefois exact que sa popularité est allée croissante récemment, auprès des hedge funds, des groupes de Private equity ou d'investisseurs traditionnels, engagés dans le lancement de «spac», sur la bourse américaine avant tout. Mais de quoi s'agit-il?

Une «société d'acquisition» est un véhicule formé par une équipe d'investissement (sponsor), qui va engager son capital et celui d'investisseurs externes avec un objectif précis: trouver une société-cible à acquérir, afin de procéder à sa mise sur le marché boursier grâce à la fusion avec le «spac» initial.

L'investisseur extérieur au sponsor se voit offrir une participation dans la société d'acquisition à un prix de USD 10 sous la double forme d'une action et d'un warrant hors de la monnaie. A relever que le sponsor assure seul les frais de fonctionnement de la structure avec en contrepartie un escompte de 20% sur le prix des actions de la société d'acquisition.

Cette organisation vise donc à l'origine à l'acquisition d'une société privée par le «spac» mais tel ne sera pas nécessairement l'issue finale. En effet, de l'IPO de la société d'acquisition sur le marché à la fusion possible avec une société cible, il faut en règle générale compter 12 à 24 mois; durant cette période, le sponsor va devoir trouver une cible, préparer l'accord de fusion/acquisition et, le cas échéant, procéder à l'achat de la compagnie au travers du véhicule («spac»). Il peut néanmoins arriver, au moins en théorie, que la société d'acquisition ne parvienne pas à ses fins, auquel cas elle sera purement et simplement liquidée.

A cet égard, il faut relever que si 25% des sociétés d'acquisition créées en 2004 furent liquidées (donc incapables de conduire à terme le processus d'acquisition), cette proportion était tombée à 17% en 2014 et à 0% au cours des deux dernières années. Attention cependant, il ne faut pas pour autant en déduire que tous les «spac» créés en 2019 et

2020 ont achevé leur processus de fusion/acquisition; un certain nombre sont encore engagés dans la recherche/achat de cibles.

Certaines tendances de fond se dégagent: le volume des IPO de «spac» est en augmentation depuis 5 ans et le mouvement s'accélère sensiblement depuis 18 mois et la part des «spac» dans le marché des IPO pourrait atteindre 1/3 de celui-ci au cours des prochaines années. La taille moyenne des sociétés d'acquisition créées est en augmentation, ce qui permet l'achat de cibles bien plus importantes. Ainsi, le montant des accords de M&A générés par les «spac» a quasiment atteint les USD 100 milliards en 2020, un mouvement qui devrait se renforcer.

Les éléments qui précèdent sont directement liés à l'institutionnalisation de la classe d'actif, avec une participation croissante des sociétés de Private Equity ou des Hedge Funds, comme mentionné ci-dessus. On l'aura compris, les «spac» sont à la fois simples et compliqués. Si la structure elle-même est relativement aisée à comprendre, avec en plus l'avantage de minimiser le risque de perte pour l'investisseur externe - qui peut se voir restituer à sa demande le capital initial investi en cas de désaccord sur la cible «sélectionnée» par la société d'acquisition - le comportement de ces véhicules sur le marché est nettement moins «évident» à appréhender. La progression

marquée du prix de certains «spac» fait d'ailleurs dire à certains que nous sommes confrontés à de la pure «spéculation» ou encore à une «bulle».

Notre propos n'est pas de dissenter sur la question. La réalité c'est que cet instrument existe, que les rendements peuvent être attractifs et finalement que le nombre des sociétés d'acquisition est en croissance importante. De plus, les «spac» sont des vecteurs complémentaires aux stratégies traditionnelles de fusion et acquisition, dont les investisseurs disposent déjà. Certains fonds spécialisés sur cette stratégie l'ont bien compris avec l'intégration de ces «nouveaux» véhicules dans leur spectre d'intervention.

Pour l'investisseur Lambda, la complexité de gestion que l'exposition à ce type de placement induit, le savoir-faire nécessaire et les connaissances sophistiqués que cela implique, nous conduisent à penser qu'il est plus raisonnable de s'y exposer au travers d'un fonds de placement plutôt que de chercher à constituer un portefeuille de «spac» individuels. C'est d'ailleurs l'option que nous avons choisie en nous reposant sur un partenaire (Lutetia Capital) qui dispose de toutes les compétences pour gérer ce segment des fusions-acquisitions en complément des d'investissements traditionnels sur cette stratégie de placement que nous recommandons à notre clientèle. ■