

Le proverbe : « Si tu te tapes la tête contre une cruche et que cela sonne creux, n'en déduis pas forcément que la cruche est vide. »

● À lire

Page 2

- La liberté contractuelle en péril ?

Page 3

- Dans vos rêves les plus fous ...

Page 4

- Interview Damien Bachelot

AYACHE, SALAMA & ASSOCIÉS

47, avenue Hoche

75008 Paris

Tél. : 01 58 05 38 05

Fax : 01 58 05 38 00

www.ayache-salama.com

DEPARTEMENT CORPORATE
FINANCE

Bernard Ayache

David Ayache

Simon Azan

Sandrine Benaroya

Fabien Billet

Aurélie Braud

Danielle Corre

Bruno Erard

Benoit Greteau

Magali Guiard

Dorothée Haski

Pierre Hesnault

Gwenaëlle de Kerviller-Robillard

Nathalie Lastennet

Alain Lévy

Rémi Lévy

Nathalie Negre

Oriane Parasie-Dubocq

Eve Rousseau

Charlotte Sorin

Jérémie Swiecznik

Olivier Tordjman

(Directeur de la publication)

Alexandre Tron

Grégoire Zeitoun

● Édito

Où étiez-vous passés ?

Il y eut d'abord la Newsletter n°11 « **Histoires de crocodiles** » présentant, dans un nouveau format, un sémillant bilan de l'année 2007... Bien que voulant rester modestes, nous pouvons affirmer que nous avons croulé sous les félicitations de votre part sur ce numéro. Il y eut ensuite, et tout naturellement **un numéro 12 intitulé « Trop de pressions »**, dans lequel nous vous faisons part de nos angoisses, et même de notre terreur, à faire paraître un nouveau numéro après le succès du précédent. Il y eut enfin, en décembre de l'année dernière, le **numéro 13 « Halte à la fatalité »** confirmant votre intérêt inconditionnel pour notre newsletter. Et puis... plus rien, « *Waterloo morne plaine* » depuis décembre ! Peur du vide, panne d'inspiration, désintérêt total pour nos lecteurs ? Mais où étions-nous donc passés ?

En premier lieu et **très solennellement, toute l'équipe de la Newsletter présente à l'ensemble de ses lecteurs ses plus plates excuses**. Vient ensuite le temps des explications : le début d'année 2008, que tout le monde nous prédisait comme extrêmement calme, a été d'un déchaînement violent. Arthur, Bertha, Cristobal, Dolly, Edouard, Fay et Gustav (les ouragans 2008 pour ceux qui ne suivraient vraiment pas les actualités) ne sont que de simples courants d'air comparés aux perturbations que nous avons traversées. Bien sûr, nous exagérons un peu, mais c'est notre côté « Avocat » que vous avez fini par aimer !

Plus sérieusement, au cours du premier semestre 2008, nous sommes passés de la production audiovisuelle (acquisition du Groupe TelFrance par FLCF), aux nappes en papier (acquisition sous forme de LBO de Gault & Fremont par OFI PE), en nous occupant également du

monde de la finance et de banquiers d'affaires (cession de Richelieu Finance à KBL European Private Bankers, mise en place du partenariat Aforge/Degroof), de matériels de levages, transports spécialisés et services à l'industrie (LBO sur Althead par Atria, IPO, Ouest Croissance et Synergie), de restaurants de grillades (acquisition de Buffalo Grill par Abenex, Ixen et NI Partners), de la cession d'un ensemble de six centres commerciaux à un consortium constitué de Mercialys, Immochan et Carrefour Property. Ceci ne nous a pas fait oublier notre intérêt pour le développement durable en accompagnant Financière Agache dans son investissement au sein de la société de recyclage d'ordures Paprec et pour les énergies renouvelables (cession de fermes éoliennes)... et bien d'autres domaines encore.

Mais nous n'avons pas fait que des deals... Nous avons également **animé des séminaires sur des sujets torrides** tels que « TUP et autres procédés de restructurations », organisé une délirante soirée parisienne en partenariat avec Private Equity Magazine au cours de laquelle nous avons **remis le prix du meilleur fonds d'investissement Midcap de l'année, reçu au cours d'une fiesta rassemblant toute la profession le prix du meilleur cabinet LBO** de l'année et intégré dans nos équipes 5 nouveaux collaborateurs !

Alors pardonnés ? Nous l'espérons et « nous prenons devant vous l'engagement formel de (...) » Non, déformation professionnelle oblige : « nous allons faire nos meilleurs efforts pour que (...) », Ou mieux : « nous nous attacherons à essayer, dans la mesure du possible et sous les réserves qui s'imposent (...) » à faire paraître notre Newsletter plus régulièrement !

● **Point de vue**

Menace sur l'efficacité des clauses d'évaluation des droits sociaux : la liberté contractuelle en péril ?



Un arrêt de la Cour de Cassation affirme que l'article 1843-4 du Code Civil l'emporte sur les dispositions statutaires.



On le sait, dans les cessions de droits sociaux, pour répondre à l'exigence de déterminabilité du prix nécessaire à leur validité, le recours à l'expertise d'un tiers est une pratique courante. Ainsi, **nombre de conventions (contrats de cession, promesses de vente,...) stipulent désormais des clauses d'évaluation des droits sociaux par un tiers**, plus ou moins détaillées quant à la désignation du tiers et l'étendue de sa mission.

Concernant sa mission, si le tiers est en principe libre d'employer les méthodes d'évaluation et critères qu'il juge opportuns, les parties peuvent restreindre cette liberté en **stipulant expressément les éléments de calcul à prendre en compte, les formules mathématiques et financières à appliquer**. En matière d'opérations de LBO par exemple, on pense notamment aux management packages pour lesquels il est généralement demandé au tiers de procéder à son estimation sur la base d'un multiple d'EBIT à actualiser plutôt que de recourir à la méthode « DCF ».

S'agissant de sa désignation, il est d'usage de stipuler l'identité du tiers ou tout au moins les modalités de sa désignation (par exemple, par une décision de justice à défaut d'accord des parties), le cas échéant, parmi une liste limitative d'experts.

Avec pour seul objectif de fixer la valeur des droits sociaux, **l'intervention de ce tiers peut être purement consensuelle (art. 1592 C.civ.) ou imposée par la loi (art. 1843-4 C.civ.)**. Dans le premier cas, les parties conviennent librement du principe du recours au tiers ainsi que des modalités de sa désignation. Dans le second, il s'agit d'une procédure obligatoire dans les cas où la loi impose la cession des droits sociaux ou leur rachat par la société (par exemple, les clauses d'agrément ou, dans certaines formes de société, de retrait d'associé) et uniquement en cas de contestation sur la valeur de ces droits.

Si les champs d'application de ces deux expertises sont nettement différenciés, **l'essentiel de leur régime est pourtant constitué de règles communes**. Ainsi, qu'elle soit rendue en application de l'article 1592 ou 1843-4 C.civ., l'estimation faite par le tiers est définitive sauf erreur grossière, dol ou violence, dépassement de pouvoirs ou défaut d'indépendance. On rappellera qu'il n'existe pas de définition légale de l'erreur grossière et que cette notion

relève donc du cas par cas et que « l'expert » doit véritablement avoir la qualité de tiers par rapport aux parties. En outre, sauf stipulation expresse, le principe du contradictoire n'a pas à être respecté.

Ces grandes règles étant posées, il n'en reste pas moins que la jurisprudence et la doctrine, abondantes en la matière, se révèlent parfois difficiles à suivre sur certains sujets spécifiques. Dernière controverse majeure en date : un arrêt de la Cour de cassation du 4 décembre 2007 qui remet en question l'efficacité des clauses statutaires d'évaluation des droits sociaux, certains auteurs en déduisant du même coup un risque controversé pour la sacro-sainte liberté contractuelle en la matière.

Dans l'affaire concernée, les statuts d'une société civile holding d'un groupe prévoyaient l'exclusion de tout associé perdant sa qualité de salarié de la société opérationnelle du groupe, moyennant (à défaut de cessionnaire) le rachat par la holding de ses parts, à un prix calculé selon des modalités fixées par les statuts. **A la suite de son licenciement, un associé de la holding contesta la formule de calcul du prix statutairement prévue en invoquant notamment le caractère d'ordre public de l'article 1843-4 C.civ. C'est la solution que retient la Cour de cassation en affirmant que l'article 1843-4 C.civ. l'emporte sur les statuts et leur clause d'évaluation.**

Par une formule sans ambiguïté au premier abord et fortement critiquée par certains, l'arrêt semble suggérer que, contrairement au régime de l'article 1592 C.civ., les stipulations statutaires qui devraient guider le tiers expert de l'article 1843-4 C.civ. dans la détermination du prix litigieux lui sont inopposables, lui permettant ainsi de s'éloigner de la force obligatoire des statuts. D'autres auteurs relèvent toutefois que **la Cour a statué sur une demande de retrait d'un associé pour juste motif visé par l'article 1869 C.civ. lequel renvoie expressément à l'article 1843-4 C.civ. et non sur une exclusion de l'associé en application des statuts**, ce qui justifierait l'arrêt de la Cour sans que la liberté contractuelle ne s'en trouve amoindrie.

Les praticiens attendent bien évidemment avec impatience la jurisprudence à venir en espérant que la liberté contractuelle en matière d'évaluation des droits sociaux sera préservée, ce dont nous ne voulons pas douter de notre côté. Affaire à suivre !!!

● **Le coin des initiés**

/ CORPORATE
DANS VOS RÊVES LES PLUS FOUS ...

Dans vos rêves les plus fous, il existe une société par actions (pour vous éviter de payer des droits d'enregistrement trop importants en cas de cession de parts sociales), souple dans son fonctionnement et petite de par sa taille ...

Jour de chance : le législateur a décidé de donner une réalité à vos rêves ! La Loi de Modernisation de l'Economie «LME» (Loi 2008-776 du 4 août 2008) prévoit certaines dispositions qui rendent attrayant le recours à la société par actions simplifiée (SAS) pour les sociétés de petite taille.

Ainsi, à compter du 1^{er} janvier 2009 :

- > Aucun capital social minimal ne sera exigé (actuellement le capital minimal est de 37.000 €), le montant choisi par les associés devra toutefois figurer dans les statuts.
- > L'obligation de désigner un commissaire aux comptes sera maintenue uniquement pour (i) les SAS dépassant, à la clôture d'un exercice

social, des montants qui seront précisés par décret pour deux des seuils suivants : total de bilan, montant hors taxes du chiffre d'affaires et nombre moyen de salariés au cours de l'exercice ou, (ii) les SAS qui contrôleront une ou plusieurs sociétés ou qui seront contrôlées par une ou plusieurs sociétés au sens de l'article L.233-16 II et III du Code de commerce.

- > En outre, la SAS pourra émettre des actions résultant d'apports en industrie. Ces actions seront inaliénables et ne pourront pas représenter une fraction du capital social.

Notons que **d'autres mesures de simplification relatives à la SAS figurent dans la LME** comme, en matière de SASU pour laquelle une procédure simplifiée en matière d'approbation des comptes est mise en place et des formalités de publicité allégées.

Les SARL n'ont qu'à bien se tenir !

/ SÛRETÉS
LORSQUE L'ÉLAN ZÉLÉ PERTURBE L'OPPOSABILITÉ

L'opposabilité aux tiers des gages sans dépossession : un beau sujet pour une espèce rare... l'amateur de droit des sûretés. L'heureux bénéficiaire d'une sûreté **comme préoccupation principale (juste après la vérification de sa validité) l'opposabilité de ladite sûreté.**

Jusqu'à présent, tout était simple : rien n'était prévu pour assurer la publicité de ces gages sans dépossession, à l'exception de quelques sûretés éparses, telles que le nantissement de marque et de fonds de commerce. Ainsi, par exemple, dans les 15 jours de la prise de ces nantissements, il suffisait, pour les rendre opposables (et sous peine de nullité pour les nantissements de fonds de commerce), de procéder à leur inscription **au greffe du tribunal de commerce dans le ressort duquel le fond est exploité ou auprès de l'INPI** en ce

qui concerne les marques. Il arrivait même, au gré de l'humeur des greffiers des tribunaux de commerce, que certains acceptent d'inscrire le nantissement de marques sur leur registre (ce qui ne dispensait pas de la formalité auprès de l'INPI).

Dans un élan zélé, le décret du 23 décembre 2006 a toutefois créé un « fichier électronique central » tenu par le Conseil National des Greffiers des Tribunaux de Commerce afin de centraliser l'ensemble des informations relatives aux gages sans dépossession régulièrement publiés... L'intention était louable mais cette innovation crée une véritable confusion car nul ne sait pour l'heure **si cette inscription doit être faite en plus des formalités habituelles et si elle constitue également une condition d'opposabilité ou non ...**gênant !

/ FISCALITÉ
"FIDUCIE ... AUSSI"
... LA SUITE

Parmi les dispositions aussi diverses que variées composant le patchwork de la Loi de Modernisation de l'Economie, il en est une plus discrète que les commentateurs se sont gardés d'analyser : l'aménagement de la fiducie. Il faut dire que la traduction française du trust peine à séduire les praticiens près de deux ans après son introduction en droit français, non point que la fiducie ne puisse avoir d'atouts, mais la mouture présentée par un législateur frileux comportait trop de restrictions pour se généraliser.

La stratégie consistait, en effet, à poser la première pierre d'un édifice à parfaire avec l'ambition d'écarter tout risque d'évasion fiscale. Pour mémoire, le concept est pourtant simple : il s'appuie sur une relation contractuelle triangulaire impliquant une ou plusieurs personnes – **les constituants** – qui transfèrent des biens, des droits ou des sûretés présents ou futurs à des **fiduciaires**, lesquels agissent dans un but déterminé au profit d'un ou de plusieurs **bénéficiaires**.

Seulement, réservée aux sociétés soumises à l'IS, la fiducie était loin de pouvoir satisfaire les besoins des constituants et la créativité des praticiens. Or, comme l'armoire de Fernandel, la présente réforme a permis de poser une cale pour équilibrer cet outil un peu bancal.

D'une part, la voie de **la fiducie est désormais ouverte aux personnes physiques** qui peuvent l'utiliser pour gérer leur patrimoine. D'autre part, au soutien de cette extension, les avocats ont été conviés à faire évoluer la fiducie puisqu'**il nous est désormais autorisé de prendre la qualité de fiduciaire**, jusqu'alors réservée à la conscience des établissements de crédit. Pour autant, le régime reste incomplet et il y a fort à parier que le législateur nous offrira encore l'occasion de poursuivre le feuilleton de la fiducie dans ces colonnes.

● **Pour parler d'autre chose...**

LE COIN DES SPORTIFS ...



* Parce que certains d'entre nous au cabinet sont convaincus que le sport est une absolue nécessité ... et que certains d'entre vous ne voulaient plus rater Koh Lanta le vendredi soir ... , nous avons obtenu que nos entraînements et matchs de basket-ball aient désormais lieu le mardi à 19 heures 30 en lieu et place du vendredi. La CBA (Cool Basket Association – si, si) vous attend donc tous les mardis soir au **Gymnase du collège Théophile Gautier situé au 39, rue de Longchamp à Neuilly-sur-Seine.**

* Parce que parmi ceux qui croient que le sport est une absolue nécessité, il existe au cabinet une tendance radicale... nous vous invitons à rejoindre l'équipe « court toujours » du cabinet qui débutera à partir du mois d'octobre ses séances d'entraînement en vue de sa participation prochaine au semi-marathon de Paris.

> **Contact Basket :** Olivier Tordjman (o.tordjman@ayache-salama.com)

> **Contact Course :** Pierre Hesnault (p.hesnault@ayache-salama.com)

* C'est promis, le sportif étant une espèce minoritaire au cabinet, on ne vous imposera pas cette rubrique dans tous les numéros.

Pour consulter l'actualité du cabinet, les numéros précédents de notre Lettre Corporate Finance, ou tout simplement nous contacter : www.ayache-salama.com

● **Interview**

Damien Bachelot

Damien Bachelot, associé fondateur du Groupe Aforge Finance, vient de sceller un partenariat stratégique avec la Banque Degroof.

ASA : Lorsqu'on est le professionnel des transactions que vous êtes, est-il plus difficile de se conseiller soi-même et de parvenir à la conclusion d'un accord comme celui que vous venez de signer avec la Banque Degroof ?

Damien Bachelot : C'est paradoxal, parce qu'à la fois, je crois que l'on voit les « coups venir » et que l'on a effectivement plus l'habitude des futures échéances, mais en même temps, on est moins détaché et donc beaucoup plus dans l'immédiat que lorsqu'on conseille nos clients. Nous avons sans doute plus de recul et une vision plus globale lorsque nous intervenons comme conseil car n'étant pas personnellement touchés, nous sommes moins dans la réaction. C'est un peu comme un médecin qui soignerait un proche de sa famille : ça n'est pas forcément là qu'il est le meilleur parce que certes, il a une bonne connaissance du sujet, mais il n'a pas forcément la distance nécessaire pour donner les bons conseils. Là, c'est un peu la même chose, on voit comment les différentes étapes vont s'articuler mais en même temps on a une relation qui n'est pas forcément optimale. C'est cette difficulté particulière qui justifie d'avoir des conseils à nos côtés pour ce type d'opérations.



ASA : Selon vous, est-ce le fait, pour Aforge, d'avoir atteint une certaine taille qui vous a conduit à rechercher un partenaire international comme Banque Degroof ou est-ce, à votre sens, une évolution inéluctable vers une globalisation des services de transactions même dans le marché midcap ?

D.B : Vous connaissez bien Aforge et savez qu'il y a les deux métiers : « Transaction/ M&A » d'un côté, et « Gestion privée » de l'autre. Je dirais que pour la Transaction et pour le M&A, c'est certainement la globalisation qui nécessite d'avoir un réseau. Pour la gestion privée en revanche, c'est plutôt l'effet de taille qui conduit à la recherche d'un partenaire international.

Nous avons donc dû mener une réflexion à cet égard. Compte tenu de l'évolution de la structure, le poids de l'activité de gestion privée au sein d'Aforge nécessitait que l'on ait une offre internationale et une plateforme pour être notamment en mesure de suivre nos clients étrangers. Pour l'activité de M&A, cette ouverture était également indispensable mais nous avions déjà renforcé notre réseau au niveau international, parce qu'aujourd'hui l'activité M&A au niveau national n'existe pas. Nous étions donc déjà internationaux, mais se renforcer dans ce domaine ne pouvait que nous apporter plus d'atouts.

ASA : Pour finir, on ne peut s'empêcher de demander à l'expert que vous êtes votre vision du semestre à venir en terme de niveau d'activité et son impact sur les transactions ?

D.B : Je pense qu'il y a beaucoup de projets d'opérations en cours pour le semestre à venir. Toutefois, ce qu'il est plus difficile d'anticiper, ce sont à la fois les durées de réalisation de ces opérations et le pourcentage d'échec. Cette situation est à rapprocher des marchés boursiers qui sont un jour bons et un jour mauvais. Tout cela est typique des marchés en hyper volatilité, vous avez beaucoup de mal à anticiper.

En ce moment donc, il y a un gros portefeuille de transactions, nous avons beaucoup de travail, mais tout à la fois, cette très grande incertitude sur les types de dossiers qui vont sortir et les délais, ce qui n'existait pas avant.

Avant, vous aviez un dossier, vous étiez sûr de le sortir, ou vous saviez dès le départ qu'il serait difficile à sortir, mais c'est cette visibilité que nous n'avons pas aujourd'hui. Je ne sais pas combien de temps ça va durer mais je dirai au moins six mois de très forte volatilité et ensuite il faudra bien encore six mois de convalescence.

Toutes ces interrogations sont évidemment également dues aux aspects de financement des opérations, qui ne concerne pas que les banques mais également les groupes par rapport à leurs fonds propres. Tout le monde est dans l'expectative la plus forte dans le financement, ce qui empêche de prendre des positions fermes et cela nous donne une beaucoup moins bonne visibilité. En termes de taille de transaction, les grosses transactions n'existent toujours pas, le Mid-cap est là, les petites transactions étant plus présentes que les moyennes.