



### *Closing : être attentif aux flux pour éviter tout reflux !*

Jour J, *closing* de l'opération nom de code *Rocky*, il est 14h ; l'un des 37 intervenants à l'opération déboule dans la salle les cheveux en bataille et perlant de sueur : « *C'est un enfer, une banque de PEA nous fait des siennes, des chiffres ont été arrondis dans le tableau de flux et du coup il manque 3 centimes d'euros à toutes les augmentations de capital, il y a un flux qui ne veut toujours pas passer alors qu'il a été lancé aux aurores et deux autres partis d'Allemagne dont on ne sait pas où ils sont...* ». L'avocat des vendeurs réagit sans attendre : « *C'est simple, si je n'ai pas confirmation que les flux sont tous arrivés aujourd'hui, on annule tout !* » Et l'avocat de l'acquéreur de rétorquer : « *Que nenni ! Vous avez la copie des swifts, le prix est payé, l'opération est réalisée, basta punto !* ». Les parties perdent patience, le back office subit une menace de meurtre à la minute, c'est le pugilat généralisé !

Il est vrai qu'en matière d'acquisitions et particulièrement de LBO, les sources de complications sont multiples.

Tout d'abord, la réalisation de l'acquisition suppose que **toute une série d'opérations intervienne de manière concomitante**, les unes conditionnant les autres (paiement du prix, mise à disposition des financements *en equity*, bancaires et mezzanine, refinancement de la dette existante...).

Par ailleurs, **à l'imbrication et à la pluralité des opérations s'ajoute la diversité des intervenants. Multiplicité fréquente des vendeurs**, en premier lieu, qui implique de s'assurer que chacun d'eux sera payé au *closing*. On pourra certes choisir de désigner un mandataire chargé de recueillir la totalité du prix de cession et d'en assurer la répartition entre les vendeurs, mais il est parfois compliqué de trouver un intermédiaire qui acceptera d'endosser une telle responsabilité et l'acquéreur pourra préférer s'assurer du paiement directement entre les mains de chacun des vendeurs. **Multiplicité des banques et des intervenants au sein des banques ensuite** : banques finançant l'opération, éventuellement distinctes des banques de flux, banques de PEA, agences françaises ou étrangères, agences locales et siège social, back office, front office... **Multiplicité des investisseurs et réinvestisseurs enfin** : fonds d'investissement majoritaires devant gérer les appels de fonds de leurs nombreux investisseurs, co-investisseurs, cadres du groupe, mezzaneurs.

En outre, il ne faut pas omettre que le prix est souvent payé par virements qui peuvent devoir passer par le système de compensation « Target », dans le cadre duquel le passage des sommes de la banque du débiteur à la banque du bénéficiaire suppose qu'une compensation de flux intervienne entre les banques concernées. Pour peu que ces dernières n'aient que peu d'opérations en cours entre elles, le transfert des sommes au compte du bénéficiaire prendra d'autant plus de temps...

C'est dire si les flux sont traqués le jour J ! Quelles conclusions en tirer ? **Qu'un closing ne s'improvise pas et qu'il faut impérativement prendre des précautions tant juridiques que logistiques.**

Du point de vue juridique, **il conviendra de soigner la rédaction de la clause de paiement du prix**. A défaut de précision, la vente est parfaite dès lors qu'il y a accord sur la chose et sur le prix. Aussi, parce que les vendeurs ne sont pas disposés à transférer les biens à l'acquéreur sans avoir perçu le prix de cession, les parties prévoient souvent que le transfert de propriété interviendra de manière concomitante au *paiement* du prix. En réalité, il est souhaitable d'aller plus loin en précisant, soit, si l'on est côté vendeur, que le transfert de propriété interviendra à *réception* du prix payé en fonds immédiatement disponibles (surtout s'il est nécessaire que le prix parvienne sur les comptes des vendeurs en même jour de valeur), soit, si l'on est côté acquéreur, que le paiement du prix sera réputé dûment effectué sur remise aux vendeurs des ordres de virement.

Du point de vue logistique, afin d'atténuer l'angoissante attente de l'affichage à l'écran attestant de la réception des flux : 1) préparer soigneusement le tableau de flux, 2) éviter les vendredis (jour semi-ouvert...), les fins de mois et les fins de trimestre où se bousculent à l'entrée des tuyaux toutes les opérations à déboucler (ne parlons même pas des vendredis fin de trimestre), 3) s'assurer de la qualité des relations avec le back office, 4) sans chauvinisme, privilégier les flux "de France à France" ("*Où sont les flux ?*" "*A Francfort...*" "*Je croyais qu'ils devaient passer par Londres ?*" "*Aussi...*"), éventuellement en demandant aux banques étrangères, préalablement au *closing*, de loger leurs fonds dans une de leurs agences françaises, 5) pré-saisir l'ensemble des flux pour ne plus avoir qu'à appuyer sur le bouton dès l'ouverture de Target.

Les *closings* empruntent au théâtre classique la règle des trois unités : unité de temps, de lieu et d'action. Faute de pouvoir organiser une répétition générale, metteurs en scène et acteurs ont tout intérêt à bien se comprendre avant le jour J.

■ BOURSE

**Quoi de neuf en septembre ?**

Recherche de transparence et souci de pragmatisme semblent caractériser les dernières modifications du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers homologuées par arrêté du 18 septembre 2006 et prises notamment dans le cadre de la loi du 31 mars 2006 relative aux OPA.

On y retrouve notamment un dispositif dit « anti-rumeurs » qui permet à l'AMF d'interroger certaines personnes dont il est raisonnable de penser qu'elles préparent une offre publique afin qu'elles déclarent leurs intentions. Dans l'hypothèse où celles-ci nieraient la véracité des rumeurs, elles ne pourront revenir sur leur parole pendant une période de 6 mois.

**Le recours à l'expertise indépendante est en outre généralisé**, notamment dans tous les cas où l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts ou de mettre en cause l'égalité des porteurs.

Enfin, **certaines procédures sont simplifiées** : consécration de la décision unique dite « déclaration de conformité » relative à la recevabilité de l'offre emportant visa de la note d'information ; allègement du contenu de la note d'information qui est désormais publiée dès le dépôt de l'offre et non plus après l'obtention du visa. **Les calendriers sont également remaniés** : à titre d'exemple, la décision de conformité doit à présent être rendue dans les 10 jours de négociation suivant le début de la période d'offre et le cas échéant, la note en réponse de la cible doit être déposée dans les 5 jours de négociation suivants (ces délais étant modifiés en cas de recours à une expertise indépendante).

■ SURETES

**Créance cédée, créance à moitié appropriée !**

Comment concilier le droit de la banque sur une créance qui lui a été cédée en pleine propriété par bordereau Dailly avec l'inscription de cette créance au compte courant du client ? C'est à cette très improbable question (mais néanmoins lourde de conséquences) qu'un **arrêt de la chambre commerciale du 4 juillet 2006** est venu répondre.

Une société avait cédé à sa banque des créances par bordereau Dailly en garantie du solde débiteur de son compte courant et d'engagements de caution. Cette société ayant fait l'objet d'une procédure collective, son administrateur judiciaire avait demandé à la banque la restitution des sommes correspondant aux créances cédées, déduction faite du montant du solde débiteur du compte courant, qui avaient été encaissées par la banque et portées au crédit du compte courant de la société. La banque s'opposait à cette demande en arguant de sa sûreté sur les créances cédées et en reprenant à son compte la jurisprudence selon laquelle la créance étant sortie du patrimoine de son client (effet du Dailly), son paiement ne devait pas être affecté par l'ouverture d'une procédure collective. Aux termes de cette jurisprudence, l'éventuelle restitution de la créance reste subordonnée à l'épuisement de l'objet de la garantie consentie, en l'espèce les engagements de caution.

Malheureusement pour la banque, cette séduisante argumentation n'a pas su résister à l'« effet trou noir » des inscriptions de créances en compte courant. **Les juges ont en effet considéré qu'ayant été portées au crédit du compte courant, lesdites créances s'étaient éteintes entre la banque et son client pour ne former que des articles au crédit du compte courant.** Or, d'une part, les articles de crédit se compensent avec les articles de débit pour ne former qu'un solde (les créances ne sont donc plus individualisables) et, d'autre part, dans la mesure où les engagements de caution garantis ne conféraient à la banque que des créances éventuelles, celles-ci ne pouvaient pas encore faire l'objet de cette compensation.

Il en aurait été peut-être différemment si les sommes litigieuses correspondant aux créances cédées et encaissées avaient été portées sur un compte spécial indisponible. A bon entendeur...

■ FISCALITE

**Report en arrière des déficits fiscaux : des opportunités à perte de vue.**

Dans l'imagerie populaire, il est un temps pas si lointain où la valorisation financière des entreprises dites de la nouvelle économie était étonnamment corrélée au montant de leurs pertes. En matière fiscale, effectivement, la valeur des déficits a cours officiel au taux de l'impôt sur les sociétés, sous réserve que ces déficits puissent être utilisés pour minorer les bénéfices taxables. Cette condition est devenue moins contraignante depuis 2003 puisque les déficits fiscaux se reportent désormais en avant sur les bénéfices futurs sans limitation de durée.

Mais il est un autre procédé d'utilisation des déficits, sur option, sous la forme de report en arrière sur les bénéfices non distribués des 3 exercices précédents - ou "carry-back" -. Ce report fait alors naître une créance sur le Trésor à concurrence de l'impôt correspondant, utilisable pour acquitter l'impôt des exercices suivants ou, à défaut, remboursée à l'issue d'une période de 5 ans. Cette faculté permet aux sociétés, à la fois, de sécuriser et d'accélérer l'utilisation de ces déficits.

L'administration, peu favorable à la souplesse du mécanisme, tente d'en restreindre le champ d'application, mais se heurte régulièrement à une jurisprudence plus complaisante. Le Conseil d'Etat a ainsi récemment eu à connaître de la question suivante : comment s'opère le décompte des 3 exercices antérieurs sur lesquels le report des déficits est autorisé ?

**Les juges ont considéré que les bénéfices d'imputation devaient être décomptés à partir de l'exercice de création du déficit et non, comme l'interprétait l'administration, à partir de l'exercice d'option** (8 août 2006 n° 285201). En pratique, cette interprétation extensive permettra désormais aux sociétés déficitaires de **formaliser leur option pour le report en arrière plusieurs exercices après la réalisation du déficit fiscal imputé.** Ce droit au remords est d'autant plus attractif qu'il ne supporte, à ce jour, aucun délai de péremption.

Prolongeant cette analyse, le Conseil d'Etat a précisé que le délai de remboursement de la créance devait également être décompté à partir de l'exercice de création du déficit reporté en arrière. Dans ces conditions, une option différée ne devrait pas non plus être préjudiciable en terme de trésorerie.

Au sommaire du dernier numéro de « What's up », la lettre présentée par le département **Distribution - Concurrence** du cabinet :

« **DEPENDANCE ECONOMIQUE : QUELS RISQUES POUR LE PARTENAIRE DOMINANT ?** »

LA PAROLE A ...

**Monique COHEN, Directeur Associé d'APAX PARTNERS.**

**ASA : Avec le lancement du véhicule ALTAMIR, APAX a-t-il été précurseur en la matière ?**

Nous considérons qu'APAX a été un précurseur en matière de levée de fonds de *Private Equity* par la bourse en France car nous avons lancé notre premier véhicule ALTAMIR en 1995. Evidemment ensuite, il y a eu d'autres structures qui ont été en bourse. Notre originalité réside dans le fait que nous avons à la fois des véhicules non cotés et des véhicules cotés, les deux co-investissent systématiquement dans toutes nos opérations françaises. Notre véhicule AMBOISE a levé près de 120 millions d'euros en février, et derrière KKR a lancé le même concept... mais pour quasiment 5 milliards d'euros !

**ASA : Pourquoi AMBOISE après ALTAMIR ?**

Nous avons lancé AMBOISE essentiellement parce qu'ALTAMIR se trouvait doté d'un portefeuille recelant des plus-values latentes substantielles. Les actionnaires d'ALTAMIR ont indiqué lors de l'assemblée générale de 2005 qu'ils n'étaient pas favorables à décider une augmentation de capital trop importante à un moment où APAX commençait à vendre les lignes les plus anciennes avec des plus-values effectivement dégagées d'un très bon niveau. Ils n'ont pas accepté l'idée d'un changement de taille alors même que l'objectif, dès 1995, était d'avoir un véhicule qui grossirait, à l'époque jusqu'au milliard de francs. Aujourd'hui, nous visons un milliard d'euros à moyen terme parce que la taille des opérations a sensiblement augmenté. Comme il n'était pas possible de doubler la taille d'ALTAMIR puisque cela aurait été trop dilutif pour les actionnaires, nous avons eu l'idée de lancer AMBOISE qui, à partir de juillet 2005, avait un portefeuille équivalent à celui d'ALTAMIR. Les deux véhicules ont donc vocation à être fusionnés dès que les actionnaires auront perçu la plus-value sur les lignes les plus anciennes.

**ASA : Le fait de logger une partie de vos participations dans des sociétés cotées a-t-il changé votre manière de sélectionner vos cibles ou votre manière d'investir ? Privilégiez-vous des cibles plus « voyantes » pour le grand public afin de rendre ALTAMIR et AMBOISE plus attractifs ?**

Non, car le marché a justement acheté le savoir-faire d'APAX, donc la stratégie d'investissement dans des valeurs de croissance et sur nos secteurs de spécialisation. C'est ce qui a été privilégié par les actionnaires d'AMBOISE puisque notre opération s'est très bien déroulée. Nous n'avons pas vocation à faire des opérations différentes parce que nous sommes cotés. En revanche, notre vocation est de rendre, sur la durée, des TRI et des multiples d'opérations au niveau de ce qui se pratique parmi les meilleurs fonds du *Private Equity*.

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