

Le proverbe : "Un grain de maïs a toujours tort devant une poule."

● **A lire**

Page 2
- Perdre son temps
sans perdre d'argent

Page 3
- Bourdes et débours

Page 4
- Grand Prix du Private
Equity

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
Julien Carrascosa
Danielle Corre
Bruno Erard
Benoît Gréteau
Magali Guiard
Dorothee Haski
Claire Isnard
Gwenaëlle de Kerviler-Robillard
Nathalie Lastennet
Alain Lévy
Rémi Lévy
Gaëlle Quillivic
Eve Rousseau
Charlotte Sorin
Olivier Tordjman
(Directeur de la publication)
Alexandre Tron

● **Edito**

"Trop de pressions"

"Non, vous ne saurez pas de quel miracle il s'agissait !"

Vos réactions à notre nouvelle maquette de newsletter, et en particulier à notre dernière page, furent tonitruantes. Vous êtes nombreux à avoir épiluché et à nous avoir félicités sur notre rubrique "Le Cabinet en chiffres", sur les interviews de nos entrepreneurs, investisseurs et financiers ainsi que sur nos proverbes africains délirants. Nous vous en remercions. Cependant, le mystère restera entier quant au miracle auquel il est fait référence sur l'année 2006, entre les boîtes de kleenex, et le nombre de photocopies et de nuits blanches. Vos tentatives de corruption resteront vaines.

La pression est à présent énorme. **Comment satisfaire des lecteurs aussi élogieux sur ce premier numéro ?** On ne peut que décevoir après un tel succès.

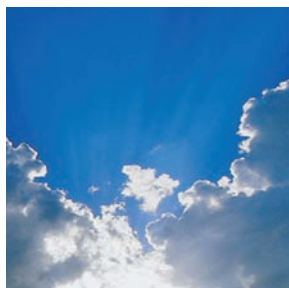
Nous avons initialement pensé à **interviewer les candidats à l'élection présidentielle** et nous leur avons même soumis nos questions (position quant à la montée en puissance des fonds d'investissement, principales mesures envisagées quant à la fiscalité des plus-values de cession de sociétés et enfin, position quant à l'impôt de Solidarité sur la Fortune). Après avoir accepté de se plier à cet exercice – au regard de la qualité et du

nombre de nos lecteurs, bien sûr – nous avons été délaissés au profit de certains de nos concurrents directs (moto magazine...).

Nous avons alors imaginé vous proposer **un classement 2006 de nos clients** (la plus grosse facture, le plus sympa, le plus chic...). La tentative a donné des résultats aussi délicats qu'inavouables ! Nous n'abandonnons cependant pas pour autant cette idée et nous espérons vous faire participer prochainement à nos fous rires et à nos pleurs en coulisses de nos nuits de travail.

Pour finir, nous avons décidé que la quatrième page deviendrait l'objet **de toutes nos fantaisies et de toutes sortes de communications** : les sites internet les plus drôles ou les plus utiles, des associations à découvrir, des devinettes ou rébus de marché, des caricatures, des jeux divers avec des prix à gagner (photos d'une partie de nos corps (yeux, mains...)), etc.

Nous nous attacherons à vous informer aussi bien qu'à vous divertir, en espérant que les prochains numéros de notre newsletter rencontreront autant de succès.



“
De plus en plus
de protocoles de
cession d'actions
prévoient
le versement
d'une indemnité
d'immobilisation.

”

● Point de vue

Perdre son temps sans perdre d'argent*

Devinette : quelle est la bête noire des vendeurs, l'ami des banques, et l'un des dadas des avocats ?

Réponse : la cession sous condition suspensive, bien sûr !

Une entreprise est offerte à la vente ; il s'agit d'être le premier sur l'affaire. Malheureusement, la cession ne peut être réalisée immédiatement parce qu'elle requiert au préalable l'autorisation d'un tiers (en raison par exemple des règles du droit de la concurrence, des marchés financiers, de l'environnement ou de l'urbanisme...). **A ce stade, la vente ne peut donc être conclue que sous conditions suspensives, ce qui implique par la force des choses, du temps.**

Le vendeur de son côté n'est pas forcément disposé à accepter de différer la réalisation de la cession, d'autant moins s'il a d'autres candidats ou si l'autorisation attendue est spécifiquement liée au projet de l'acquéreur potentiel (ce qui peut être notamment le cas si l'opération requiert l'accord des autorités de la concurrence dans un contexte de rapprochement, posant des problématiques réelles en matière de concurrence et de concentration).

A cela, s'ajoute un double aléa. **Rien ne dit, d'une part, que l'autorisation sera finalement octroyée et, d'autre part, si elle ne l'est pas, qu'aucun événement ne viendra impacter l'entreprise, ruinant tout espoir de cession ou de cession aux mêmes conditions avec un nouvel investisseur.** Autant dire, rien de très motivant pour le vendeur !

Que faire pour le convaincre tout de même de s'engager ? La réponse tient sans doute à négocier, en échange des conditions suspensives, la stipulation d'une indemnité d'immobilisation. Clause quasiment de style dans le cadre des ventes d'immeubles, **elle est de plus en plus utilisée dans la cession d'actions où la probabilité d'occurrence d'un événement empêchant l'opération de se réaliser est plus forte.** Elle permet au vendeur, si l'autorisation n'est

pas obtenue, d'avoir au moins une compensation financière pour avoir perdu du temps et pris des risques. A l'inverse, si elle est obtenue, la somme s'imputera généralement sur le prix de vente : elle deviendra alors un acompte.

Le principe est séduisant mais encore faut-il fixer un juste montant à cette indemnité. **Un montant trop faible n'est pas satisfaisant pour le vendeur qui concède une exclusivité et prend des risques, là où l'acquéreur s'en tire à bon compte en cas de non-réalisation des conditions suspensives dont il devait assurer la réalisation.**

C'est surtout l'hypothèse inverse qui nous retiendra. Ainsi, à défaut de réalisation de la cession, **le débiteur d'une indemnité trop forte va probablement chercher à la contester.** A n'en pas douter, il va tenter d'y voir une clause pénale, laquelle a l'avantage pour lui d'être susceptible d'être réduite par les juges. Toutefois, sauf revirement de jurisprudence, cette voie lui est a priori barrée : **l'indemnité d'immobilisation n'est pas une clause pénale.**

De même, dans quelle situation se trouverait-on si la non-réalisation des conditions suspensives serait avérée rapidement après la signature du protocole de cession ? La durée d'immobilisation étant très brève, la somme à payer pourra alors paraître disproportionnée aux yeux de l'acquéreur évincé. **Ce dernier pourra alors chercher à diminuer le montant en invoquant la nécessité de la réduire sur une base prorata temporis et il ne paraît pas exclu que les juges le suivent dans ce raisonnement.** D'où l'intérêt de veiller à préciser dans quel(s) cas l'indemnité reste acquise au vendeur.

Bien que d'apparence anodine, **la rédaction d'une clause d'indemnité d'immobilisation mérite, on le voit, une attention rédactionnelle toute particulière.** Cet effort accompli, le vendeur pourra tirer profit du simple écoulement du temps.

* Avec la participation de Michel Ayache et Olivier Borgniet, département Contentieux.

● Le coin des initiés

/ CORPORATE
BOURDES ET DÉBOURS

Véritable innovation ou cafouillage rédactionnel ? Telle est l'alternative qui se présente à la lecture du décret 2006-1566 du 11 décembre 2006. Ce texte qui modifie substantiellement le décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales vient préciser en son article 44 que l'article 155-3 dudit décret est complété par un nouvel alinéa : *"lorsque l'augmentation de capital a lieu avec maintien du droit préférentiel de souscription, le commissaire aux comptes donne son avis sur l'émission proposée et sur le choix des éléments de calcul du prix d'émission et son montant"*.

Décodeur pour les non-initiés : jusqu'à présent seules les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription nécessitaient la production d'un rapport spécial du commissaire aux comptes. Ce nouveau texte semble **imposer désormais un rapport dans toutes les augmentations de capital sans exception**, ce qui constitue une petite révolution et une source de complications. Que nenni répond en cœur la doctrine, le législateur se serait trompé ! **Ce texte ne devait en fait viser que les émissions de valeurs mobilières composées et non les émissions d'actions.**

Ouf ! Relevons que le législateur n'en est pas à sa première maladresse de rédaction et bien d'autres difficultés d'interprétation pourraient être ici rappelées. A titre d'exemple, aucun texte ne précise formellement si l'obligation de réunir une assemblée générale pour se prononcer sur une augmentation de capital réservée aux salariés, lorsqu'il apparaît que la quote-part d'actions détenues par lesdits salariés est inférieure à 3%, est applicable ou non aux SAS. Jusqu'à récemment encore, l'article 163 bis G du CGI régissant l'émission des BCE faisait référence à l'article L. 228-95 du Code de commerce sans tenir compte du décalage de numérotation résultant de l'ordonnance du 24 juin 2004.

Ces maladresses rédactionnelles conduisent à bien des problèmes d'interprétation et tout naturellement à opter pour la solution la plus prudente et la plus sécurisante. Mais cette logique présente l'inconvénient d'adopter des mesures (réunions d'assemblées générales, production de rapports...) parfois onéreuses qui pourraient s'avérer superflues en présence de textes plus explicites.

/ FISCALITÉ
AMENDEMENT CHARASSE : SÉANCE DE PERFECTIONNEMENT

Séance de perfectionnement en vue du "Quiz Charasse" annuel organisé par le Cabinet. Entre les dispositions de la loi de finances rectificative pour 2005 et l'instruction du 21 mars dernier qui les commente, certains de nos lecteurs risquent de ne plus être au niveau...

- > **Notion de "contrôle"** : depuis 2006, l'article 223 B du CGI fait expressément référence aux dispositions de l'article L 233-3 du Code de commerce pour définir le « contrôle ». Pour mémoire, antérieurement, la notion de contrôle n'était pas définie par le texte de loi.
- > **L'action de concert ne se présume plus** : l'instruction précitée revient sur une doctrine antérieure, qui consistait à présumer une action de concert au sein d'une société acheteuse, même en l'absence d'accord entre actionnaires dans l'hypothèse où la société achetait à plusieurs de ses actionnaires des titres de la même société. Cet assouplissement présente un intérêt particulier dans le cadre de LBO secondaires, notamment lorsque le management et d'anciens investisseurs

réinvestissent dans la nouvelle structure d'acquisition, sans pour autant juridiquement agir de concert au sein de cette dernière.

- > **Applicabilité des nouvelles dispositions** : l'administration fiscale admet que les nouvelles définitions s'appliquent aux opérations antérieures et puissent, les concernant, interrompre les effets du dispositif à compter de 2006 (effets sur 15 ans à l'époque).
- > **Interruption du dispositif en cas de changement de contrôle** : auparavant, un changement de contrôle de la société acheteuse restait sans incidence sur la limitation de déduction des intérêts. Désormais le dispositif est interrompu. L'Administration apporte à cet égard deux précisions utiles :
 - le dispositif est suspendu dès l'exercice au cours duquel intervient le changement de contrôle ;
 - le dispositif est réactivé en cas de reprise de contrôle par les actionnaires d'origine.En outre, pour les opérations antérieures à 2006, l'administration fiscale admet de suspendre le dispositif à compter du 1^{er} janvier 2006, en cas de changement de contrôle intervenu à cette date.

/ SÛRETÉS
"Fiducie... Aussi !"

Il y a certains textes dont on sent intuitivement et confusément qu'ils auront un bel avenir. La loi du 19 février 2007 instituant la fiducie en fait partie.

Nous vous invitons à méditer l'article 2011 du Code civil qui définit la fiducie comme *"l'opération pour laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires, qui les tenant séparés de leurs patrimoines, agissent dans un but déterminé au profit de un ou plusieurs bénéficiaires"*.

Il s'agit donc de **mettre en place un patrimoine d'affectation distinct de celui du constituant et de celui du fiduciaire** en respectant toutefois quelques contraintes, par exemple :

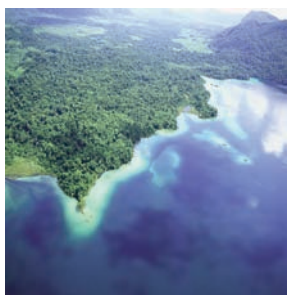
- > la durée maximale du contrat de fiducie est de 33 ans,
- > l'opération de fiducie doit répondre à *"un but déterminé"* et ne pas résulter d'une intention libérale au profit du bénéficiaire,
- > l'opération de fiducie n'est ouverte qu'à certaines catégories de personnes : seules des personnes morales soumises de plein droit ou sur option à l'IS peuvent être constituants et seuls certains établissements réglementés peuvent être fiduciaires.

A quoi cela sert ? Les utilisations seront multiples mais à n'en pas douter cette technique nous permettra de faciliter la constitution de sûretés et la gestion de biens pour compte d'autrui.

A suivre...

● Pour parler d'autre chose...

Nous avons décidé de mettre en avant, à chaque numéro, un site internet, une association, une exposition... histoire de vous parler d'autre chose !



LE SITE DU MOIS

Dans ce numéro, nous vous présentons le site : **"voyagechic.com"**.

"Voyagechic.com", comme son nom l'indique, est un site de ventes de voyages par internet. Le site nous a séduit par sa qualité et par l'originalité des produits présentés. Nous avons interviewé pour vous Karim Loukim, le patron.

ASA : "Je suis avocat, je souhaite partir en "voyage de pacs" pour une semaine au soleil avec mon petit ami, mon chien et mes 2 perruches pour moins de 2000 euros par personne. Je voudrais profiter de ce séjour pour me perfectionner en cricket. Que me conseillez-vous ?"

VOYAGECHIC : "Nous avons ce qu'il vous faut ! La Jamaïque, pays du reggae et du cricket (la coupe du monde vient de s'y dérouler).

Vos perruches s'y acclimateront merveilleusement (sous réserve que leur entrée sur le territoire y soit possible). Faites un tour sur notre site et admirez les photos magnifiques de l'hôtel Jamaica In 5*, à partir de 1616 € par personne."

Pour consulter l'actualité du cabinet, les numéros précédents de notre Lettre Corporate Finance, ou tout simplement nous contacter :

www.ayache-salama.com

Grand Prix du Private Equity ... trois mois déjà !

Trois mois après, il y a prescription et l'on peut s'amuser de ce que les uns ou les autres ont pu dire, ne pas dire, faire ou ne pas faire lors de la remise de leur prix.

Séance de rattrapage pour ceux de nos lecteurs qui ne sont pas au fait de ce grand rendez-vous annuel où se retrouve le petit monde du "private equity".

Tout commence comme à la cérémonie des Césars : une très belle salle (les salons France Amérique), une organisation hollywoodienne assurée par Private Equity Magazine, des sponsors de grande qualité (dont notre cabinet, c'est dire !), une couverture médiatique avec BFM radio, des costumes de la plus grande sobriété, un buffet époustouflant, un trophée à poser sur la cheminée... et puis, des discours.

Ah, les discours ! Nous n'avons pas résisté à la tentation d'en immortaliser certains en leur décernant à notre tour un prix... sans rancune, c'est prescrit !

Le plus classique • Perfectis PE – Prix du meilleur fonds d'investissement small cap

Jean-Marie Lavrotte et Gabriel Fossorier :

"C'est un titre qui nous honore beaucoup et qui va d'abord à notre équipe; on tient également à remercier la profession car vous êtes notre source d'inspiration et on essaie d'avancer dans la suite de ce que vous avez pu faire par le passé. On est également très fiers et on tire un grand coup de chapeau aux autres nominés [...]"

Le plus drôle • Axa Private Equity – Prix ex aequo du meilleur fonds d'investissement Mid Cap

Dominique Gaillard :

"Il y a un an, j'ai senti qu'il y avait une fenêtre de tir car Gonzagues [De Bliignières] est venu me voir en me disant



ILS ONT AUSSI ÉTÉ RÉCOMPENSÉS ...

21 CENTRALE PARTNERS

Prix ex aequo du fonds Mid Cap

EURAZEO

Prix du fonds Large Caps

SOFINNOVA PARTNERS

Prix de la rédaction de Private Equity Magazine

qu'il allait devenir Président de l'Afic et que j'allais enfin pouvoir faire des dossiers. Je me suis précipité et j'en ai fait neuf !"

Le plus politiquement correct • 3i – Prix de l'accompagnement pour Keolis

Remi Carnimolla :

"Merci, on est ravi d'avoir ce premier prix. Nous sommes trois aujourd'hui sur le podium mais en fait c'est plus de 400 salariés, cadres actionnaires du LBO Keolis qui devraient être avec nous ce soir."

Le plus beau duo • Rothschild & Cie – Prix du Conseil M&A

Laurent Baril et Richard Thil :

Richard : "Le nom Rothschild est certes ancien mais la maison est très jeune. J'ai toujours remarqué que le danger pour une banque d'affaires est de prendre

le chou très vite. Je peux vous dire que Laurent et moi en sortant de cette réunion, on va s'auto-administrer une opération "dégonflage" tous les deux..."

Laurent : "Comment ça ?"

Richard : "...mais si Laurent, car je crois qu'il faut que l'on reste humble, notre maison est jeune et nous avons des concurrents qui sont très bons [...]"

Le plus optimiste • Calyon – Prix du Prêteur LBO

Jacques Pochon :

"Calyon est dans ce secteur du financement depuis très longtemps. Il a toujours accompagné le marché et nous souhaitons être encore là dans dix ans. J'espère tous vous revoir et je vous donne rendez-vous dans dix ans."

Le plus vrai à nos yeux • Mayer Brown – Prix du cabinet d'avocats M&A

Xavier Jaspard :

"Le meilleur moment pour nous ? Les closing, car ils ont ceci de sympathique qu'une fois la dernière coupe de champagne avalée, on file se coucher."