

Création de valeur

Conseil Les fusions-acquisitions doivent faire leur révolution marketing

Pour le bénéfice du client, le M & A doit quitter l'ère industrielle pour entrer dans l'ère marketing. Les inconvénients d'une approche exclusivement technique en attestent.

Comment ne pas constater aujourd'hui l'existence d'une pensée unique chez les différents conseils en M & A ? Rassurer les clients devient prioritaire : c'est l'exhaustivité des approches (tout le marché est interrogé...), l'hyperspécialisation et la multiplication des intervenants (et, en corollaire, la juniorisation) qui sont mises en avant. Ces approches quantitatives, dans lesquelles on oublie très souvent les besoins et les attentes du client, conduisent à des effets néfastes.

Vers la maturité à pas forcé

La pression des besoins, en provenance de l'ensemble des protagonistes (acheteurs, vendeurs) est évidente.

- L'entreprise, d'abord, requiert des transactions respectant ses équilibres, ses spécificités et sa complexité croissante.
 - la valorisation d'une entreprise doit intégrer, au-delà de ses actifs tangibles, sa dynamique alimentée par des hommes et une vision stratégique ;
 - le temps de la transaction doit induire une bonne préparation et aller au terme des garanties d'actifs et de passifs. Pour autant, la conduite du *business* ne doit pas se relâcher ;
 - de plus en plus de contentieux guettent les transactions, en raison d'une jurisprudence encore limitée sur les montages à effet de levier ;
 - les parties prenantes à une transaction se multiplient : actionnaires, managers, salariés, syndicats, DDT, DGCRF, clients, journalistes, élus...

Or, la réponse des conseils en M & A, en s'appuyant sur une massification et une segmentation de l'expertise technique, se limite à une production volumineuse d'informations, à des analyses en chambre, à la gestion d'un processus, le tout confié à des armées de juniors inexpérimentés face aux réalités opérationnelles de l'entreprise.

Inadaptation des approches standard

Les protocoles d'accord et les pactes d'actionnaires, les plus exhaustifs soient-ils, ne peuvent prémunir contre l'insécurité *business* et juridique en résultant.

Il faut en effet noter que les risques *business* sont majeurs quand :

- Un *business plan* ne correspond pas à un scénario opérationnel intégrant les réalités de l'entreprise, des hommes, de son marché, permettant à :
 - un vendeur de fiabiliser, avec le management, les relais de croissance et de rentabilité ;
 - l'acheteur d'organiser, concrètement, la convergence d'intérêt entre toutes les parties prenantes sur les prix d'achat et de cession future, les croissances interne et externe et la sortie.
- L'*open bid* « aveugle » limite les chances de concrétiser une transaction pour :
 - le vendeur : la destruction de valeur résulte d'une présentation passe-partout à l'attention d'acquéreurs peu cernés et d'une rupture de confidentialité ;
 - un acheteur : il offre toutes les raisons de ne pas faire l'opération, l'information étant non ciblée, voire parcellaire, et l'humain étant souvent minoré dans le processus.

Un *open bid* doit être sélectif et qualitatif grâce à une analyse ciblée des bons acheteurs potentiels et à la construction de relations *one to one*.

- Les approches simplistes de valorisation aboutissent à réduire le prix de la transaction ou à dissuader un acquéreur potentiel :
 - les méthodes financières ne collent pas aux réalités humaines et stratégiques de l'entreprise, à la psychologie du vendeur en attente d'une considération gratifiante de sa vie de labeur, à la psychologie de l'acquéreur appréciant la création de valeur dans son scénario stratégique.
 - Le prix convenu sera affecté par la structure du patrimoine du client, un paiement en devises étrangères, un différé de paiement, des compléments de prix, et par la garantie d'actifs et de passifs avec seuils ou franchises.

Outre les risques *business*, il convient également d'appréhender correctement les risques juridiques et fiscaux, qui se caractérisent par un usage immodéré des biens de la cible et de son crédit. En voici quelques-uns :

- La cible n'a pas vocation à être l'instrument essentiel du financement de sa propre acquisition – article L 225-216, al. 1, Code de commerce : la fusion rapide entre le *holding* et la cible qui aurait pour effet de mettre à la charge de la cible la dette contractée pour l'acquisition de cette dernière est susceptible de causer des risques majeurs.
- L'abus de biens sociaux – article L 242-6, al. 3, Code de commerce : l'abus de biens sociaux consiste en un usage abusif contraire à l'intérêt social des biens et crédit de la société. Il suffit que l'actif social ait connu « un risque auquel il ne devait pas être exposé » (cass. crim., 10 nov. 1964) pour que le délit soit constitué. Il est nécessaire que les dirigeants sociaux réfléchissent à cet aspect et tiennent notamment compte, dans la mise en place de la structure d'acquisition, de l'intérêt de la cible et de l'absence de mise en péril de cette dernière et enfin d'une contrepartie équilibrée.
- L'abus de pouvoir – article L 242-6, al. 4, Code de commerce : un arrêt de la Cour de cassation du 10 juillet 1995 a reproché à un P-dg d'avoir usé de ses pouvoirs pour organiser une fusion contraire à l'intérêt social et avantageuse pour lui. L'arrêt avait constaté que la décision de fusion avait été prise par le dirigeant qui avait exercé ses pouvoirs au titre de son mandat social et que la fusion était lésionnaire et déséquilibrée. En procédant ainsi un moyen avait été trouvé de remédier à l'impossibilité pour le *holding* de satisfaire aux remboursements, l'exploitation de la cible devant supporter la charge de remboursement des emprunts ayant servi à financer son acquisition.
- L'abus de majorité : le *holding* détient rarement la totalité du capital de la cible. Il suffit qu'un minoritaire conteste la décision qui favorise les majoritaires, par exemple la décision de garantir un emprunt bancaire au profit du *holding*. Cette décision se fait nécessairement au détriment des minoritaires qui ne profitent pas de la garantie consentie.
- En matière de procédure collective, le risque de gestion de fait et d'action en comblement de passif : dès lors qu'une procédure de redressement judiciaire est ouverte, la responsabilité du banquier peut être recherchée au titre d'une responsabilité pour faute ou d'une action en comblement de passif (article L 624-3 du Code de commerce). Il y a comportement fautif lorsque la banque accorde un crédit ruineux à une entreprise dont la situation va devenir irrémédiablement compro-

mise du fait d'un endettement qu'elle ne peut supporter (Cass. com., 18 juin 1996 : Quot. jur., 6 août 1996). On entend par crédits ruineux ceux qui entraînent un endettement excessif eu égard aux ressources de l'entreprise ou à sa rentabilité (Cass. com., 10 octobre 2000 : *RJDA* 1/01 janvier, n° 70). La banque est fautive lorsqu'elle a connaissance de la gravité des déséquilibres dans la situation financière de l'entreprise (Cass. com., 26 janvier 1993 : *RJDA* 6/93, n° 536). Un montage financier consistant à octroyer, par personne interposée, un crédit à un débiteur dont la situation était désespérée au moment de l'octroi du crédit, a été sanctionné, la banque ayant effectivement connaissance de cette situation (Cass. com., 25 mars 2003, n° 01-01-690).

- Au plan fiscal par la notion d'abus de droit et d'acte anormal de gestion : l'abus de droit de l'article L-64 du Livre de procédure fiscale suppose l'existence d'un montage, c'est-à-dire l'existence d'un acte juridique et d'une intention frauduleuse dans le cadre d'un acte fictif ou dans un but exclusivement fiscal. L'article L-64 du LPF est applicable en matière de fusion rapide, l'intérêt fiscal résidant dans l'utilisation directe de la trésorerie de la cible pour rembourser l'emprunt. L'administration a indiqué que face à une telle opération, elle n'excluait pas de recourir à la procédure de répression des abus de droit et qu'elle pourrait également mettre en cause le caractère normal de la gestion. (Instruction 3 août 2000, 4-I-2-00.)

Au vu de ces éléments, une conclusion s'impose : acheteurs et vendeurs attendent de leurs conseils en M & A qu'ils fassent preuve d'une plus grande opérationnalité. Et pour ce faire, ils doivent prendre un recul suffisant préalablement à l'opération, pour accompagner la réflexion des intervenants dans les conséquences éventuelles de toute nature à venir, pour prévoir et savoir intervenir sur les litiges ; enfin, ne pas mettre en risque et en responsabilité l'ensemble des participants, qu'ils soient investisseurs prêteurs ou emprunteurs.

La qualité de la relation client-conseil est donc essentielle. Plus que dans un processus désincarné de nature technique, l'enjeu du conseil en M & A tient dans une problématique de communication, et donc d'écoute du bénéficiaire client. ■

Daniel Colé & Frédéric Assouline,
associés-fondateurs de Spin-Off & Co,
Jean-Paul Chouchana, avocat



Daniel Colé



Jean-Paul Chouchana