

De l'attractivité dans les share-deals...



PARTICIPEZ !

Formation :

« Financements structurés : quels risques ? Comment optimiser le montage ? »

le 4 novembre 2014
à Paris

Détails et inscription :
www.businessimmo.com/formations

Le *share deal* a la cote, et cette tendance n'est pas près de se démentir au cours des tous prochains mois. La modification désormais acquise de la convention France/Luxembourg pourrait, en effet, accélérer les opérations de cession de titres de sociétés à prépondérance immobilière détenues par des structures luxembourgeoises.

Si le *share deal* permet ainsi d'optimiser les conditions de la transaction, il implique une vigilance particulière, à commencer par les modalités d'élaboration de la formule de prix et la gestion juridique du transfert de risques.

Par Carol Santoni et Fabrice Rymarz

Par Carol Santoni
avocat associé Racine

1 - SI L'ATTRAIT DU SHARE DEAL NE SE DÉMENT PAS

1 Conditions financières : traditionnellement, les aspects financiers et fiscaux peuvent faire pencher la balance vers le *share deal* :

Tant le vendeur que l'acquéreur ont intérêt à choisir l'option du *share deal* afin d'améliorer les conditions financières de la transaction. On peut notamment citer :

- les économies sur les droits d'enregistrement (sous réserve d'être en mesure de justifier de l'éligibilité de la dette) ;
- la gestion de la fiscalité de sortie d'investissement ;
- la potentielle utilisation des déficits fiscaux reportables pour les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés ;
- l'éventuel maintien du financement et des suretés hypothécaires.

Bien entendu, le choix d'un *share deal* ne doit se résumer ni s'apprecier à l'aune de ces seuls éléments et doit faire l'objet d'une analyse plus générale.

2 Calendrier et faisabilité même de la transaction, les nouveautés en baux commerciaux et leur influence sur les *share deal*

Les baux commerciaux sont considérés comme le nerf de la guerre de l'investissement : les flux financiers qu'ils génèrent déterminent la valeur convenue de l'immeuble sous-jacent. Le statut des baux commerciaux est profondément modifié par la loi Pinel et ces remaniements sont à intégrer par les acteurs du marché de l'immobilier d'entreprise.

La loi Pinel crée notamment le droit de préemption légal au profit du locataire commercial.

Le droit de préemption s'applique à la vente projetée d'un « local à usage commercial ou artisanal ». Si le texte comporte plusieurs exceptions, il ne vise pas expressément le cas des bureaux et certains font, cependant, valoir que le législateur a « entendu viser les locaux



de bureaux ». Compte tenu de l'enjeu, il reviendra à la jurisprudence de préciser le champ d'application exact du nouveau droit de préemption.

Surtout, l'interprétation littérale du texte implique que le droit de préemption ne soit pas applicable aux cessions de sociétés, l'écran social jouant pleinement son rôle. Ceci confère un nouvel atout au *share deal*.

Par Fabrice Rymarz
avocat associé Racine



En effet, outre le risque naturel de préemption par le locataire, les délais de purge seront manifestement incompatibles avec le rythme des transactions immobilières : il faudrait compter avec un premier délai de purge d'un mois, potentiellement augmenté de deux mois puis de deux mois supplémentaires...

II – ENCORE FAUT-IL ÊTRE ATTENTIF À LA NEGOCIATION TANT DE LA FORMULE DE PRIX QUE DES GARANTIES DE PASSIF

1 L'élaboration de la formule de prix puis de la garantie

a) S'agissant de l'élaboration de la formule de prix, il est utile de rappeler qu'elle doit être suffisamment précise pour éviter tout risque d'indétermination du prix dont la sanction est la nullité du contrat.

À titre pratique, il est essentiel de veiller à une parfaite cohérence entre la définition de la formule de prix figurant au contrat et le calcul du prix effectivement réalisé y étant annexé, l'ensemble formant un tout.

La formule de prix, dont les composantes principales seront convenues au stade de la lettre d'intention, est évolutive. Elle sera affinée et complétée tout au long du processus d'audit. Parfois, le traitement d'un risque avéré sera radical : la formule de prix sera modifiée pour en tenir compte et entraînera une réduction de prix immédiate (qui chassera d'ailleurs la garantie de passif à cet égard).

En cas d'ajustement de prix, il conviendra également d'être attentif. Les comptes provisoires devant avoir été approuvés par les parties lors du *signing*, la méthode d'ajustement de prix sur la base des comptes définitifs de *closing* devra prévoir un audit limité aux éléments non ou insuffisamment pris en compte dans les comptes provisoires.

Il faudra également penser à éviter des contentieux sur l'impact de l'ajustement sur les droits d'enregistrement : à savoir, acquitter les droits complémentaires en cas d'ajustement à la hausse ou, à l'inverse, réclamer une restitution du trop payé.

b) Les avantages du *share deal* ont pour contrepartie la transmission de risques potentiels au cessionnaire, risques qu'il n'aurait pas pris si l'immeuble avait été acquis en direct. Les garanties de passif viennent donc compléter le dispositif. Parmi les clauses contractuelles des garanties de passif, les points à négocier sont les suivants :

- étendue de la garantie : l'établissement de la garantie de passif doit refléter les conclusions de l'audit financier, juridique et fiscal, comptable, immobilier et technique qui aura été mené. L'investisseur souhaitera naturellement être le plus largement couvert, le vendeur de son côté voudra évidemment limiter son exposition. Attention au caractère exonératoire ou non de la data-room et, le cas échéant, à l'appréciation du caractère induit ou non d'un risque par le contenu de la data-room.
- durée, montant et plafond de la garantie :
 - S'agissant de la durée, il peut être utile d'adapter cette dernière selon la nature des risques identifiés. A titre d'illustration, les risques fiscaux sont le plus souvent garantis sur une période alignée sur la durée de prescription.
 - Quant aux montants et plafonds, ils sont déterminés par les parties à la toute fin des négociations. Ils seront souvent différenciés et adaptés : la notion même de plafond sera généralement exclue ; quant au droit de propriété, différents plafonds pourront être attribués selon la nature du risque. Enfin, les plafonds pourront diminuer automatiquement par fraction plus le temps passera.

2 Les garanties de passifs comprenant des obligations contractuelles doivent prévoir et organiser leur propre efficacité ultime par l'adjonction de tiers au dispositif (contre garants et assureurs)

La pratique de la garantie de la garantie est aujourd'hui mûre en immobilier d'entreprise :

- Calqués sur les *assets deals*, les retenues de partie du prix et mises sous séquestre pendant une certaine

période rassurent les cessionnaires. Les cédants rechercheront, pour leur part, une alternative.

- Les cautions (maison-mère ou bancaires) et clauses de porte-fort sont souvent mal-aimées, notamment pour cause d'applicabilité du principe de l'opposabilité des exceptions.
- Les garanties autonomes, emportant l'obligation de paiement, sont prisées. Attention, toutefois, à leur rédaction, notamment en ce qui concerne les modalités concrètes de leur appel, de façon à ce qu'aucun débat ne puisse surgir et mener à une tentative de refus de paiement.
- Quel que soit le schéma retenu, la question de l'exécution des contre-garanties relevant d'autres juridictions sera considérée comme un facteur de complexité.

Les acteurs de l'immobilier d'entreprise choisissent également le recours à l'assurance de garanties de passif.

L'assurance est appréciée tant par certains cédants – notamment les fonds d'investissements matures dont la durée de vie n'est plus compatible avec la durée convenue de la garantie de passif – que par certains cessionnaires qui y verront une sécurité quant à l'efficacité de leurs garanties.

Le schéma assurantiel retenu implique une superposition du contrat de garantie et de la police d'assurance dont la cohérence devra être vérifiée (exclusions, conditions d'appel, ...) avec soin.

Quoiqu'il en soit, l'expérience démontre que chaque *share deal* est unique et que, par conséquent, une solution adaptée à une opération n'est pas forcément transposable à la suivante. Il convient donc de faire preuve de souplesse et d'adaptabilité pour trouver le juste équilibre nécessaire au succès de l'opération. ☐