

ÉVALUATION, AUDIT ET GARANTIES

Sont ici présentées les clés de l'efficacité des garanties dans les cessions de droits sociaux, qui permettent de sécuriser les opérations d'acquisition et cession d'entreprises mais aussi de limiter le risque de contentieux post-acquisition.



Par Pierre-Jean
GAUDEL

Associé de Paris
Corporate Finance
Directeur du master II
diplôme de juriste conseil
d'entreprise à l'université
de Nancy

Au sens large, les garanties sont les moyens permettant, lors d'une acquisition, de s'assurer contre une erreur sur la valeur de l'actif acheté. Pour une pleine efficacité de ces garanties, il convient de bien les articuler entre elles et avec l'ensemble des paramètres de la transaction, notamment les conclusions des audits.

Selon la définition proposée ci-dessus, les garanties sont diverses et variées :

– le mode d'évaluation provisoire des titres de la société cible, retenu par l'acquéreur potentiel à l'issue des premières négociations avec le cédant et sur la base de comptes provisoires de la société cible, peut constituer une garantie permettant de se prémunir contre le risque de surévaluation du prix payé. Ainsi, si le prix est déterminé par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, il conviendra de vérifier que ceux-ci intègrent bien l'impact des inévitables aléas négatifs qui frappent toute activité économique. Si le prix est déterminé par la méthode des multiples de sociétés comparables, il conviendra de s'assurer que l'agrégat et le multiple de valorisation retenus tiennent bien compte de l'éventuel effet de cycle ;

– la clause de fixation définitive du prix permet de fixer le prix définitif des titres de la société cible en fonction de ses comptes définitifs arrêtés à la date de cession et non en fonction des comptes provisoires ayant servi de support à la négociation du prix des titres ;

– la clause de complément de prix permet de calculer une partie du prix par référence aux résultats futurs de la société cible sur une période déterminée ;

– les garanties légales relevant du droit commun de la vente, telles que la garantie des vices cachés, sont également à la disposition de l'acquéreur ;

– il conclura aussi fréquemment une garantie d'actif et de passif ou l'une de ses variantes :

• la garantie d'actif est une garantie sur l'existence et la valeur des actifs de la cible telles qu'elles ressortent des comptes de référence ;

• la garantie de passif est la garantie accordée au cessionnaire de ne pas assumer les conséquences financières de passif non révélé dans les comptes de référence ;

• la garantie d'actif net est une combinaison de garantie d'actif et de passif, avec des compensations entre des corrections de sens opposé ;

– enfin, les garanties déclaratives consistent, pour les cédants, à formuler des déclarations sur la société-cible pour garantir le cessionnaire des conséquences préjudiciables pour lui ou la société des inexactitudes des déclarations formulées par le cédant.

“ Il convient de se garder du syndrome du « train qui ne passe qu'une fois » qui peut être désastreux ”

Un autre bon moyen de lutter contre le risque de survalorisation de la cible est de mener un audit d'acquisition pertinent et dont les conclusions influenceront la fixation des garanties évoquées ci-dessus (mode de calcul du prix d'acquisition, clause de révision de prix...). La recommandation est simple à donner mais sûrement plus difficile à mettre en œuvre : il faut éviter de « perdre la tête », soit parce que l'industrie est en haut de cycle, que les cibles sont rares et les prix élevés semblent normaux, soit parce que le vendeur a mis en place un processus sous forte contrainte de temps.

Il convient en particulier de se garder du syndrome du « train qui ne passe qu'une fois » qui peut être désastreux. À ce titre, les indicateurs de haut de cycle, et donc de risque élevé de surpayer la cible, sont :

– l'accélération du nombre de transactions dans le secteur d'activité de la société cible ;

– la rareté des cibles ;

– l'augmentation des transactions payées en « papier », c'est-à-dire avec, pour tout ou partie du prix, des titres de l'acquéreur. En effet, en période de « bulle », les titres de l'acquéreur seront surévalués comme le sont ceux de la cible, permettant ainsi d'acquérir la cible dans de meilleures conditions. Ce phénomène a été observé pendant la « bulle internet » à la fin des années 1990 et plus récem-

ment pendant la bulle des valeurs liées au secteur des matières premières ⁽¹⁾.

Plus largement, les conséquences de l'audit d'acquisition (*due diligence*) doivent être analysées au regard :

- du périmètre de l'acquisition. Cela est particulièrement sensible en cas d'acquisition d'actifs (*asset deal*) nécessitant une délimitation précise des éléments achetés (*carve out*). L'audit d'acquisition peut également révéler qu'un actif important pour l'exploitation de la cible (ex. : brevet ou marque) est détenu en propre par le cédant ; il faudra alors spécifiquement négocier son acquisition ;
- du prix d'acquisition. L'analyse détaillée des comptes de la cible peut amener à ajuster à la baisse le prix proposé, par exemple en cas de risques identifiés et insuffisamment ou pas du tout provisionnés ;
- du niveau des garanties à obtenir, de façon à bien couvrir les risques identifiés lors de la due diligence ;
- du contenu de l'éventuelle clause de complément de prix (*earn-out*). Ainsi l'identification d'une différence entre le référentiel comptable de la société cible et celui de l'acquéreur devra être appréhendée. À titre d'exemple, les engagements de rachat d'intérêts minoritaires sont des engagements hors bilan en normes comptables françaises, alors qu'ils sont enregistrés en dettes financières en normes internationales IFRS. Les situations de différences de traitement comptable sont fréquentes lorsque l'acquéreur est un groupe important appliquant les normes IFRS et que la cible est une PME appliquant le référentiel comptable français ;

(1) D'après le Guide de l'Académie des sciences et techniques comptables et financières consacré à « La maîtrise des risques dans les opérations d'acquisition ».

– des éléments périphériques à l'acquisition à négocier, tels que les modalités d'accompagnement de l'acquéreur par le cédant, les conditions de départ des membres de la famille du cédant ou les modalités de sortie de la cible du groupe auquel elle appartient.

S'agissant de l'articulation entre la clause de complément de prix et la garantie d'actif et de passif, il faut veiller à ce que le vendeur ne soit pas conduit à payer deux fois le même ajustement. Par exemple, après l'acquisition, des éléments de stock sont vendus en-dessous de leur prix de vente attendu, ce qui diminue la marge d'exploitation de la société cible retenue pour le calcul du complément de prix pour le vendeur. Dans le même temps, l'acquéreur pourrait mettre en jeu la garantie d'actif car le prix de vente du stock est inférieur à sa valeur nette comptable dans les comptes de référence utilisés lors de la cession.

Du point de vue du cédant, il faut également être vigilant quant à l'inertie de l'acquéreur. En effet, en cas de contentieux, le cédant n'a plus accès ni aux documents, ni au personnel de la société cible. Or l'acquéreur peut être de mauvaise volonté. Ainsi, afin de relancer sa politique commerciale, il peut accorder des remises sur créances à ses clients, d'autant plus facilement qu'elles seront financées par le cédant dans le cadre de la garantie d'actif.

* *
*

En conclusion, pour sécuriser les opérations d'acquisition et cession d'entreprises, d'une part, et pour limiter le risque de contentieux post-acquisition, d'autre part, il convient de bien anticiper les interactions entre les différents mécanismes de garanties et d'ajustement de valeur. Cela milite en faveur d'échanges réguliers entre les experts financiers, notamment ceux chargés de l'audit d'acquisition, et les avocats chargés de la rédaction des actes. ●