

SHARE DEAL : DEFINITION, USAGES TACITES ET BONNES PRATIQUES

DÉFINITIONS DU SHARE DEAL ET DE L'ASSET DEAL

Un *share deal* dont la traduction en français est « *transaction portant sur des actions* », est une opération immobilière dans laquelle l'acquéreur achète les actions (*shares*) d'une société immobilière plutôt que son ou ses immeubles directement (*asset deal*).

Constatant que les bases ne sont pas toujours sûres, il a semblé utile de rappeler les fondements de ce classique de la transaction immobilière né au début des années 90 en détaillant les usages tacites de la profession qu'on ne trouve dans aucun livre et que les acteurs du marché appliquent pourtant systématiquement.

Deux différences principales entre l'*asset deal* et le *share deal*, sur la forme et sur le fond :

1. En *asset deal*, les notaires sont aux commandes conformément à leur monopole instauré par Bonaparte le 25 ventôse an XI (lequel disparaîtra peut être un jour - ce qui n'est pas nécessairement une bonne chose d'ailleurs - mais c'est un autre débat) ;

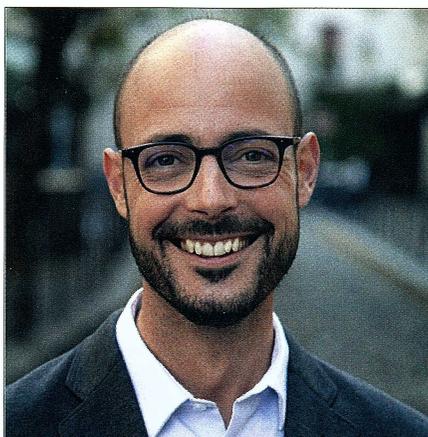
L'*asset deal* est donc encadré par le régime de la vente immobilière ; L'acquéreur n'achète que des actifs ;

2. En *share deal*, l'opération est négociée entre avocats spécialisés en « *corporate immobilier* » (aucun monopole mais nous ne sommes pas nombreux car il faut avoir absorbé le droit des sociétés et le droit immobilier dans les livres et dans la pratique) ;

Dans le *share deal*, l'acquéreur achète des parts de société(s) (SCI, SCCV, OPCI etc.) et donc des actifs mais aussi des passifs ; « *A vous l'argent, à nous les problèmes !* », c'est ce que proclamait systématiquement après avoir signé le patron d'un des plus gros fonds de pension américain que je défendais ;

En effet, l'acquéreur sera après le *closing* (date de réalisation de la vente) l'heureux propriétaires d'actions mais également le malheureux responsable des contrats et des engagements souscrits par la société, de ses litiges, ou encore de ses manquements en matière fiscale ;

Ce type d'opérations est souvent mis en œuvre, la plupart du temps pour des raisons fiscales.



David SABATIER

Pourtant, comme vous l'aurez compris, un *share deal* est intrinsèquement beaucoup plus risqué qu'un *asset deal* et donc plus compliqué à conduire.

LES USAGES TACITES DU SHARE DEAL QUI NE FIGURENT DANS AUCUN LIVRE

Un parcours très balisé (né aux Etats-Unis évidemment), s'est imposé dans les années 90 en France.

Il est fait d'usages qui ne sont écrits nulle part et qui se transmettent d'avocats à avocats, de banquiers d'affaires et de *brokers* à investisseurs, le tout avec un vocabulaire « anglicisé » à souhait qu'il convient de maîtriser pour paraître sérieux. Ajoutez à cela une bonne carte de visite, une cravate en laine ou un tailleur Céline et un bon carnet d'adresse et vous serez le roi ou la reine du MIPIM !

Rappelez-vous (ou rappelez-le à votre prochain déjeuner avec un client ou un conseil) : entre 1985 à 1989, l'indice des prix immobiliers augmente de 85% en corrélation avec l'expansion économique.

En août 1990, Bush (père) décide d'aller taquiner Saddam Hussein, la guerre du Golfe éclate et c'est la tuile. Les prix de l'immobilier chutent de 40%, les banques françaises sont exsangues.

Les fonds de pension américains se jettent sur le marché de l'immobilier français. A cette époque trois fonds principale (Whitehall, GE Capital et Lehman & Brothers) ont raflé en 5 ans des dizaines de milliards d'euros de créances auprès des banques françaises dans la tourmente, avant de les revendre cinq ans plus tard au détail après avoir

débarrassé les portefeuilles des litiges et des hypothèques douteuses.

L'occasion pour les français qui étaient habitués aux notaires de familles, de passer à la vitesse supérieure. C'est d'ailleurs à ce moment-là que sont nés les grandes offices notariales « *foreign lovers* », et que les cabinets d'avocats ont commencé à voir le droit immobilier autrement que par la lorgnette des troubles anormaux du voisinage.

Aujourd'hui sur les grosses transactions (*large cap*), environ 25 fonds ou institutionnels font l'essentiel du marché parisien (compagnies d'assurance, banques, fonds anglo-saxons, du Moyen Orient, européens, ou foncières). Ensuite tout un panel d'investisseurs variés sont présents sur le *mid cap* et bien sûr le *small cap*.

LES ÉTAPES ET USAGES NON-ÉCRITS DU SHARE DEAL

1. Un *share deal* débute par une « lettre d'intention » ou « *letter of intend* » ou « *LOI* » c'est-à-dire une offre de l'acquéreur qui est dite « *non binding* » c'est-à-dire qui n'est pas ferme.

Même si elle n'engage pas, elle est très importante, car c'est elle qui vous aidera à négocier ensuite. On y fixe un calendrier pour préparer la vente, le prix et les conditions principales de la vente. Lorsque quelques semaines plus tard, vous devrez négocier le contrat de vente, il sera très utile d'avoir prévu dans la LOI tout ce que vous voulez afin de pouvoir narguer votre vendeur.

Cette offre entérine également une période d'exclusivité, la confidentialité des échanges, et le fait qu'on se quittera sans frais et (relativement) bons amis si on ne se mets pas d'accords.

2. L'acquéreur, s'il n'est pas sot, fait une note de structure fiscale pour déterminer combien l'Etat va lui demander à l'achat, au titre des loyers, et à la revente ;

3. Le vendeur mets à la disposition de l'acquéreur une *data room* sur une plateforme en ligne (alors on n'oublie tout de suite Dropbox ou GoogleDrive parce que question confidentialité, autant tout déposer par porteur au siège de la NSA) ; On y trouve (normalement) toute la documentation liée à la société « *cible* » (comptabilité, fiscalité, baux, urbanisme, environnement, propriété etc.) ;

4. L'acquéreur fait son audit avec un fiscaliste, un avocat en *corporate* immobilier et un comptable ; Uniquement si le dossier le nécessite, on adjoint un notaire, des techniciens (environnement, amiante), des avocats en droit social, droit de l'environnement ou encore droit des assurance ;

Le contrat de vente (avec sa garantie de passif) autrement appelé « *share purchase agreement* » ou encore « *SPA* » ne couvre en aucun cas les éléments d'audit.

L'acquéreur est donc réputé par principe accepter tous les risques qui sont mentionnés ou révélés en *data room* d'où la nécessité d'un audit attentif et de conseils avisés (ou bénéficiant d'une bonne RCP...).

On annexe d'ailleurs dans le SPA l'index de la *data room* (voire une convention de séquestre de toute la *data room* chez un notaire) et on prévoit une clause exonératoire de responsabilité à ce titre pour le vendeur.

5. Les risques révélés par vos conseils avisés pendant l'audit peuvent subir plusieurs traitements :

- Prévoir en plus de la garantie de passif une garantie spécifique contractuelle pour laquelle le vendeur couvre le risque même si le point est révélé en *Data Room* ;

- Prévoir une condition suspensive ; Si le risque n'est pas levé avant la vente, celle-ci ne se fait pas ;

- Prévoir une condition résolutoire ; Si le risque se réalise après la vente, la vente est annulée ;

- Prévoir un document à remettre à la date de réalisation de la vente / *closing* ; Il se pose la question de la possibilité d'annuler la vente si le document n'est pas remis ; Il convient donc de prévoir que la remise de documents est « *essentielle et déterminante du consentement* » ;

- Accepter de prendre le risque afin de permettre le deal ou demander une baisse de prix correspondant au montant du risque.

On entre ensuite le cœur de la recette en signant une offre ferme (reprenant les termes de la LOI ajustés au regard de l'audit et engageant cette fois les deux parties).

Vient ensuite la négociation du SPA qui prévoit deux volets : la vente en tant que telle et la garantie de passif.

6. Le mécanisme de vente des parts (ou des actions selon la forme de la société)

- L'indemnité d'immobilisation (qu'on prendra soin de bien qualifier juridiquement car elle peut selon la définition donnée être revue à la hausse ou à la baisse par le juge en cas de litige) ;

- Les conditions suspensives (financement bancaire, remise d'états hypothécaires vierges de toute inscription etc.)

- Les délais pour la réalisation de la vente (*closing*) et l'organisation de celle-ci (notamment liste des documents devant être remis par le vendeur au *closing* autrement appelés *closing deliveries*) ;

- Le prix qui comprend un mécanisme spécifique comme suit :

Les parties se mettent d'accord dans la LOI sur la valeur des immeubles. Au *closing*, on prend donc cette « valeur conventionnelle » et on soustrait les passifs ;

Toutefois, il y a des factures reçues tous les jours et donc au matin du *closing*, on ne connaît pas précisément les passifs.

Par conséquent, on calcule d'abord un prix provisoire qui est payé le jour du *closing* sur la base de comptes provisoires (des comptes de la société les plus récents possibles) ;

Puis dans les deux ou trois mois qui suivent le *closing*, on calcule le prix définitif, à l'appui des comptes définitifs à la date de *closing* qu'on a pu établir ;

Un ajustement de prix est alors versé, soit par l'acquéreur soit par le vendeur ; Il arrive qu'on prévoit que le montant versé par l'acquéreur au *closing* corresponde à 90% du prix provisoire ce qui a pour conséquence d'avoir un ajustement de prix qui est de manière quasi-certaine versé par l'acquéreur et non par le vendeur ;

7. La garantie de passif qui comprend principalement :

- Le préambule dans lequel le débat tourne autour de deux problématiques (l'acquéreur est-il un professionnel de l'immobilier ce qui a des conséquences sur les garanties légales qu'il peut exercer ? Le vendeur déclare-t-il qu'il a constitué une *data room* exhaustive ?) ;

- Le SPA prévoit une série de déclarations sur la société et les immeubles faites par le vendeur ; il déclare notamment qu'il est propriétaire des parts, que les immeubles sont occupés au titre des seuls baux figurant en *Data Room*, ou encore que la société a bien payé tous ses impôts ;

Si ces déclarations sont fausses (ou éventuellement incomplètes), alors l'acquéreur peut exercer la garantie de passifs.

- La garantie de passif prévoit un de *minimis* (c'est-à-dire le montant minimum d'un préjudice, pris individuellement, permettant d'exercer la garantie), un seuil ou alternativement une franchise (tant que ce montant n'a pas été atteint, l'acquéreur ne peut exercer la garantie), un plafond et une durée.

Pour certains domaines (propriété des parts, capacité à signer le SPA etc.), on prévoit que ces limitations ne s'appliquent pas. On prévoit également souvent des plafonds et des durées différentes suivant les domaines (par exemple, on peut prévoir que la garantie s'arrête aux délais de prescription applicables pour les sujets liés à la fiscalité).

- Les modalités d'exercice de la garantie (procédure de notification, contestation, accord, litige...)

- La garantie de la garantie c'est-à-dire la garantie que fournit le vendeur pour assurer à l'acquéreur qu'il va bien l'indemniser s'il exerce la garantie de passif ; Son montant est négocié et elle peut prendre plusieurs formes : mise en séquestre d'une partie du prix, remise par le vendeur d'une garantie bancaire à première demande, d'une garantie donnée par un tiers ou une entité solvable du groupe du vendeur (appelée garantie *corporate*), ou encore police d'assurance (une petite vingtaine de compagnies à Paris proposent ces services pour des risques spécifiques notamment AIG, Allianz, Zurich ou encore les syndicats du Lloyds).

Ca y est c'est prêt. Vous pouvez savourer votre immeuble en famille ou entre amis avec son lots de *capex*, de renégociations de baux et éventuellement de litiges.

Quelques derniers conseils qu'on ne mets presque jamais en œuvre alors qu'ils sont capitaux :

- Il n'est quasiment jamais prévu de clause de médiation dans les LOI ou les SPA alors que la médiation permet de résoudre 80% des litiges ; C'est une pratique systématiques aux Etats-Unis et à raison. Vous pouvez désigner le médiateur agréé de votre choix (moi par exemple...) ou le CMAP qui se chargera d'identifier un médiateur le conflit venu ;

- N'oubliez pas que 90% des sujets de garantie de passif concernent le fiscal et apparaissent dans l'année de la vente ;

- N'oubliez jamais tout au long de la négociation que l'objectif est avant tout de revendre et donc de consentir une garantie de passif à votre tour en constituant une belle *Data Room*. Négociez donc votre acquisition en fonction de cet objectif.

Bonne négociation.

David Sabatier,
avocat associé et médiateur CMAP
Cabinet 1862 avocats et médiateurs

1862

DROIT IMMOBILIER