

Tirer le meilleur parti d'une opportunité d'achat en Espagne

par Anthony J. Paget, Vice-Président,
Redirection, Madrid

Anthony J. Paget nous décrit la version espagnole des « Suspensions de Paiement » et comment en profiter au mieux.

En Espagne une entreprise qui, par manque de liquidités, ne peut plus faire face à ses engagements, a la possibilité légale de se soustraire à ses créanciers, le temps de se réorganiser. La loi accorde généralement sa protection aux sociétés en difficulté, à condition que la valeur comptable de leurs actifs soit supérieure à leurs dettes, c'est-à-dire qu'elles ne soient pas en faillite. Une fois cette protection accordée, la société concernée se trouve placée en « Suspension de Paiements » (SdP).

La protection est similaire à celle que prévoit le « Chapitre 11 » aux USA. Les créanciers lésés peuvent certes entamer une procédure légale et même recevoir un jugement favorable allant jusqu'à l'embargo des actifs de la société, mais ce jugement ne peut pas être exécuté tant que la société se trouve en SdP. L'objectif des SdP est de donner aux sociétés le temps suffisant pour se réorganiser, afin d'éviter d'autres situations plus coûteuses et toujours plus défavorables, comme se sont les faillites.

Une fois que la SdP a été accordée par les tribunaux, ceux-ci nomment trois « interventores » (syndics). Deux

des « interventores » sont auditeurs, le troisième étant choisi parmi les principaux créanciers. Ces « interventores » sont chargés de suivre la société au jour le jour ainsi que d'établir une évaluation précise et détaillée de ses actifs et passifs, destinée à une éventuelle présentation aux tribunaux.

A ce stade, si les « interventores » considèrent que la valeur réelle de marché de l'actif est inférieure au passif, la société cesse d'être légalement protégée et ses créanciers peuvent entamer une procédure judiciaire, demander l'embargo des actifs, etc., ce qui peut éventuellement conduire à la liquidation de la société.

En résumé, tant que la société reste en situation de SdP, la totalité de son passif, à la date de déclaration de SdP, se trouve bloquée et ses engagements vis-à-vis de ses créanciers sont temporairement suspendus. La société continue à fonctionner mais doit généralement payer ses fournisseurs au comptant. Son activité normale est bien sûr quelque peu ralentie car elle n'a pas accès à de nouveaux crédits et que ses clients hésitent à traiter avec des sociétés dans une situation si délicate.

*« Négociier
une remise
de 50 pour cent
de la dette
de la cible
est courant »*

La Direction de la société est maintenue dans ses fonctions et continue à diriger mais elle ne peut pas monter de nouveaux crédits ni réaliser des paiements, sans l'autorisation des « inventores ». Permettre à la Direction de continuer à gérer la compagnie est clairement contraire à la procédure administrative en vigueur au Royaume-Uni, où un syndic indépendant est désigné pour assurer la gestion.

OPPORTUNITÉS D'ACQUISITION

Tout comme en 1992, plus de mille sociétés espagnoles se sont placées en SdP en 1993, en augmentation de 38 pour cent par rapport à 1991 et de 190 pour cent par rapport à 1990.

D'une manière générale, les investisseurs ont tendance à rejeter les sociétés en difficultés ; cela est encore plus vrai dans le cas d'opérations transnationales (« Cross Border »). Nous pensons, en revanche, que si les produits, les marchés etc. de la cible coïncident avec les critères d'acquisition de l'acheteur, celle-ci ne doit pas être immédiatement écartée sous prétexte qu'elle se trouve en SdP. En effet, la société en SdP peut parfaitement atteindre son potentiel maximum grâce à une nouvelle Direction, ou grâce à une stratégie différente, ou avec une entrée de capital, ou avec de nouveaux produits et/ou technologies, ou avec un accès à un réseau de distribution international.

Bien sûr, nombreuses sont les sociétés en SdP qui ne sont pas viables. Cependant, il arrive fréquemment que des compagnies espagnoles intéressantes, dotées d'installations modernes, avec des produits compétitifs et une bonne équipe de Direction se trouvent placées en situation de SdP pour des raisons incontrôlables.

Par exemple, il peut arriver qu'elles manquent du fonds de roulement nécessaire pour faire face à une conjoncture délicate ; ou bien, comme c'est souvent le cas, qu'un de leurs principaux clients ait présenté lui-même une SdP, créant ainsi une réaction en chaîne poussant son fournisseur à présenter à son tour une SdP.

L'acquisition d'une société en SdP présente quatre avantages majeurs :

- **Un prix moins élevé**

Il est généralement possible d'acquérir une cible à un prix nettement plus bas que d'ordinaire, car la plupart des acheteurs potentiels refusent même d'envisager de telles éventualités. Cette attitude des acheteurs, associée à l'anxiété du propriétaire, permet souvent à un investisseur avisé d'empocher la compagnie.

- **Une réduction significative de la dette**

Il est pratiquement toujours possible de s'entendre avec les créanciers de la cible pour réduire sensiblement les dettes et les engagements existant au moment de la déclaration de SdP. Il est courant de négocier des réductions allant jusqu'à 50 pour cent de la valeur faciale de l'endettement, avec échelonnement sur plusieurs années, sans intérêt, et souvent avec une franchise de deux ou trois ans. En termes de valeur actualisée, cela signifie parfois payer moins de 30 pour cent de la dette initiale.

- **Des reports fiscaux de pertes**

Ce type d'opération présente couramment l'avantage que les sociétés en SdP ont souvent des reports de pertes significatifs, qui peuvent être utilisés pour éviter l'imposition de bénéfices futurs. En Espagne, de telles pertes peuvent être reportées sur une période de cinq ans.

- **Une réduction d'effectif sans coût**

Un des problèmes que rencontrent les sociétés en SdP est celui de l'excédent d'effectif. La suppression de postes est extrêmement coûteuse en Espagne : le salarié sous contrat à durée indéterminée a droit à une indemnité de 45 jours de salaire par année d'ancienneté. Cependant, si une société en SdP réussit à convaincre les tribunaux, au travers d'un plan de viabilité qu'elle leur soumet, que son effectif est excédentaire et que le réduire est absolument indispensable pour sa survie, l'indemnité peut être légalement ramenée à entre 20 et 30 jours par année

d'ancienneté. En outre, le Fonds de Soutien Salarial, qui est un organisme public, peut dans certains cas absorber une partie de cette charge.

QUELQUES EXEMPLES

Nous avons récemment conseillé un acheteur scandinave dans l'acquisition d'une entreprise alimentaire espagnole réputée pour avoir une des unités de production les plus modernes d'Europe. La société espagnole, confrontée à de sérieuses difficultés financières avait été amenée à rechercher la protection légale du régime des SdP.

Dans ce cas, l'entreprise fut rachetée par notre client pour un montant symbolique ; après négociation, la dette vis-à-vis des fournisseurs leur fut rachetée pour la moitié de sa valeur faciale. En outre, les reports fiscaux de dette de la cible permettront de ne pas payer d'impôt sur les bénéfices prévus dans les trois années à venir.

Il y a quelques années, une des plus importantes sociétés alimentaires espagnoles fut mise en situation de SdP. Un an plus tard et une fois réalisées les procédures légales, ses créanciers eurent à choisir entre deux alternatives : recevoir seulement 70 pour cent du montant initial de leur créance, sur une période de cinq ans, avec une franchise de deux ans et sans intérêt ; ou bien, convertir la totalité de leur créance en actions nouvellement créées à cette occasion. Dans ce cas, les créanciers choisirent la première option.

Une entreprise de production eut la possibilité de renégocier la totalité de son endettement, en étalant sur une période de neuf ans, sans intérêt, avec une franchise de deux ans et des remboursements annuels croissants, allant de 5 pour cent (troisième année) jusqu'à 25 pour cent (neuvième année) du total de la dette.

SCÉNARIOS POUR L'ACHETEUR

Un acheteur potentiel est généralement confronté à deux alternatives :

- Prendre l'initiative de rechercher un double accord : avec les actionnaires

de la société en SdP pour son rachat, et avec ses créanciers, pour réduire la dette ou l'échelonner dans le temps.

- Attendre que la cible soit mise en liquidation pour acquérir ses actifs. Cette alternative présente plusieurs inconvénients.

— Elle peut prendre du temps et même durer plusieurs années. Jusqu'à ce que les actifs de la cible soient éventuellement mis en vente, l'acheteur court le risque que la Direction ait quitté la compagnie, que son outil de production et ses installations aient été endommagés, voire sabotés, que d'importants clients soient passés à la concurrence, qu'une partie significative de son « goodwill » ait disparu, qu'il soit nécessaire de repartir à zéro pour obtenir les nombreux permis et licences dont une société a besoin pour opérer en Espagne. Il arrive par ailleurs fréquemment que ces autorisations nécessitent auparavant une mise au niveau des normes communautaires, ce qui prend souvent plus d'un an à être éventuellement atteint.

— Un autre acheteur peut surgir et s'entendre avec les actionnaires et les créanciers.

— La société visée peut se réorganiser avec succès et sortir de sa situation de SdP.

— Enfin, tous les reports fiscaux de pertes, souvent significatifs, seront perdus.

NÉGOCIATION AVEC LE(S) PROPRIÉTAIRE(S)

Une fois vérifié que la société en SdP correspond bien aux critères d'investissement stratégique de l'acheteur potentiel, il convient de s'assurer qu'elle peut être rachetée à un prix raisonnable. Toute la négociation portant sur un rachat partiel ou total de la cible est menée directement par ses actionnaires et non pas par les « inventores ».

Dans le cas où un accord de principe est atteint, la lettre d'intention doit toujours stipuler qu'un contrat contenant les garanties habituelles doit ratifier cet accord, qui ne sera définitivement conclu qu'après audits légal et financier, qu'une fois levées les contraintes



Madrid - Palais des Congrès et des Expositions.

usuelles de l'acheteur en matière de « due diligence » et qu'après entente satisfaisante entre acheteur et créanciers de la cible.

Le(s) propriétaire(s) de la société SdP ne se trouve(nt) généralement pas en position de force dans la négociation. Il(s) doit(vent), ou bien arriver à un accord satisfaisant pour les créanciers, ou bien éventuellement faire face à une liquidation. Le moindre des maux est souvent pour lui (eux) de vendre sa (leur) société. Par ailleurs, les actionnaires sont souvent si traumatisés par la situation que leur principal objectif est tout simplement de se retirer de leur investissement.

Il est très courant en Espagne que les actionnaires d'entreprises familiales garantissent personnellement les emprunts de leur société. Dans un scénario catastrophique, si les actionnaires ne réussissent pas à s'entendre avec leurs créanciers, ils peuvent non seulement perdre leur investissement initial mais aussi avoir à répondre des emprunts qu'ils ont avalisés.

Il est donc indispensable de découvrir, dès l'ouverture des négociations, si de tels avais personnels existent et quelle est leur ampleur. Il est clair que plus ces garanties seront grandes et plus la probabilité d'acquérir la cible pour un montant symbolique sera élevée. Le(s) propriétaire(s) sont bien sûr peu enclin(s) à donner une telle information !

NÉGOCIATIONS AVEC LES CRÉANCIERS

Une fois atteint l'accord de principe entre acheteur et actionnaire(s) quant au prix et aux conditions générales, il appartient à l'acheteur de s'entendre avec les créanciers représentant la **majorité** de la dette non **garantie**. Les créanciers appartiennent généralement à quatre catégories :

- **Créanciers disposant d'une garantie**

Il s'agit entre autres, des banquiers disposant d'une hypothèque et des compagnies financières de leasing possédant un titre de propriété sur les installations et/ou équipements loués. De tels créanciers sont normalement exclus de la protection de la SdP et il est donc pratiquement impossible d'en obtenir des concessions. Si leurs dettes ne sont pas couvertes en totalité, ils feront jouer leurs droits et vendront les actifs garantis.

- **Créanciers sans garantie**

Il s'agit normalement des fournisseurs de matières premières et d'équipements. D'une façon générale, ils accepteront de recevoir moins que la totalité de leur créance, sous forme d'une « quita » (remise) ou d'une « espera » (échelonnement), ou bien d'une combinaison des deux.

• **Administration Fiscale et Sécurité Sociale**

Les montants dus à ces organismes publics ne peuvent légalement pas être réduits, ni partiellement ni totalement. Il est cependant possible d'arriver à des accords, qui sont en similitudes à des concessions déguisées. Il est ainsi assez courant d'arriver à ne payer le montant principal de la dette que sur une période de 10 à 20 ans, avec une franchise de 5 ans et un intérêt annuel de 1 pour cent.

• **Salariés**

Tout comme l'Administration Fiscale et la Sécurité Sociale, les salariés sont placés avant les autres créanciers sans garantie.

CONSTRAINTES LÉGALES

Pour atteindre un accord engageant l'ensemble des créanciers non garantis, sans exception, ratifié ou non par la totalité d'entre eux, les contraintes légales suivantes doivent être remplies :

- Si la période proposée pour l'échelonnement de la dette totale ne dépasse pas trois ans, l'accord des créanciers représentant au moins 60 pour cent de la totalité de la dette non garantie est nécessaire.
- Si la période proposée dépasse trois ans, l'accord des créanciers représentant au moins 75 pour cent de la totalité de la dette non garantie est nécessaire.
- Si une remise est convenue plutôt qu'un échelonnement (quelque soit l'importance de la réduction de la dette), l'accord d'au moins 75 pour cent des créances non garanties est nécessaire.

90 pour cent de la dette sont généralement dans les mains de seulement 10 à 20 pour cent des créanciers. Compte tenu des contraintes légales de majorité nécessaires à la conclusion d'un accord engageant l'ensemble des créanciers, un acheteur doit raisonnablement faire porter ses efforts sur les principaux d'entre eux. En effet, les petits créanciers seront obligés d'accepter la convention générale passée avec la majorité.

Le plus souvent, il est plus facile d'obtenir de meilleures conditions de la part des créanciers, en s'acquittant certes au comptant de la dette mais après réduction de son montant total

(« quita »), plutôt qu'en proposant d'en rembourser la totalité sur une durée étalée dans le temps (« espera »). Cela confirme que « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras ».

Une fois que la société visée a informé les tribunaux qu'un accord (« convenio ») a été conclu avec la majorité des créanciers, l'ensemble des créanciers non garantis est tenu de la respecter, qu'ils l'aient ou non entériné. Et même si un créancier-surprise apparaissait, une fois que la société rachetée soit sortie de la SdP, ce créancier se verrait contraint d'accepter les termes de l'accord général.

Si la « majorité » des créanciers est incapable d'arriver à un accord avec la cible, les tribunaux retirent leur protection (SdP), laissant ainsi aux créanciers le droit et le soin de recouvrer leur créance.

Il convient de noter que les contraintes de majorité à observer sont différentes dans le cas où la société en SdP a moins de 200 créanciers. Cependant, étant donné la taille minimum des sociétés que recherchent les acheteurs étrangers, cette situation est peu fréquente.

TACTIQUES DE NÉGOCIATION

Il existe fondamentalement deux façons d'arriver à un accord avec les créanciers. La plus efficace des deux devra être décidée selon des critères tactiques :

• **L'acheteur accepte de racheter la dette de la cible**

L'acheteur peut directement négocier avec chaque créancier (ou groupe de créanciers) les termes de sa reprise des engagements de la cible. Il faut souligner que les accords conclus par l'acheteur avec les créanciers de la cible ne doivent être définitifs que si l'acheteur parvient à un accord, d'une part avec des créanciers représentant la « majorité » de la dette, et d'autre part avec les actionnaires de la cible quant à son acquisition.

Sinon, l'acheteur court le risque de détenir, certes, une dette très sensiblement réduite mais d'être incapable d'arriver à un « convenio » (accord) avec la cible par manque de représentation

suffisamment « majoritaire » de la dette ; ou bien de voir le(s) propriétaire(s) de la cible faire marche arrière à la dernière minute.

Une fois que l'acheteur est arrivé à un accord avec les détenteurs de la « majorité » de la dette, et qu'il est ainsi devenu l'unique détenteur de la « majorité » de la dette, il se trouve en position d'arriver à son tour à un « convenio » (accord) avec la cible.

• **L'acheteur s'engage à investir dans la cible (mais reste à l'arrière plan)**

La cible arrive à un accord avec des créanciers représentant la « majorité » de la dette, sous réserve d'un apport de fonds par l'acheteur sous forme d'un prêt ou d'une augmentation de capital.

Quelque soit l'alternative choisie pour arriver à un accord avec les créanciers, ce sont des critères fiscaux qui généralement décideront en faveur, ou bien du paiement des créanciers par l'acheteur (dans l'hypothèse où la dette est rachetée plutôt qu'échelonnée) via un apport de fonds à la cible, ou bien de la création d'une nouvelle société pour les besoins de l'opération.

IDENTIFICATION DES OPPORTUNITÉS

Bien que tout ce qui est exposé plus haut puisse paraître complexe à des acheteurs peu familiarisés avec des négociations du type « Chapitre 11 » aux USA, dans la pratique, de telles opérations ne sont pas aussi difficiles qu'elles le paraissent.

Il convient de ne pas rejeter systématiquement des cibles en difficultés. Refuser avec des œillères d'analyser des sociétés en suspension de paiements peut conduire à passer à côté d'opportunités d'acquisition intéressantes.

La première démarche pour tirer parti des opportunités d'acquisition potentielles de cibles en SdP est de les saisir dès qu'elles apparaissent et de savoir comment les exploiter. C'est là un domaine où l'assistance de professionnels reconnus, avec une présence sur le terrain en Espagne, est sans aucun doute indispensable au succès des investisseurs potentiels. □