

# LA LETTRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 12 octobre 2020

## AU SOMMAIRE

### Dossier

#### **Covid-19 : comment avancer dans un contexte incertain ?**

- *Distressed M&A* : une gestion particulière des risques juridiques en zone de turbulences p. 2
- Conditions suspensives entourant une opération de concentration, quels enseignements tirer de la crise du Covid-19 ? p. 4
- Covid-19, le retour de *hype* de l'*earn out* p. 5
- Covid-19 : après la bulle fiscale, le choc fiscal ? p. 6
- L'imprévision : une arme efficace pour renégocier les opérations de fusion-acquisition ? p. 7
- La contrainte du dividende dans une conjoncture incertaine p. 8
- Transactions *distressed* : les avantages de la garantie synthétique p. 9
- Règles dérogatoires concernant les quotas d'investissement des fonds p. 10
- Prêteurs et emprunteurs : la fiducie, c'est maintenant ! p. 12
- L'impact du Covid-19 sur les objectifs et la rémunération variable des salariés p. 14
- Et maintenant, que faire de son PGE ? p. 15

## EDITORIAL

**S**i la pandémie de Covid-19 affecte notre société dans son ensemble, les conséquences économiques qu'elle engendre varient considérablement d'un secteur à l'autre. Ce n'est cependant là, en réalité, qu'un facteur de complexité supplémentaire pour qui veut comprendre à quel point les fusions-acquisitions sont affectées par la situation actuelle.

La difficulté est évidente : toute opération de fusion-acquisition n'est envisageable que si elle peut reposer sur la constitution au bénéfice des parties d'un capital minimum de certitude. L'entreprise cible doit être définie avec le plus de précision, ses potentialités doivent être identifiées le mieux possible, les risques auxquels elle est exposée doivent être mis en lumière au mieux si l'on veut que soient négociées et consenties les garanties les plus appropriées. Or la crise sanitaire et les conséquences économiques qui en découlent rendent la certitude bien plus difficile à atteindre.

Beaucoup de curseurs auxquels prêtent systématiquement attention les acteurs des fusions-acquisitions sont en effet susceptibles de s'emballer dans le contexte actuel, au point de compromettre de nombreuses opérations. Ce sont ainsi les délais d'obtention des autorisations requises pour réaliser l'opération (autorisations de l'autorité de régulation de la concurrence, notamment) qui vont s'allonger, tout comme les délais de traitement des demandes de crédit. De même, le *business plan* soigneusement préparé pour soutenir une opération de LBO va peut-être être rendu inopérant du fait des restrictions inédites apportées à la distribution de dividendes par les «grandes entreprises» (ce qui inclut, faut-il préciser, beaucoup de sociétés petites ou moyennes, mais filiales de grands groupes) ayant bénéficié de mesures de soutien. Les évaluations seront elles-mêmes rendues plus difficiles du fait de l'impossibilité, dans de nombreux cas, de se fonder sur la période touchée par les mesures de confinement et les autres restrictions pour apprécier la valeur d'une entreprise.

Face à cette situation troublée, les praticiens des fusions-acquisitions font preuve d'une grande capacité d'adaptation, en tirant parti de la souplesse des clauses des contrats de cession lorsque cela est possible, en recourant à des processus de renégociation de ces contrats et, plus largement, en faisant évoluer leurs pratiques face à la situation. On assiste aussi bien au retour en grâce de certains instruments connus de longue date, comme la clause *d'earn out*, qu'à l'émergence de nouvelles pratiques telles que la garantie synthétique. Bien sûr, la souplesse, l'adaptation et la capacité d'innovation ont leurs limites ; c'est alors au législateur (largement entendu) qu'il appartient de prendre le relais, pour préserver ou recréer, au moyen de la norme, y compris fiscale, les conditions qui permettront que les opérations de fusion-acquisition se poursuivent dans ce contexte pour le moins dégradé. ■

**C'M/S' Francis Lefebvre**

Avocats

Supplément du numéro 1577  
du 12 octobre 2020

Bruno Dondero, avocat associé

# Distressed M&A : une gestion particulière des risques juridiques en zone de turbulences

**Les difficultés économiques provoquées ou accentuées par l'épidémie de Covid-19 ont conduit certains groupes de sociétés à initier ou accélérer la mise en œuvre de processus de cession de sociétés, non encore en état de cessation des paiements, mais connaissant des situations de trésorerie tendues. Cette situation génératrice de nombreuses opportunités ne doit pas faire oublier aux acteurs des opérations de distressed M&A les précautions nécessaires : présentation du contexte de distressed M&A et des outils spécifiques restructuring pour y faire face.**



Par **Alexandre Bastos**, avocat associé, responsable de l'activité Restructuring-Insolvency. Il intervient sur l'ensemble des problématiques liées au traitement des difficultés des entreprises, tant en conseil qu'en contentieux.  
alexandre.bastos@cms-fl.com



et **Thomas Hains**, avocat counsel en corporate/fusions & acquisitions. Il assiste des industriels, des fonds d'investissement et des managers dans le cadre de tous types d'opérations de fusion-acquisition, de joint-venture et de private equity, tant nationales qu'internationales.  
thomas.hains@cms-fl.com

## Présentation du contexte de distressed M&A

Il n'est pas rare que les sociétés exploitant des entreprises en difficulté soient cédées pour un euro symbolique, et que le cessionnaire exige, en outre, qu'il soit procédé à une recapitalisation, au moins partielle, de la cible préalablement à la réalisation de l'opération. Le montant de cette recapitalisation dépendra notamment du niveau des pertes accumulées par la cible, du montant de ses dettes, mais aussi de son besoin en fonds de roulement.

La *due diligence* financière conduite par l'acquéreur revêt donc une importance toute particulière. Dans cette même optique, les acquéreurs peuvent souhaiter obtenir du vendeur des garanties

quant à la position de la trésorerie et du besoin en fonds de roulement au *closing*.

Les vendeurs, quant à eux, doivent s'assurer de la viabilité du projet de reprise soumis par le candidat acquéreur. En effet, en cas de cessation des paiements et d'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire de la cible dans les mois qui suivent la réalisation de la cession, la responsabilité des vendeurs d'une part ou, éventuellement, des anciens dirigeants de droit et/ou de fait d'autre part, peut être recherchée. L'objectif est, notamment, d'obtenir le versement de dommages et intérêts voire, à l'égard des dirigeants, une condamnation au comblement total ou partiel de l'insuffisance d'actif. La pérennité du périmètre cédé est donc un marqueur clé des négociations entre vendeur et acquéreur dans ce type d'opération. Cette vigilance accrue de la part des vendeurs se

matérialise de plusieurs manières.

Tout d'abord, à la différence des opérations transactionnelles effectuées dans un contexte *in bonis*, où seuls les acquéreurs effectuent des *due diligences*, les transactions intervenant dans un environnement *distressed* intègrent dans la plupart des cas un audit du projet de reprise soumis par l'acquéreur pressenti. Dans ce contexte, il est demandé à l'acquéreur de produire un business plan à même de démontrer le sérieux des perspectives de retournement

de la cible. Ce business plan pourra ensuite être audité par un expert indépendant éventuellement via une mise à jour de l'*independent business review* (ou *IBR*) que l'auditeur aura réalisé au démarrage du dossier, notamment lorsque celui-ci se

déroule dans le cadre d'une procédure amiable (cf. ci-dessous). Cette mise à jour intégrera le plus souvent un diagnostic stratégique, financier et opérationnel de la cible et du business plan afin d'étayer ou de questionner son caractère raisonnable et sa viabilité à moyen terme. En cas d'échec du retournement et d'ouverture d'une procédure collective à la suite du *closing*, le fait que le vendeur ait diligenté une *IBR* et que les recommandations de cette *IBR* aient été suivies d'effets, pourront être regardés favorablement lorsqu'il s'agira d'apprécier les responsabilités éventuelles du vendeur.

Le «devoir de précaution» des vendeurs sera par ailleurs reflété dans la documentation contractuelle de l'opération. Il sera souvent demandé à l'acquéreur de déclarer qu'il reconnaît avoir mené tous les analyses et examens nécessaires à sa bonne compréhension et connaissance de

## «La pérennité du périmètre cédé est donc un marqueur clé des négociations entre vendeur et acquéreur dans ce type d'opération.»

la situation financière et opérationnelle de la cible, et de garantir au vendeur que son projet de reprise et les mesures de redressement qu'il envisage sont à même d'assurer la pérennité financière et opérationnelle à moyen terme de cette dernière. On ajoutera parfois que l'acquéreur fera son affaire personnelle d'apporter ou de faire apporter à la cible tout financement nécessaire. Ces engagements de garantie visent en particulier à couvrir le risque pour le vendeur d'un contentieux initié par un salarié ou un ancien salarié de la cible à son encontre, ou encore à la suite de l'ouverture post *closing* d'une procédure collective.

## De l'intérêt de recourir aux outils spécifiques du restructuring

Les opérations de reprise d'une société exploitant une entreprise en difficulté peuvent être mises en œuvre dans le cadre d'une procédure amiable de traitement des difficultés : la conciliation<sup>1</sup>.

Pour mémoire, la conciliation est une procédure essentiellement amiable et confidentielle conduite sous l'égide d'un conciliateur (en général un administrateur ou un mandataire judiciaire) qui doit permettre de mobiliser les leviers destinés à assurer la pérennité de

l'activité de la société en difficulté qui est par hypothèse la cible de l'opération de *distressed M&A*.

Nous nous focaliserons ici sur les enjeux liés à l'ouverture d'une procédure de conciliation au bénéfice de la cible. En effet, par construction, celle-ci connaît des difficultés qui la rendent éligible à la conciliation (sauf à ce qu'un état de cessation des paiements de la cible soit matérialisé depuis plus de 45 jours).

Un tel cadre permet d'éprouver les hypothèses de l'opération : le plan de retournelement dont le repreneur doit être porteur et l'éventuelle assistance que le cédant est prêt à fournir à ce titre seront examinés par le conciliateur, professionnel du retournelement, puis soumis soit au président du tribunal compétent, soit au tribunal lui-même selon que l'accord sera constaté ou homologué. Cette dernière issue est celle

qui assure le plus de confort au cédant et au repreneur grâce à son audience plus large (avis du Ministère Public, implication des instances représentatives du personnel notamment). De plus, la conciliation permettra d'encadrer la négociation avec certains partenaires de l'entreprise cible lorsque leur implication est nécessaire (clause de changement de contrôle à lever, financements bancaires à maintenir ou à mettre en place, support des créanciers publics, etc.), voire d'imposer un *standstill* ou des délais à un partenaire récalcitrant<sup>2</sup>, maximisant ainsi les chances d'aboutir à une solution de retournelement. Enfin, la conciliation pourra, si l'opération de cession de titres de la cible ne peut finalement aboutir, permettre d'envisager un basculement sur un scénario «pré-pack cession» dans lequel le conciliateur recherchera des candidats à la reprise de l'activité de l'entreprise cible qui pourra ensuite être mise en œuvre

dans le cadre d'un plan de cession en redressement judiciaire.

En outre, le conciliateur pourra être désigné au terme de la procédure de conciliation en qualité de mandataire à l'exécution de l'accord. Il aura alors pour mission de surveiller l'exécution de l'accord et, en cas de difficulté dans le processus de retournelement, pourra rechercher,

avec les parties, de nouvelles solutions.

Le revers de ces avantages réside notamment dans une certaine judiciarisation de l'opération, une éventuelle médiatisation de ses difficultés (publicité liée à l'homologation du protocole) et dans la nécessité de gérer de nouvelles contraintes de délais. Ces dernières sont tout à la fois des injonctions à la rapidité pour mener l'opération et des étapes supplémentaires complexifiant le rétroplanning de l'opération.

La conciliation est assurément un catalyseur qui permettra d'insuffler un élan au dossier et d'aplanir bien des difficultés. Pour en bénéficier, les parties doivent s'interroger le plus en amont possible sur son éventuelle ouverture. ■

1. Qui pourrait éventuellement être précédée d'un mandat *ad hoc* afin de permettre de gérer la contrainte temporelle liée à une conciliation.  
2. Ordonnance du 20 mai 2020.

# Conditions suspensives entourant une opération de concentration, quels enseignements tirer de la crise du Covid-19 ?

**La crise sanitaire engendrée par le Covid-19 a eu un impact sur l'examen des opérations de concentration devant l'Autorité de la concurrence française. Les entreprises doivent maintenant savoir tirer profit des enseignements de ces derniers mois pour sécuriser leurs projets d'acquisition.**



Par **Christophe Blondeau**, avocat associé en corporate/fusions et acquisitions, couvrant l'ensemble des questions relatives aux opérations transactionnelles. christophe.blondeau@cms-fl.com



et **Vincent Lorieul**, avocat en droit de la concurrence et droit européen, intervient devant les autorités administratives (Autorité de la concurrence, Commission européenne, DGCCRF) et les juridictions commerciales et civiles. vincent.lorieul@cms-fl.com

## **L'impact de la crise sur l'examen des concentrations**

Face à une crise sans précédent et à l'ampleur inédite de ses répercussions économiques, l'Autorité a dû réagir pour adapter son examen des concentrations notifiées. C'est ainsi qu'elle a notamment décidé un allongement des délais de traitement d'examen des opérations de concentration, avertissant les entreprises dès le 17 mars 2020 qu'elle ne pouvait garantir ses délais usuels d'examen et les invitant à différer tout projet d'acquisition qui ne serait pas urgent. Par la suite, l'ordonnance n° 2020-306 du 25 mars 2020 a prévu la suspension des délais à l'issue desquels une décision administrative doit intervenir ou est implicitement acquise, ainsi que le report du point de départ de ces délais. En pratique, la reprise des délais devant l'Autorité de la concurrence est intervenue à compter du 24 juin 2020.

Même si, malgré l'impact de la crise, l'Autorité a rendu plus de 130 déci-

sions de contrôle des concentrations depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020, les «péripéties» rencontrées dans le traitement des opérations de concentration doivent nécessairement conduire les entreprises et leurs conseils à s'interroger aujourd'hui sur les mesures et solutions à envisager en cas de survenance d'une nouvelle crise de la même ampleur.

En effet, les contrats et les clauses suspensives conditionnant la réalisation de l'opération à l'approbation par l'Autorité de concurrence compétente conclus avant la crise n'avaient pas intégré cette situation inédite de prorogation des délais et de ralentissement de l'activité de l'Autorité de la concurrence.

Or, au résultat, certains délais contractuels de

réalisation de l'opération ont été dépassés, ce qui a conduit les parties à renégocier en urgence leurs accords afin de proroger les clauses suspensives et les dates de financement. Nécessairement précipitées, ces renégociations ont vu leur réussite dépendre essentiellement de la volonté des parties de mener à terme l'opération envisagée dans ce contexte si particulier.

## **Opérations de concentration, comment anticiper l'avenir ?**

Afin d'éviter ces incertitudes à l'avenir, la question d'une évolution des rédactions habituellement retenues est légitime.

L'objectif n'est évidemment pas d'introduire une plus grande conditionnalité qui nuirait à la réalisation des opérations de concentration. Il s'agit en revanche de mieux anticiper la survenance d'une crise, de quelque nature qu'elle soit, qui serait susceptible de ralentir l'examen de l'opération de concentration par l'autorité de concurrence compétente.

Si les parties peuvent chercher à contrer ce type de difficulté selon des modalités contractuelles diverses, il est envisageable qu'elles assortissent les conditions suspensives d'une prorogation des délais calquée sur celle qui entourerait les délais d'examen par l'autorité de concurrence. Ou encore qu'elles prévoient une clause de renégociation mieux encadrée en cas de survenance d'une crise. De telles évolutions doivent nécessairement tenir compte de leurs éventuelles incidences sur le financement de l'opération.

Décidément, dans ce sujet comme dans bien d'autres, la crise du Covid-19 aura engendré une situation inédite qui appelle une adaptation tout aussi inédite. ■

# Covid-19, le retour de *hype de l'earn out*

**Valoriser une entreprise dans le contexte de la crise sanitaire n'est pas chose aisée compte tenu des incertitudes et des effets, conjoncturels ou non qui en découlent. Face à une telle situation, le recours à l'*earn out* semble naturel. Attention toutefois aux écueils habituels de ce mécanisme qui, s'il se conçoit simplement, nécessite un encadrement contractuel très précis.**

**L**e contexte de crise sanitaire rend très délicat l'exercice de valorisation des entreprises. L'avenir est en effet très incertain. Il est à peu près sûr que 2020, année atypique compte tenu notamment des politiques de confinement généralisées, ne pourra dans de nombreux secteurs constituer une base fiable de valorisation des entreprises. Face à une telle situation, la tentation est forte de s'en remettre aux performances futures effectives de la cible afin de bâtir son prix. L'outil existe et est bien connu des praticiens : il s'agit de l'*earn out*. Attention toutefois à ce concept qui, sous une apparente simplicité, soulève de nombreuses difficultés que le praticien doit pouvoir identifier et traiter dans les accords entre le vendeur et l'acquéreur.

### Eléments déclencheurs

Le premier point d'attention consiste à bien identifier les éléments de variation qui seront pris en compte pour calculer le complément de prix, comme par exemple l'EBITDA d'un exercice à venir. Il est par ailleurs important de veiller à ne pas déduire plusieurs fois le même élément, comme par exemple la dette financière nette. Enfin, il est essentiel de prévoir le recours à un expert dans l'hypothèse d'un désaccord entre les parties, afin d'éviter une indétermination du prix.

### Encadrement de l'*earn out*

*l'earn out* est souvent envisagé comme un mécanisme complément de prix, mais il est tout à fait concevable qu'il puisse entraîner une baisse de prix. L'encadrement des effets de l'*earn out*, à la hausse et/ou à la baisse, devra faire l'objet de discussions entre les parties, de sorte à parvenir à un point d'équilibre mutuellement acceptable. Selon les particularités de chaque transaction, les outils disponibles comprennent par exemple le recours

à un prix plancher, un prix plafond, des franchises ou seuils, etc.

### Encadrement de la gestion de la cible

L'écueil fondamental de l'*earn out* réside dans sa nature. S'agissant en effet d'une valorisation sur les performances à venir, la gestion de la cible sur la période concernée sera déterminante pour les parties qui n'ont pas nécessairement des intérêts alignés en la matière. Le vendeur souhaitera assez naturellement une valorisation optimale au moment du calcul de son *earn out* alors que l'acquéreur pourra par exemple souhaiter investir à

plus long terme ou modifier le périmètre de l'entreprise, rendant alors très délicat le calcul du complément de prix.

Il existe bien entendu des outils pour traiter ces sujets, comme par exemple des droits de contrôle du vendeur sur des opérations significatives, des mécanismes de neutralisation de certains coûts et/ou opérations pour les besoins du calcul de l'*earn out*, ou un maintien dans la gestion du vendeur pendant la période

avec le cas échéant des droits de contrôle de l'acquéreur. Si la discussion de ces éléments peut s'avérer délicate et complexe, elle n'en est pas moins essentielle.

Une chose est certaine, plus ces mécanismes ont vocation à jouer dans la durée, plus leur discussion et leur mise en œuvre sera délicate. Il est ainsi généralement recommandé de limiter la durée de ces clauses. Malgré cela, il semble que la majorité des *earn out* ont une durée comprise entre 12 et 36 mois ce que confirme la CMS M&A Study 2020.

Autre aspect à ne pas négliger : le choix de l'expert. Compte tenu des incertitudes potentielles encadrant le calcul de l'*earn out*, son intervention si elle n'est qu'éventuelle, n'est pas théorique. ■



Par **Benoît Gomel**, avocat counsel en corporate/fusions et acquisitions. Il intervient dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition de sociétés, de capital-investissement, de restructuration et de private equity.  
benoit.gomel@cms-fl.com

# Covid-19 : après la bulle fiscale, le choc fiscal ?

**Le Gouvernement nous le promet, la phase d'apesanteur que vient de connaître la communauté fiscale ne devrait pas déboucher sur un dur retour à la gravité ! La politique de relance de l'économie du «quoi qu'il en coûte» ne se traduira pas, nous dit-on, par des hausses d'impôts. Acceptons-en l'augure avec vigilance, car pour faire face à la crise, les opérateurs devront adapter leur gestion fiscale.**



Par **Laurent Hepp**, avocat associé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity, pour le compte de fonds d'investissement, de groupes et d'entrepreneurs.

laurent.hepp@cms-fl.com



et **Vincent Forestier**, avocat en fiscalité. Il conseille au quotidien des sociétés dans le cadre de leurs problématiques en fiscalité directe ainsi que dans leurs opérations d'acquisitions, de capital-transmission et de restructuration.

vincent.forestier@cms-fl.com

### **Une période fiscalement protégée**

Durant la première phase de la crise sanitaire, l'impôt a été placé en situation de coma artificiel afin de répondre à l'imprévisibilité ambiante. Les contrôles fiscaux ont été suspendus et la date butoir des déclarations de résultat a été repoussée, tout comme celle de paiement de l'impôt sur les sociétés (IS), et de la mise en œuvre du nouveau dispositif DAC 6. En parallèle, le remboursement des crédits d'impôt a été accéléré.

De son côté, l'Administration a publié les commentaires attendus sur le plafonnement des charges financières («robot ATAD») avec des précisions précieuses pour la première application de ce dispositif par de nombreux groupes sous LBO pour qui la déduction des intérêts de la dette d'acquisition est primordiale. Notons qu'un point d'attention devra être intégré dans les audits d'acquisition : la suspension des contrôles s'est accompagnée d'une prolongation de la prescription fiscale jusqu'au 14 juin 2021 (au lieu du 31 décembre 2020) pour la vérification des exercices clos en 2017.

### **L'opportunité d'un assouplissement de certaines règles**

L'heure est à la reprise et les opérateurs économiques espèrent voir confirmé, comme le laisse à penser le projet de loi de finances pour 2021 présenté le 28 septembre 2020, que le choc fiscal n'aura pas lieu. Ils seront particulièrement attentifs à la poursuite de la réforme sur la baisse du taux de l'IS, à la stabilité du dispositif ATAD, à la diminution annoncée de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises, et plus généralement à la pérennité des régimes qui participent au levier fiscal des opérations transactionnelles (régimes d'exonération des plus-value long terme, des dividendes intra-groupe ou encore de l'intégration fiscale).

Toute aggravation de la fiscalité votée dans le cadre

des lois de finances de fin d'année serait technique-ment susceptible, du fait de la «petite rétroactivité fiscale» consistant à appliquer une réforme à l'année fiscale en cours, de frapper un exercice 2020 déjà très dégradé. A l'inverse, un assouplissement, même temporaire, de régimes existants serait le bienvenu, comme celui de la déductibilité des abandons de créances intra-groupe ou encore le plafonnement des déficits reportables (notamment en arrière).

### **La fiscalité de crise**

Les opérations de *distressed M&A*, dont un volume croissant est anticipé, pourront s'appuyer sur des

dispositifs fiscaux existants mais peu usités dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition. Le plafond d'imputation du stock de déficits des entreprises en difficulté pourra, sous certaines conditions, être majoré du montant des abandons de créances dont elles bénéficieraient. De même, les filiales intégrées sortant du groupe dans le cadre d'une procédure collective se verront attribuer de plein droit une fraction

du déficit d'ensemble auquel elles ont contribué. Reprenant un dispositif introduit à la suite de la crise financière de 2008, le collectif budgétaire a également élargi à toutes les sociétés le remboursement anticipé des créances de *carry-back*, jusqu'ici réservé aux entreprises en difficulté.

Les opérateurs devront en outre adapter leur gestion fiscale. La crise va accentuer les difficultés habituelles rencontrées par les groupes en matière de provisions, de prix de transfert ou encore de rémunération des dettes intra-groupe. Les provisions ne sauront être déduites sur le seul fondement de la conjoncture, les incertitudes économiques auront nécessairement une incidence sur l'analyse fonctionnelle en matière de prix de transfert et les taux d'intérêts pourraient être affectés par la volatilité du marché. Du pain sur la planche pour les fisca-listes ! ■

# L'imprévision : une arme efficace pour renégocier les opérations de fusion-acquisition ?

**En raison de la pandémie de Covid-19, de nombreuses opérations de fusion-acquisition ont été reportées, voire annulées, depuis le début de l'année 2020. L'article 1195 du Code civil, qui érige l'imprévision en mécanisme légal de révision ou de résolution contractuelle, semble être un fondement envisagé par beaucoup pour engager des négociations. Stratégie prometteuse ou vouée à l'échec ?**

Tout contrat conclu ou renouvelé à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2016 peut, en principe, faire l'objet d'une renégociation, voire d'une résolution, pour cause d'imprévision. En effet, l'article 1195 du Code civil permet d'initier des négociations dès lors qu'*«un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque»* et que son application n'a pas été contractuellement exclue.

Ces négociations peuvent, selon les cas, donner lieu à l'adaptation ou la résolution (amiable ou judiciaire) du contrat.

Il est aujourd'hui incontestable que la pandémie de Covid-19 a engendré un changement général et durable du contexte économique, politique et sanitaire qui affecte fortement le monde des affaires et les opérations de fusion-acquisition.

### **Renégociation de contrat, quand invoquer l'imprévision «de droit» ?**

Ce seul changement de contexte général ayant pour cause la pandémie, les mesures gouvernementales imposant une certaine distanciation sociale, le ralentissement mondial de l'économie, etc., peut-il permettre d'invoquer l'imprévision «de droit» et obliger à renégocier un contrat tel qu'un *share purchase agreement* ou un *asset purchase agreement* ?

Pour qu'une telle argumentation puisse prospérer, il faudra à tout le moins démontrer que :

- ce changement de circonstances, extérieur aux parties, a été postérieur à la date de conclusion du contrat et a modifié sensiblement l'environnement dans lequel le contrat s'inscrit ;
- l'exécution du contrat est devenue «excessi-

vement onéreuse» pour la partie qui invoque l'imprévision, étant entendu que nombre d'acteurs économiques vont soutenir que cette onérosité peut aussi bien résulter d'une augmentation du coût de la prestation que de la diminution de la valeur de la contrepartie ;

- le débiteur de l'obligation devenue excessivement onéreuse n'a jamais accepté d'assumer un tel risque en vertu de ses engagements contractuels au titre de la documentation contractuelle

relative à l'opération de fusion-acquisition.

### **L'imprévision «de droit», une solution de renégociation supplémentaire**

Si les conditions nécessaires à l'application de l'article 1195 du Code civil sont réunies, l'imprévision «de droit» pourrait constituer un bon point de départ pour renégocier certaines opérations de fusion-acquisition. Ainsi, l'imprévision

viendra opportunément compléter la palette des solutions contractuelles habituellement utilisées par les équipes de fusion-acquisition dans le cadre de leur négociation *post-signing*, au rang desquelles se trouvent les «*MAC clauses*» qui permettent d'anticiper les changements affectant la situation de la société-cible mais pas les changements plus généraux affectant le contexte global dans lequel s'inscrit l'opération envisagée.

Au vu de la crise actuelle et de l'incertitude engendrée par la pandémie de Covid-19, il est permis de penser que les acteurs économiques auront tout intérêt à privilégier la poursuite de leurs activités et la renégociation amiable de leurs contrats, y compris sur le fondement de l'article 1195 du Code civil, plutôt que de s'affronter stérilement et de laisser ces questions à la libre appréciation des juges. ■



Par **Aliénor Fevre**, avocat en droit commercial. Elle intervient en conseil et en contentieux et a développé une expertise particulière en droit des contrats, droit de la distribution, responsabilité du fait des produits et compliance.  
alienor.fevre@cms-fl.com

# La contrainte du dividende dans une conjoncture incertaine

**Bien qu'il constitue la cause même du contrat de société, le partage des bénéfices n'est pas un droit acquis de l'actionnaire. Condition nécessaire au versement de dividendes, l'existence d'une capacité distributive n'est à elle seule pas suffisante : la jurisprudence incite à la prudence, tout particulièrement en matière de LBO.**



Par **David Mantienne**, avocat counsel en corporate/fusions et acquisitions. Il intervient principalement en matière d'opérations de fusion-acquisition, de private equity et de restructuration de groupes de sociétés, pour des clients tant français qu'étrangers. [david.mantienne@cms-fl.com](mailto:david.mantienne@cms-fl.com)



et **Louis-Nicolas Ricard**, Professional Support Lawyer en corporate/fusions et acquisitions. [louis-nicolas.ricard@cms-fl.com](mailto:louis-nicolas.ricard@cms-fl.com)

1. Intitulé «Engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien en trésorerie».

2. CA Douai, 15 mars 2001, D. 2002 p. 307.

3. Cass. com, 9 septembre 2020, n° 18-12.444.

**L**a viabilité des opérations de LBO repose sur la capacité de la société cible à remonter, *via* des distributions de dividendes régulières, la trésorerie nécessaire à la société holding pour rembourser la dette d'acquisition. Le droit aux dividendes se voit ainsi quasiment «contractualisé», sur la base des *business plans* établis, et les marges de manœuvre s'avèrent souvent réduites lorsque la rentabilité escomptée n'est pas au rendez-vous.

Après l'avoir redouté, l'industrie du LBO a finalement été largement épargnée par l'encadrement des dividendes instauré par le gouvernement pour les entreprises ayant perçu certaines aides publiques en lien avec l'épidémie de Covid-19<sup>1</sup>. D'une part, en raison de la portée limitée du dispositif qui ne vise que les «grandes entreprises», et d'autre part, du fait de l'exception notable apportée à cet encadrement pour les distributions intra-groupes destinées à soutenir financièrement une société française afin de lui permettre de respecter ses engagements contractuels vis-à-vis de ses créanciers.

### La distribution de dividendes, ce n'est pas automatique

Aussi forte que soit la contrainte qui pèse sur la société cible, la distribution de dividendes ne doit pas pour autant être automatique au seul motif qu'elle est comptablement et juridiquement possible. L'opportunité d'y procéder doit rester guidée par la seule boussole de l'intérêt social de la société concernée. Au partage des bénéfices visé à l'article 1832 du Code civil fait d'ailleurs désormais écho l'intérêt social légalement consacré à l'article 1833, qui recouvre notamment les enjeux sociaux de l'activité des sociétés. Les distributions, souvent massives, auxquelles il est procédé pour assouvir les besoins de la holding de reprise, ne doivent pas avoir

pour effet à court ou moyen terme, en fragilisant sa situation financière, de compromettre la continuité d'exploitation de la société ni sa capacité à se développer, au risque de caractériser une faute de gestion des dirigeants voire un abus de majorité du bloc contrôlant. Les perspectives d'avenir et les risques auxquels est exposée la société doivent également être pris en considération.

De même la pratique du *debt push down*, qui consiste pour la société cible à emprunter pour financer la distribution de dividendes (tout ou partie

de la dette d'acquisition se voyant ainsi transférée sur cette dernière), ne doit pas fragiliser la société opérationnelle en lui faisant supporter un endettement excessif au regard de ses fonds propres, ni en asséchant sa propre capacité d'endettement.

Le juge n'hésite pas à s'immiscer dans la politique de distribution des sociétés. Par exemple en décidant de réduire le montant de la réparation sollicitée par une société pour rupture de relation commer-

cielle établie par son principal client, considérant que la société avait accepté de prendre un risque en distribuant systématiquement ses résultats au lieu de les allouer à l'autofinancement d'une diversification de son activité<sup>2</sup>. Ou encore, très récemment<sup>3</sup>, en retenant qu'une distribution pouvait caractériser une faute de gestion lorsque cette ponction avait contribué - même plusieurs années plus tard - à l'insuffisance d'actif de la société ultérieurement placée en liquidation judiciaire, les juges énonçant à cet égard que «*la décision de verser des dividendes doit être prise au regard de la situation de l'entreprise et de sa trésorerie, quand bien même ces dividendes sont affectés dans le cadre d'une opération de LBO*».

La réalisation d'une opinion de viabilité préalablement à une distribution pourra permettre d'en conforter le bien-fondé au regard de l'intérêt propre de la société. ■

# Transactions *distressed* : les avantages de la garantie synthétique

**Dans le cadre d'une transaction *distressed*, un acheteur peut avoir intérêt à souscrire à un produit d'assurance innovant : la garantie synthétique. Focus sur une solution au service des intérêts divergents du vendeur et de l'acheteur.**

## **P**ourquoi opter pour la garantie synthétique ?

En raison de la crise économique liée au Covid-19, le marché du capital-retournement a sans doute de beaux jours devant lui. Certains fonds ont, en effet, pour cœur de métier le rachat de participations dans des entreprises fortement endettées en proie à des difficultés financières. Les cibles de choix ne sont généralement pas en procédure collective, mais font fréquemment l'objet de procédures amiables de traitement des difficultés (mandat ad hoc ou conciliation). Le fonds va alors permettre une levée de nouveaux capitaux indispensables à la survie de l'entreprise qui pourra sur cette base financer un plan de retournement (rééchelonnement amiable de certains passifs, mesures de restructuration négociées, etc.) partie intégrante d'un accord de conciliation.

Dans ce type de transaction, la priorité du vendeur n'est pas de maximiser le prix de cession, mais de désintéresser les créanciers et, si possible, récupérer sa mise de départ. C'est ainsi qu'il n'est pas rare de voir un fonds racheter les titres d'une entreprise pour un prix lui permettant simplement d'effacer les lignes de crédits existantes, voire pour un prix correspondant à l'euro symbolique. Dans la mesure où l'entreprise est vendue «à la casse», le cédant ne souhaite généralement pas octroyer de garantie de passif au profit du cessionnaire. C'est en quelque sorte, le prix à payer pour racheter de manière opportuniste une entreprise en difficulté dont la survie dépend précisément de ce rachat. Pour autant, du point de vue de l'acquéreur qui s'inscrit par hypothèse dans une opération hors plan de cession<sup>1</sup>, il n'est pas aisément de renoncer à toute garantie de passif. Dans ce contexte, une solution innovante qui peut satisfaire les intérêts divergents du vendeur et de l'acheteur existe : la garantie synthétique.

**«Dans ce contexte, une solution innovante qui peut satisfaire les intérêts divergents du vendeur et de l'acheteur existe : la garantie synthétique.»**

## **Fonctionnement de la garantie synthétique**

A la différence des assurances de garantie de passif «classiques»<sup>1</sup>, qui offrent des polices d'assurance calquées sur les garanties prévues dans le *contrat de cession d'actions*, avec le cas échéant des exclusions spécifiquement prévues par l'assureur, les assurances de garantie synthétique sont indépendantes du *contrat de cession d'actions* et peuvent donc être mises en place lorsque le vendeur n'offre aucune garantie.

L'assureur ne donne toutefois pas ces garanties autonomes à l'aveugle. Bien au contraire, il exige systématiquement que soit mené un audit juridique et fiscal sur les points faisant l'objet de la garantie. Dans le processus de négociation, il convient donc de prendre en compte la nécessité d'un délai supplémentaire pour réaliser ces audits.

A l'issue de cet audit, l'assureur est en mesure de quantifier son exposition et

de négocier les risques qu'il souhaite ou non couvrir dans sa police. Il convient de garder à l'esprit que lorsque l'audit a permis d'identifier un risque précis, la matérialisation de ce risque est exclue de la couverture offerte par l'assurance. C'est par exemple le cas lorsque l'audit a révélé l'existence de contrôles fiscaux en cours, ou encore lorsqu'un risque de redressement fiscal est identifié.

Nous rappellerons ici que la prime d'assurance est proportionnelle au risque pris par l'assureur : la prime sera donc généralement plus élevée que dans le cadre d'une police *Warranty & Indemnity* classique.

Même si elle est encore timide en France, il convient de relever que la garantie synthétique commence à éclore dans d'autres pays européens, comme en Allemagne ou au Royaume-Uni. ■



Par **Thierry Granier**, avocat associé en fiscalité. Il intervient en matière de private equity dans les opérations de financement et d'acquisition. Il assiste plusieurs fonds d'investissement et établissements financiers dans leurs opérations à dimension internationale.  
thierry.granier@cms-fl.com



**Claire Aylward**, avocat en fiscalité. Elle intervient en matière d'opérations de M&A et de private equity. Elle conseille également des entreprises et des fonds d'investissement dans un contexte international.  
claire.aylward@cms-fl.com



et **Guillaume Boute**, avocat docteur en droit, membre de l'équipe Restructuring. Il intervient au support de tous les acteurs confrontés aux problématiques liées aux difficultés des entreprises.  
guillaume.boute@cms-fl.com

<sup>1</sup> Achat de l'activité et des actifs d'une entreprise dans le cadre d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

<sup>2</sup> Aussi appelées «W&I» («warranty and indemnity»).

# Règles dérogatoires concernant les quotas d'investissement des fonds

**Les véhicules de capital-investissement sont soumis à différentes règles d'investissement dont le respect est susceptible d'être rendu plus difficile dans le contexte rencontré depuis le printemps dernier. Certaines de ces règles ont fait l'objet d'aménagements, comme la date limite d'atteinte de leur quota d'investissement par ces véhicules et l'octroi d'avances en compte courant auprès des sociétés dans lesquelles ils ont investi. Analyse de ces évolutions.**



Par **Jérôme Sutour**, avocat associé en droit bancaire et financier, responsable des pratiques services financiers et blockchain/crypto-actifs. Il intervient sur tous les aspects de régulation bancaire et financière.  
jerome.sutour@cms-fl.com



**Alexandre Chazot**, avocat en droit bancaire et financier. Il intervient notamment dans le cadre d'opérations de financement structurés, tant en France qu'à l'étranger.  
alexandre.chazot@cms-fl.com

### **D ate limite d'atteinte des quotas d'investissement**

Tout d'abord, l'ordonnance 2020-306 (l'«Ordonnance n°306»), a prorogé le délai maximal (i) de mise en paiement de leur revenus distribuables par les fonds d'investissement alternatifs («FIA») et également, (ii) pour les FIA de capital-investissement (FCPR, FCPI, FIP et FPCI) pour respecter les quotas d'investissement dits «juridiques» et visés au V de l'article L.214-28, au dernier alinéa du I de l'article L.214-30, au A du V de l'article L.214-31 et au I de l'article L.214-159 du Code monétaire et financier, CMF, dès lors que cette obligation devait être remplie à une échéance fixée entre le 12 mars et le 30 juin 2020 inclus.

Ainsi, par application de l'article 2 de l'Ordonnance n°306, ces FIA peuvent considérer avoir respecté leurs obligations d'atteinte de quota dès lors qu'elles ont été effectivement réalisées au plus tard dans la limite

d'un délai de deux mois à compter de la fin de la période juridiquement protégée.

Dans la mesure où la dérogation ainsi introduite par l'Ordonnance n°306 concerne les quotas d'investissement juridiques, la question se pose de savoir si cette dérogation pouvait également s'appliquer au sujet de l'atteinte des quotas des fonds fiscaux qui comportent des règles supplémentaires d'investissement, à savoir celles prévues :

– par l'article 163 quinque B du Code général

des impôts, CGI, (exonération d'impôt pour les porteurs personnes physiques, de parts de FCPR et FPCI)<sup>1</sup> ;

– par l'article 199 terdecies-0 A du CGI (réduction d'impôt sur le revenu en cas de souscription de parts de FIP ou de FPCI<sup>2</sup>.

Sur ce point et d'après les informations dont nous avons connaissance, la position de l'administration fiscale irait dans le sens d'une possible application de la prorogation de délai prévue par l'ordonnance dès lors que les quotas fiscaux devaient être atteints à une échéance fixée entre le 12 mars et le 30 juin 2020 inclus.

**«(...) les FIA de capital-investissement peuvent considérer avoir respecté leurs obligations d'atteinte de quota dès lors qu'elles ont été effectivement réalisées au plus tard dans la limite d'un délai de deux mois à compter de la fin de la période juridiquement protégée.»**

### **Des avances en compte courant facilitées**

L'ordonnance n°2020-740 du 17 juin 2020 (l'«Ordonnance n°740») a pour objet de favoriser l'octroi par les véhicules de capital-investissement d'avances en compte courant à certaines entreprises en difficulté.

Le premier apport de l'Ordonnance n°740

porte sur le rehaussement des seuils de matérialité que représente l'octroi de ces avances en compte courant (passant à 20 % de l'actif de ces fonds, voire 30 % dans certains cas, contre 15 % initialement) par rapport au montant total des actifs et/ou des situations nettes comptables de ces organismes. Ce rehaussement est également matérialisé, pour les fonds professionnels de capital-investissement et les sociétés de libre partenariat ayant opté pour les règles d'investissement applicables aux fonds professionnels

de capital-investissement, par le critère de référence auquel il s'applique.

Le second apport de l'Ordonnance n°740 consiste en l'assouplissement des règles relatives aux sociétés qui peuvent bénéficier de ces avances (qui seront de plus prises en compte pour les calculs des quotas juridiques d'investissement auxquels sont tenus les fonds en application des articles L.214-28 I, L.214.30 I, L.214.31 I du CMF et les SCR en application de l'article I de la loi du 11 juillet 1985).

Ainsi, les fonds de capital-investissement régis par les articles L.214-27 et suivants du CMF et les sociétés de capital-risque (SCR) peuvent désormais consentir ces avances à toute société dans lesquelles ils détiennent une participation (jusqu'à présent cela ne valait que pour les sociétés dont ils détenaient au moins 5 % du capital).

Par contre, la possibilité pour ces fonds d'accorder des avances en compte courant au-delà des seuils légaux habituels n'est possible que sous la double condition que :

– (i) les sociétés bénéficiant de ces avances aient subi soit une perte de chiffre d'affaires d'au moins 10 % entre le 1<sup>er</sup> mars 2020 et le 30 avril 2020 en comparaison avec le chiffre d'affaires de la même période de l'année précédente<sup>3</sup>, soit une baisse d'activité constatée en raison de leur dépendance à l'accueil du public ; et

– (ii) les avances soient consenties le 31 décembre 2020 au plus tard.

L'Ordonnance n°740 ne comporte pas de mesure spécifique à l'égard des fonds «fiscaux» qui, rappelons-le, doivent respecter, outre certaines conditions issues du CGI pour certains d'entre eux, les règles légales d'investissement telles que prévues par le CMF (ou par la loi du 11 juillet 1985 en ce qui concerne les SCR).

Si l'Ordonnance n°740 instaure une dérogation aux règles légales d'investissement, elle prévoit

néanmoins, comme indiqué ci-dessus, que les avances supplémentaires seront prises en compte dans l'appréciation des quotas d'investissement auxquels les véhicules sont soumis en application des articles L.214-28 I, L.214-30 I, L.214.31 I du CMF et de l'article 1-1 de la loi du 11 juillet 1985.

La situation des fonds «fiscaux» vis-à-vis

des exigences d'investissement issues de ces quotas devrait ainsi se trouver préservée en cas d'avances consenties en application de l'Ordonnance n°740 (tout en veillant, bien entendu, au respect des conditions spécifiques fiscales auxquelles ces véhicules sont susceptibles d'être soumis).

Les dérogations prévues par l'Ordonnance n°740 sont limitées dans le temps de sorte que les plafonds légaux habituels, auxquels l'Ordonnance n°740 déroge, devront être à nouveau respectés au plus tard au 30 juin 2022. ■



et **Matias Labé**, avocat associé en fiscalité. Il intervient dans le cadre d'opérations transactionnelles et accompagne notamment les acteurs du private equity concernant les aspects fiscaux de leurs structurations d'investissement.  
matias.labe@cms-fl.com

## «L'ordonnance n°2020-740 du 17 juin 2020 (l'«Ordonnance n°740») a pour objet de favoriser l'octroi par les véhicules de capital-investissement d'avances en compte courant à certaines entreprises en difficulté.»

<sup>1</sup>. Ce dispositif exige notamment, outre le respect des règles d'investissement prévues aux articles L.214-28 et L.214-160 du CMF, que les sociétés dans lesquelles le fonds investit, respectent certaines conditions supplémentaires liées à la localisation de leur siège, à la nature de leur activité et aux règles d'imposition de leurs bénéfices.

<sup>2</sup>. Dans le cadre de ce dispositif, le quota d'investissement de 70 % prévu au I de l'article L.214-30 du CMF et au I de l'article L.214-31 du même code doit être atteint à hauteur de 50 % au moins au plus tard quinze mois à compter de la date de clôture de la période de souscription fixée dans le prospectus complet du fonds, laquelle ne peut excéder quatorze mois à compter de la constitution du fonds et à hauteur de 100 % au plus tard le dernier jour du quinzième mois suivant.

<sup>3</sup>. Ou, pour les sociétés créées après le 1<sup>er</sup> mars 2019, par rapport au chiffre d'affaires mensuel moyen sur la période comprise entre la date de création de l'entreprise et le 29 février 2020.

# Prêteurs et emprunteurs : la fiducie, c'est maintenant !

**La crise sanitaire et économique engendrée par le Covid-19 a bousculé quelques-unes de nos certitudes en matière financière, comme par exemple la solidité de certains emprunteurs. Si les espoirs de normalisation se sont rapidement tournés vers l'arsenal législatif et réglementaire déployé en réaction par les pouvoirs publics, ce serait faire erreur que d'oublier qu'existent plus généralement en droit français des instruments taillés pour l'adversité comme la fiducie, qui apparaît déjà comme un outil de financement privilégié.**



Par **Michel Collet**, avocat associé en fiscalité. Il est conseil fiscal en structuration d'investissements cross-border et de leur financement (structures corporate, fonds, SLP et fiducie) principalement.

[michel.collet@cms-fl.com](mailto:michel.collet@cms-fl.com)



et **Alexandre Bordenave**, avocat et conseil en droit bancaire et financier. Il intervient en matière de titrisation et de dettes ainsi qu'en financements structurés.

[alexandre.bordenave@cms-fl.com](mailto:alexandre.bordenave@cms-fl.com)

**R**égie par les articles 2011 et suivants du Code civil, la fiducie est «l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants (N.B. : ici les emprunteurs) transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires (N.B. : que seraient les prêteurs à titre principal)». La fiducie se distingue particulièrement par sa plasticité qui fait d'elle une des plus puissantes écoles de l'imagination contractuelle. Une des clés de l'efficacité de cet outil tient à une bonne maîtrise par ses utilisateurs et rédacteurs de sa dimension tant de sûreté que d'instrument de gestion.

### **La fiducie, un levier efficace pour garantir la dette**

Bien maîtrisée, le recours à la fiducie comme sûreté, c'est-à-dire pour garantir une dette du «constituant» (ou de son groupe) en transférant des biens ou droits dans un patrimoine fiduciaire, dans des contextes tendus est le plus souvent privilégié. C'est particulièrement vrai à l'occasion d'opérations de restructuration de dette, dont le nombre devrait aller croissant, mais plus largement aussi dès qu'il y a lieu de rassurer les prêteurs même face à un emprunteur dont la qualité de crédit est satisfaisante. Le bonus de confiance apporté mécaniquement par

la fiducie est ainsi susceptible de permettre à l'emprunteur d'obtenir des conditions contractuelles plus avantageuses : taux plus attractifs, contrainte aménagée, conditions de remboursement, etc.

Les raisons en sont au moins au nombre de deux :

- la fiducie résiste à la faillite du constituant. En effet, les biens ou droits transférés à la fiducie étant sortis du patrimoine de ce dernier, l'ouverture d'une procédure collective à son égard n'empêche normalement pas le bénéficiaire de réaliser la fiducie-sûreté ;
- le contrat de fiducie permet aux créanciers de fixer avec le constituant, *via* le fiduciaire, les règles de fonctionnement de la fiducie à l'égard de l'actif

**«Le bonus de confiance apporté mécaniquement par la fiducie est susceptible de permettre à l'emprunteur d'obtenir des conditions contractuelles plus avantageuses en termes de contraintes (...).»**

d'une manière souple et adaptée à chaque situation. Plus spécifiquement, en cas de défaut, la fiducie permet à ses bénéficiaires créanciers d'exercer un contrôle total ou partiel (dont l'étendue et les faits générateurs ont été arrêtés dans le contrat de fiducie), *via* le fiduciaire, sur les actifs transférés dans le patrimoine d'affection. Ainsi, s'agissant d'une fiducie portant sur des parts sociales ou actions, le fiduciaire se trouve en position d'exercer des prérogatives d'associé, et au premier chef le droit de vote sous réserve, néanmoins, des limites et conditions prévues par le contrat de fiducie. Par exemple, le fiduciaire prendra ses instructions de vote, non plus du constituant, mais auprès des créanciers dès que survient une difficulté comme, notamment, un cas de défaut. Pour

peu que les statuts de la société dont les parts ou actions ont été transférées à la fiducie aient été correctement aménagés, cela permettra aux créanciers d'empêcher le dirigeant de prendre seul certaines décisions voire d'obtenir aisément le remplacement du dirigeant en question de sorte à pouvoir diligenter des opérations propres à assurer le désintéressement des créanciers.

## La fiducie, un outil peu contraignant pour l'emprunteur-constituant

La fiducie offre des leviers très puissants de nature à protéger les intérêts financiers des bénéficiaires qui, par ailleurs désormais suffisamment rassurés par sa sécurité juridique, hésitent moins à y recourir. Dans le même temps, elle n'est pas particulièrement contraignante pour le constituant et, dans bien des cas, celui-ci aurait tort de fuir la fiducie tant son bilan avantages/inconvénients paraît lui être aussi favorable *in fine*. Trois motifs principaux suffisent à s'en convaincre :

- elle peut porter sur tous types de biens. Peu importe la composition de l'actif du constituant, la fiducie permettra de le valoriser efficacement aux yeux d'un créancier. Puisqu'il est possible de transférer dans un même patrimoine fiduciaire des biens de genres divers, la fiducie endosse parfaitement les habits d'une sûreté omnibus à la française en s'évitant de constituer, par exemple, dans un tel document contractuel une hypothèque, dans tel autre une cession de créances à titre de garantie et dans tel autre une sûreté sur des actions ;

- la fiducie présente l'avantage et la souplesse d'être «rechargeable», ce qui lui permet de servir de garantie à une autre dette que celle garantie initialement ;
- même si le constituant perd la propriété des biens transférés en fiducie, il peut contractuellement en conserver la jouissance *via* une convention de mise à disposition (en pratique, quelques clauses du contrat de fiducie), par exemple en le maintenant dans sa chaîne de production s'il s'agit d'une machine-outil ou en continuant à l'occuper s'il s'agit d'un immeuble. En cas d'apport d'actions ou de parts sociales, la maîtrise indirectement conservée du droit de vote attaché et du bénéfice des dividendes (*via* les instructions données au fiduciaire par le constituant) se

**«Avantageuse pour les créanciers, la fiducie n'en est pas pour autant sans flexibilité pour le constituant.»**

traduira par une absence de rupture en matière d'intégration fiscale (en cas d'apport d'une société faisant partie du périmètre) ou encore d'exonération des dividendes (régime mère-fille) chez le constituant, resté redevable de l'impôt au titre des opérations réalisées sur les biens en fiducie ;

- la fiducie se veut neutre fiscalement. Le constituant reste imposé sur les résultats dégagés par les actifs mis en fiducie, les régimes favorables liés à la détention de titres - pourtant transférés en fiducie - sont préservés chez le constituant comme le régime d'intégration fiscale, celui d'exonération des dividendes ou encore de cession des titres de participation à long terme. Le transfert des actifs comme, leur récupération lors de la fin de la fiducie, offre également un régime de sursis d'imposition des plus-values qui est susceptible d'offrir par ailleurs une solution alternative au *sale and lease back* immobilier fiscalement coûteux. La fiducie peut être également utilisée dans un contexte *cross border*. Comparable à un trust anglo-saxon, elle s'avère alors le plus

souvent transparente en France comme dans la plupart des pays connaissant un régime comparable. Enfin, tous nos dispositifs fiscaux déclenchés par un transfert de propriété n'ont néanmoins pas été intégralement neutralisés. Un rescrit de l'administration fiscale est alors susceptible d'offrir une plus grande sécurité juridique.

## La fiducie, un outil gagnant-gagnant

Avantageuse pour les créanciers, la fiducie n'en est pas pour autant sans flexibilité pour le constituant. Elle offre souvent la perspective d'un endettement à des conditions plus favorables. Surtout, sa robustesse est apte à simplifier les relations contractuelles en cours d'exécution : il paraît plus aisés pour les emprunteurs d'obtenir des waivers dans des financements assortis d'une fiducie car les créanciers savent qu'ils bénéficient d'une sûreté particulièrement solide. Tout ceci dessine une conclusion évidente, sous forme d'adresse tant aux prêteurs qu'à leurs emprunteurs : avant même l'ordonnance de simplification annoncée par l'article 60 de la loi PACTE, osez la fiducie maintenant ! ■

# L'impact du Covid-19 sur les objectifs et la rémunération variable des salariés

**Si pour certaines entreprises, la crise sanitaire entraîne des performances inattendues, pour majorité d'entre elles, les conséquences de cette crise rendent difficile, voire parfois impossible, la réalisation de certains objectifs déterminés au titre de l'exercice 2020. Les employeurs peuvent-ils et doivent-ils les revoir ?**



Par **Caroline Froger-Michon**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Elle conseille

de grands groupes français et internationaux, notamment dans le cadre de problématiques relatives aux restructurations et aux aspects sociaux des opérations de fusion-acquisition.

caroline.froger-michon@cms-fl.com



et **Maïté Ollivier**, avocat counsel en droit du travail et protection sociale.

Elle intervient dans le domaine du conseil et du contentieux, en particulier auprès des sociétés françaises ou appartenant à des groupes internationaux sur les opérations de restructuration et la gestion des situations des cadres dirigeants.

maite.ollivier@cms-fl.com

### **L a rémunération variable et la fixation unilatérale des objectifs**

La partie variable du salaire peut être versée sous la forme de commissions, bonus ou d'une prime sur objectifs. Dans le cadre de son pouvoir de direction, l'employeur peut définir unilatéralement les objectifs d'un salarié conditionnant la partie variable de sa rémunération, dans le cadre de plans annuels de rémunération variable ou d'objectifs notifiés annuellement par l'employeur.

La jurisprudence considère que l'employeur peut modifier ces objectifs de manière discrétionnaire sous réserve que ceux-ci soient réalisables<sup>1</sup> et aient été portés à la connaissance du salarié en début d'exercice<sup>2</sup>. La fixation des objectifs, conditionnant la partie variable de la rémunération en début d'exercice, ne requiert pas l'accord du salarié. La situation est en revanche différente lorsque l'employeur souhaite procéder à leur révision en cours d'exercice.

### **La révision des objectifs en cours d'exercice**

Au regard des principes énoncés ci-dessus, il serait tentant de considérer que l'employeur n'aît aucune obligation de modifier les objectifs de ses salariés au titre de l'année 2020, notamment lorsque ceux-ci ont été définis unilatéralement dans le cadre de plans annuels de rémunération. Pourtant, l'obligation de bonne foi<sup>3</sup> inhérente à l'exécution du contrat de travail semble contraindre l'employeur à devoir reconSIDérer la question et ainsi, à fixer de nouveaux objectifs réalisables compte tenu de l'actuelle conjoncture économique.

A défaut, l'employeur s'exposerait à un risque

de contestation du montant de la part variable versée au terme de l'exercice.

Pour procéder à la révision des objectifs en cours d'exercice, il convient au préalable de vérifier le fondement juridique des objectifs et de la rémunération variable. L'approche ne sera évidemment pas la même selon que la rémunération variable résulte du contrat de travail ou d'un accord collectif.

S'il s'agit d'un dispositif unilatéral, le dialogue et la concertation avec les salariés dont la réalisation des objectifs est compromise doivent être privilégiés.

**L'avenant est obligatoire, si la rémunération variable est prévue par accord collectif**

Lorsque des éléments de rémunération variable sont prévus par accord collectif, leur modification implique la conclusion d'un avenant. En particulier, le report du versement de la prime conventionnelle demeure subordonné à l'accord exprès des partenaires sociaux. Le tribunal judiciaire de Clermont-Ferrand a en effet jugé récemment que les salariés du groupe Michelin ne pouvaient pas renoncer de manière individuelle, sur proposition de l'employeur, aux avantages salariaux tirés d'une convention collective. Dans ce cas, il s'agissait de modalités de calcul de leur rémunération individuelles. L'argument soutenu par le groupe Michelin, selon lequel les salariés pouvaient refuser une augmentation de leur salaire contractuel de base prévue par un accord, a été rejeté.<sup>4</sup> Même en cette période d'incertitude économique et pour les entreprises confrontées à une baisse significative de résultats, un compromis entre les partenaires sociaux demeure la seule issue possible pour aménager la rémunération variable conventionnelle des salariés. ■

<sup>1</sup> Cass., soc. 13 janvier 2009 n° 06-46.208.

<sup>2</sup> Cass., soc. 2 mars 2011 n°08-44.977.

<sup>3</sup> Article L.1222-1 du Code du travail.

<sup>4</sup> Tribunal judiciaire de Clermont-Ferrand référé 30 juin 2020.

# Et maintenant, que faire de son PGE ?

**Nécessité, prudence, opportunisme, dans l'urgence rien n'a été dit des motivations des entreprises ayant eu recours au prêt garanti par l'Etat (PGE). Le PGE prévoit l'octroi par l'Etat d'une garantie de prêts consentis entre le 16 mars 2020 et le 31 décembre 2020 à des entreprises non financières immatriculées en France. Selon leur situation et leurs perspectives, les entreprises auront des stratégies de remboursement diverses. Explications.**

## Quelles solutions de sortie du PGE pour les entreprises ?

L'article 6 de la loi n°2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020 (LFR) et l'arrêté afférent imposent que tout PGE comporte un différé d'amortissement minimal de 12 mois et une clause permettant à l'emprunteur de choisir de l'amortir sur une durée additionnelle de 1 à 5 ans. La durée du prêt ne peut excéder une période de six ans à compter de la date du premier décaissement.

Les entreprises bénéficiant d'un PGE doivent donc anticiper la fin de cette période de 12 mois de différé d'amortissement obligatoire et réfléchir à leur stratégie de sortie du PGE.

La première question est donc de savoir si l'entreprise souhaite rembourser son PGE à la fin des 12 premiers mois ou en étaler le remboursement. La décision n'est pas binaire. L'entreprise peut décider d'opérer un remboursement partiel à l'issue de la première année (en usant des prérogatives de remboursement anticipé volontaire que prévoit le contrat relatif au PGE) et amortir le solde du PGE. Par principe, l'exercice de cette option d'étalement ne permet pas aux prêteurs de facturer des frais mais il reste possible de le faire pour les frais de mise en place effective de cette option (notamment des frais liés à la rédaction et la signature d'avenants).

**Remboursement étalement du PGE, précisions sur les délais**

Si l'entreprise souhaite étaler le remboursement du PGE, à quand en fixer le remboursement ? Cette décision dépend de la situation, des perspectives et, le cas échéant, des capacités

de refinancement de l'entreprise. Cette décision tient également compte des conditions financières associées à un éventuel étalement du remboursement du PGE. Ces conditions ont parfois pu être convenues ou pré-déterminées lors de sa mise en place. Elles devront, à défaut, être négociées avec les prêteurs. Par un communiqué de presse du 6 septembre 2020, le ministre de l'Economie et le ministre délégué chargé des PME ont rappelé l'engagement obtenu de la Fédération bancaire française de proposer l'option d'étalement du PGE à prix coûtant sur la durée totale du prêt. Selon ce communiqué, cela représente pour les TPE et les PME, dans les conditions actuelles de taux, un taux de 1 à 1,5 % pour des prêts remboursés d'ici 2022 ou 2023, et un taux de 2 à 2,5 % pour des prêts remboursés d'ici 2024 à 2026 (en incluant le coût de la garantie de l'Etat). Cependant, il existe parfois un décalage entre les accords politiques proclamés par un communiqué de presse, sans valeur contraignante et posant des principes sincères mais généraux, et l'application au cas par cas de ces principes.

Pour fixer la date de remboursement, les entreprises doivent également avoir en tête les coûts éventuels associés à un remboursement anticipé après la période initiale de 12 mois. Les prêteurs pourraient appliquer des pénalités et/ou des coûts de rupture. Il est aussi prévu que les prêteurs paient à l'Etat les commissions liées à la mise en place de la garantie. Ce paiement par les prêteurs à l'Etat intervient intégralement dès la notification du nouvel échéancier à l'issue de la première année. Chaque prêteur doit se faire rembourser ce paiement auprès de l'emprunteur de manière étalement sur la période d'amortisse-



Par **Grégory Benteux**, avocat associé, responsable de l'activité Financements structurés et titrisation. [gregory.benteux@cms-fl.com](mailto:gregory.benteux@cms-fl.com)

et **Alexandre Chazot**, avocat en droit bancaire et financier. [alexandre.chazot@cms-fl.com](mailto:alexandre.chazot@cms-fl.com)

ment du PGE. En cas de remboursement anticipé durant la période d'amortissement, il n'est pas possible d'obtenir restitution des primes de garanties déjà versées à Bpifrance pour le compte de l'Etat. Il est donc très probable que les prêteurs demandent à l'emprunteur de leur rembourser les primes payées à l'Etat et non encore récupérées auprès de cet emprunteur.

#### Refinancement du PGE, une question fondamentale

Certaines entreprises pourront sans doute rembourser leur PGE à partir de leurs ressources propres mais, pour survivre à la crise, d'autres ont dû emprunter massivement, créant un déséquilibre parfois irrémédiable entre leurs dettes et leur capacité à générer une activité suffisante à les rembourser. Les solutions classiques de rééchelonnement ne seront dans ce cas pas nécessairement suffisantes et, pour éviter les impasses, il faudra parfois ouvrir la discussion à des solutions de haut de bilan consolidant les capitaux propres. Etendant la question à celle des actionnaires, s'ouvrira également le chapitre douloureux

de la rentabilité du capital et de la possibilité de trouver des candidats prêts à investir (ou réinvestir) dans des entreprises dont l'activité ne sera pas nécessairement meilleure qu'avant la crise. Afin de renforcer les fonds propres (ou quasi-fonds propres) et ainsi d'améliorer les conditions de refinancement, le recours à des outils comme les titres de dette donnant accès au capital, les titres ou prêts subordonnés ou les prêts participatifs peut également être envisagé. Les entreprises peuvent aussi mettre en œuvre des stratégies de diversification de leurs sources de financement, par exemple en mettant en place des financements adossés à des actifs valorisables,

comme l'immobilier, les stocks ou leur poste client, dans le cadre d'opérations de titrisation, d'affacturage, de crédit-bail ou de financements sécurisés par des fiducies. Une autre diversification peut également privilégier le recours à des fonds de financement, adoptant des stratégies d'investissement adaptées aux besoins particuliers d'une entreprise et complémentaires des financements bancaires. ■

**«Pour fixer la date de remboursement, les entreprises doivent également avoir en tête les coûts éventuels associés à un remboursement anticipé après la période initiale de 12 mois.»**

## C'M'S/ Francis Lefebvre

Avocats

2 rue Ancelle 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex

T +33 1 47 38 55 00

cms.law/fl

 [linkedin.com/company/cms-francis-lefebvre-avocats](https://linkedin.com/company/cms-francis-lefebvre-avocats)

 [twitter.com/cms\\_fl](https://twitter.com/cms_fl)

Retrouvez toutes les informations relatives à notre activité en Private Equity :



## Option Finance

Supplément du numéro 1577 du Lundi 12 octobre 2020 - Option Finance - 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. 01 53 63 55 55

SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327 - Directeur de la publication : Jean-Guillaume d'Ornano

Service abonnements : 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. 01 53 63 55 58 Fax : 01 53 63 55 60 - Email : [abonnement@optionfinance.fr](mailto:abonnement@optionfinance.fr)

Impression : Megatop - Naintre - Origine du papier : Autriche - Taux de fibres recyclées : 0 %, Certification PEFC,

Impact sur l'eau Ptot : 0.04 kg/tonne - N° commission paritaire : 0922 T 83896



 PEFC™ 10-31-1523 / Certifié PEFC / Ce produit est issu de forêts gérées durablement et de sources contrôlées. / [pefc-france.org](http://pefc-france.org)