

La lettre des FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Editorial**Lundi 10 octobre 2022**

A l'heure d'aborder et de concevoir une opération de fusion-acquisition, la prise en compte des caractéristiques de la cible occupe bien évidemment une position centrale. Du pur point de vue du droit, la cible, que l'on entend acquérir ou absorber, s'analyse simplement : il s'agit d'une société, d'une forme donnée. Mais dans la réalité économique, la cible n'est jamais une simple société. Il s'agit, par exemple, d'une société qui a une activité de commercialisation de véhicules de tourisme, ou d'une société qui a une activité de gestion d'un ensemble immobilier, et ainsi de suite. Mais jusqu'où la prise en compte de cette activité doit-elle exercer une influence ? On peut s'interroger sur l'approche qu'il convient d'avoir d'une opération de fusion-acquisition prenant effet dans un secteur particulier. Certains secteurs d'activité ont leurs particularités (par ex., le secteur de la santé, ou celui de l'hôtellerie). Le secteur peut être réglementé, et la liberté d'entreprendre peut être bridée par toute sorte d'exigences. Des conditions particulières d'agrément peuvent s'imposer, il est aussi possible qu'un rôle spécifique soit donné à des autorités de régulation. Au-delà de ces exigences, on peut formuler l'hypothèse que tout secteur d'activité est particulier, et qu'il n'existe pas, en définitive, de contexte neutre pour les opérations de fusions-acquisitions.

Dès lors, la question mérite d'être posée : convient-il d'aborder les fusions-acquisitions comme étant invariablement soumises à une approche commune, sans considération du secteur d'activité de la société concernée, ou bien doit-on plutôt privilégier une approche sectorielle, qui impliquera concrètement que les conseils aient une connaissance solide du secteur en question, de ses impératifs et de ses perspectives ?

On peut raisonnablement supposer que l'opération de fusion-acquisition a presque toujours la même base, et que la mécanique sera généralement la même dans tous les secteurs. Pour autant, il est indispensable qu'une parfaite maîtrise de la « théorie générale » des opérations de fusion-acquisition aille de pair avec une approche sectorielle de l'opération. Cette approche est particulièrement indispensable lorsque le secteur concerné comporte une réglementation spéciale, à entendre ici au sens large. Mais au-delà des questions de réglementation proprement dites, beaucoup de secteurs comportent des spécificités qui impliquent une adaptation des process, ne serait-ce que pour comprendre les risques qui doivent être identifiés et couverts, d'un côté comme de l'autre.

Au-delà de la connaissance de points techniques spécifiques, pouvoir se positionner comme le connaisseur expérimenté d'un secteur d'activité ajoute incontestablement une dimension à la prestation fournie. Parce qu'il n'est pas qu'une machine à faire du droit ou connaître de la fiscalité, et parce que son client est généralement demandeur d'un tel accompagnement, il est donc toujours pertinent que le conseil s'interroge sur son niveau de prise en considération de la spécificité du secteur concerné par l'opération. ■

Par Bruno Dondero, avocat associé

Dossier

L'acquisition de cibles particulières

- Regards croisés sur les stratégies des acteurs des fusions-acquisitions : transversales ou sectorielles ? **p. 2**
- Les spécificités du droit des concentrations dans les secteurs particuliers **p. 4**
- Les sûretés dans les opérations spécifiques : rappels utiles **p. 5**
- L'adaptation de la garantie d'actif et de passif au secteur d'activité de la cible dans les opérations de fusion-acquisition **p. 6**
- Ethique et RSE : une importance renforcée dans les opérations spécifiques de fusion-acquisition **p. 7**
- Les risques sociaux dans les opérations atypiques : les enjeux liés aux nouvelles formes d'emploi **p. 8**
- Carve-out : le traitement social complexe des activités mutualisées au sein des groupes **p. 9**
- Structuration des acquisitions de sociétés d'exercice libéral : bienvenue dans un monde parallèle **p. 10**
- Cessions de SEL, un maître mot : l'anticipation **p. 12**
- La transition énergétique au cœur des opérations de fusion-acquisition **p. 13**

Actualités

- Lanceurs d'alerte : la nécessaire mise à jour du règlement intérieur **p. 14**
- La révision du Règlement ELTIF : vers un régime européen coordonné des fonds de private equity ? **p. 15**
- DAC 6 : dissonances à l'usage d'un instrument européen **p. 16**

Ce supplément est réalisé par les avocats de

CMS Francis Lefebvre

Supplément du numéro 1673
du 10 octobre 2022

Regards croisés sur les stratégies des acteurs des fusions-acquisitions : transversales ou sectorielles ?

L'étude annuelle European M&A Outlook publiée par CMS et Mergermarket révèle un marché européen qui demeure très dynamique et toujours plus ciblé sur une stratégie sectorielle épousant des tendances auxquelles les acteurs du droit doivent s'adapter.

2

Dans un contexte macro-économique et géopolitique incertain, anticiper les tendances des activités de M&A est complexe. La dixième édition de l'European M&A Outlook, publiée par CMS en association avec Mergermarket révèle que, contre vents et marées, sur les 330 acteurs du M&A interrogés, 88 % prévoient d'entreprendre une opération de fusion-acquisition en Europe au cours de l'année à venir. C'est bien plus que l'année précédente. En 2021, ils étaient 33 % à exclure clairement tout projet de M&A en Europe et ils ne sont plus que 12 % en 2022, alors même que 87 % d'entre eux s'attendent à des conditions de financement plus difficiles. L'étude menée au cours du deuxième trimestre 2022, auprès d'acteurs de 240 entreprises et 90 sociétés de capital-investissement basées en Europe, en Amérique et dans la région Asie-Pacifique, révèle des sujets de préoccupation communs mais aussi des différences sectorielles dépassant les disparités régionales. C'est essentiellement l'interaction de ces trois facteurs qui permet d'éclairer les tendances.

Une préoccupation partagée par tous mais avec des expressions différentes en fonction des secteurs : l'ESG

Les dirigeants des entreprises européennes impliquées dans les opérations de fusion

acquisition ont été confrontés à un environnement réglementaire bien plus prégnant sur les sujets compliance, RGPD, sanctions, investissements étrangers et maintenant l'ESG (acronyme englobant les facteurs Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance).

Les listes de due diligence et les catalogues de déclarations et garanties s'adaptent et intègrent ces sujets mais l'ESG s'impose bien plus encore comme un élément, voire dans certains cas, un facteur clé, de la stratégie d'acquisition.

Avec l'entrée en vigueur de la loi Pacte du 22 mai 2019, l'article 1833 du Code civil dispose que « La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. » Les travaux de définition de guides et standards sectoriels se multiplient et au-delà des questions de l'impact des soft laws, de la compliance volontaire, ce sont des enjeux de positionnement de

marché qui se profilent. Lorsque 90 % des acteurs du M&A expriment dans l'European M&A Outlook 2022 qu'ils s'attendent à une vigilance accrue sur les questions d'ESG dans les années venir, cela signifie aussi que des entreprises ayant une longueur d'avance en matière d'ESG seront des cibles plus attractives et mieux valorisées notamment pour des acquéreurs cherchant à améliorer leur score ESG.

Secteurs et géographie

Depuis la dernière étude de 2021, les régions considérées comme prioritaires dans les projets de croissance externe ont peu changé, il en va différemment des secteurs. Les acquisitions dans le secteur des technologies, médias et télécommunications, portées par la digitalisation sont envisagées par un grand nombre d'entreprises qu'elles viennent du monde de l'industrie traditionnelle, des services ou du digital. Le CHIPS and Science Act ratifié en août dernier, les ac-

« Les listes de *due diligence* et les catalogues de déclarations et garanties s'adaptent et intègrent ces sujets mais l'ESG s'impose bien plus encore comme un élément, voire dans certains cas, un facteur clé, de la stratégie d'acquisition. »



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.
laurent.hepp@cms-fl.com



Alexandra Rohmert, avocat associé en corporate/ fusions et acquisitions. Elle accompagne les entreprises, essentiellement étrangères, dans leurs projets en France et à l'international et plus particulièrement dans le cadre de fusions-acquisitions multi-juridictionnelles.
alexandra.rohmert@cms-fl.com

quisitions d'Activision Blizzard ou VMware aux Etats Unis traduisent une tendance impactant d'ores et déjà les opérations en Europe. Que les cibles soient directement ou indirectement liées à ce secteur.

L'étude traduit par ailleurs un intérêt accru pour les acquisitions dans les secteurs des services, loisirs et produits de consommation.

Quant à l'immobilier, les perspectives sont plus contrastées. Les opérations dans le secteur apparaissent plus fragiles mais les cibles impliquées dans la chaîne d'approvisionnement, la logistique ou les data centers peuvent être très convoitées. La deuxième plus grande opération de fusion-acquisition du premier semestre en Europe a vu la société néerlandaise d'entrepôt Mileway transférée par Blackstone Group d'un fonds à un véhicule à plus long terme pour 21 milliards d'euros.

Bien entendu, les conditions de financement pourraient pour certains secteurs impacter la réalisation des opérations, d'autant plus que les performances financières des cibles seront à cet égard plus déterminantes que jamais.

Considérations juridiques et fiscales

La grande majorité des opérations de fusion-acquisition est guidée par des contraintes de process et d'environnement transactionnel communes, quel que soit le droit applicable ou le contexte. Au-delà des points communs, la connaissance du secteur est un facteur indéniable de facilitation des process et de réalisation de l'opération dans son ensemble.

Il ne s'agit pas uniquement d'une connaissance approfondie des particularités réglementaires, structurantes dans certains secteurs comme l'énergie, la finance, l'assurance, l'industrie pharmaceutique, et plus généralement le secteur de la santé ou

« Mais plus encore que la connaissance du cadre fiscal, des contrats et des dispositions et contraintes réglementaires pouvant impacter la valorisation et le calendrier de l'opération, la connaissance des tendances des acteurs du marché, des structurations usuelles, des perspectives sont des enjeux majeurs. »

bien encore les médias et télécoms mais aussi celle de l'environnement contractuel. L'analyse des autorisations requises, des marchés publics, des contrats de gestion hôtelière ou de partenariat opérationnels nécessite une bonne compréhension des pratiques du secteur et des risques qu'il comporte. Dans un contexte industriel, bien entendu, le droit de l'environnement et le droit immobilier soulèvent souvent des problématiques particulières.

Les sujets fiscaux sont nécessairement liés au secteur, qu'il s'agisse de la TVA, des impôts locaux ou plus généralement des structurations internationales. Les acteurs des fusions-acquisitions identifient d'ailleurs bien une législation fiscale favorable ainsi qu'un environnement politique stable comme des considérations importantes dans le choix de leurs cibles à l'étranger. Le contexte actuel appelle à une vigilance accrue sur les évolutions structurantes en matière de fiscalité transfrontières, qu'il s'agisse des travaux de l'OCDE sur la taxation des entreprises du numérique et la mise en œuvre d'un taux minimum d'imposition des bénéfices, ou des directives de l'Union Européenne visant à lutter contre l'endettement et les produits hybrides (ATAD) ou à imposer une meilleure transparence des schémas fiscaux (DAC 6). Dernier en date, le projet de « contribution de solidarité pour le secteur des énergies fossiles » présenté

le 14 septembre dernier par la Commission européenne illustre de façon très emblématique cette sectorisation croissante de la matière fiscale.

Mais plus encore que la connaissance du cadre fiscal, des contrats et des dispositions et contraintes réglementaires pouvant impacter la valorisation et le calendrier de l'opération, la connaissance des tendances des acteurs du marché, des structurations usuelles, des perspectives sont des enjeux majeurs. Dans l'automotive et la mobilité, le développement des acquisitions visant une diversification digitale s'est accentué, les nouveaux acteurs dans les domaines des prestations de services, du retail ou de la santé sont des cibles de plus en plus convoitées.

Enfin, les sujets sociaux changent de perspective. Certes, les risques, coûts et compréhension du mode de fonctionnement des institutions représentatives du personnel sont toujours analysés dans le contexte des opérations de M&A mais de plus en plus la pérennisation de la relation avec des salariés ou dirigeants clé, que ce soit en raison de leur connaissances ou de leurs relations avec les clients et fournisseurs, devient un enjeu majeur des opérations, surtout quand il s'agit d'acquérir une expertise technologique.■



Et **Louise Wallace**, avocat associé en corporate/fusions et acquisitions de CMS Angleterre. Louise est co-responsable du groupe CMS International Corporate/M&A, comprenant plus de 1400 avocats spécialisés en Corporate/M&A en Europe, Asie, Moyen-Orient, Afrique et Amérique du Sud. louise.wallace@cms-cmno.com

Les spécificités du droit des concentrations dans les secteurs particuliers

Afin d'orienter l'action des autorités de concurrence européennes et françaises vers les opérations de concentration réellement susceptibles d'entraver la concurrence, les législations prévoient des seuils exprimés généralement en chiffres d'affaires, plus rarement en parts de marché, au-delà desquels les entreprises doivent impérativement notifier leurs projets d'opérations et attendre l'autorisation de ces autorités de concurrence.

Si ces seuils sont en principe applicables à toutes les concentrations quel que soit le secteur d'activité concerné, la France a progressivement considéré que certains secteurs justifiaient des conditions dérogatoires. Celles-ci doivent être connues sous peine de se mettre en défaut de notification et de s'exposer à de fortes sanctions.

Des seuils inférieurs pour certaines opérations

Certains secteurs connaissent des seuils de chiffre d'affaires plus bas permettant l'examen d'opérations de taille plus modeste.

Tel est le cas du secteur du commerce de détail où les seuils sont réduits de 150 à 75 millions d'euros pour le CA mondial de toutes les entreprises participant à la concentration et de 50 à 15 millions d'euros pour le CA réalisé individuellement en France.

Ces seuils s'appliquent aussi aux opérations impliquant des entreprises actives dans les départements et certaines collectivités d'outre-mer, le seuil individuel de chaque entreprise étant même réduit à 5 millions d'euros dans le secteur du commerce de détail.

« Certains secteurs connaissent des seuils de chiffre d'affaires plus bas permettant l'examen d'opérations de taille plus modeste. »

Un traitement particulier pour d'autres opérations

Les entreprises en difficulté font l'objet d'une appréhension particulière. D'une part, les offres de reprise sur « *des entreprises en liquidation ou redressement judiciaire font partie des hypothèses pouvant conduire à l'octroi d'une dérogation à l'effet suspensif de la procédure de concentration* » c'est-à-dire l'obligation des parties de ne pas réaliser l'opération avant son autorisation par l'Autorité de la concurrence. D'autre part, la théorie de l'entreprise défaillante permet à une autorité de concurrence d'autoriser une concentration portant significativement atteinte à la concurrence lorsque la preuve est rapportée que l'entreprise cible rencontre des difficultés qui entraîneraient sa disparition rapide, qu'il n'y a pas d'autre offre de reprise moins dommageable pour la concurrence et que l'atteinte à la concurrence ne serait pas moins grave si l'entreprise cible disparaissait effectivement. C'est l'application de cette théorie qui a permis à l'ADLC d'autoriser le rachat de Conforama par But le 28 avril 2022.

Par ailleurs, une récente évolution de la pratique de la Commission européenne a acté la possibilité pour certaines opérations de concentration ne franchissant pas les seuils nationaux ou européens d'être examinées par la Commission européenne.

Désormais, même en-deçà des seuils européens et nationaux, une opération est contrôlable par la Commission, sur saisine d'un ou plusieurs Etats membres, dès lors qu'elle « *affecte le commerce entre États membres et menace d'affecter de manière significative la concurrence* » (art. 22 Reg. 139/2004).

Sont ici visées les situations dans lesquelles le chiffre d'affaires d'au moins une des entreprises concernées par la concentration « *ne reflète pas [son] potentiel concurrentiel réel ou futur* ». Si tous les secteurs peuvent être concernés, la Commission vise notamment l'économie numérique, le secteur pharmaceutique et tous les secteurs où l'innovation est un paramètre important de concurrence. Elle a d'ailleurs récemment interdit le rachat d'une biotech active dans le dépistage des cancers après avoir été saisie par les autorités de concurrence de six Etats membres (Communiqué de presse du 6/09/2022).

En définitive, les dispositions spécifiques à certains secteurs complexifient l'analyse préalable d'une concentration. Surtout, l'hypothèse d'un contrôle même en-deçà des seuils introduit un facteur d'incertitude supplémentaire pour les entreprises. ■



Par **Denis Redon**, avocat associé en droit de la concurrence. Il est notamment en charge des questions relatives au droit des concentrations (notification d'opérations, analyse concurrentielle des dossiers, etc.) et au droit anti-trust. denis.redon@cms-fl.com



Et **Vincent Lorieul**, avocat conseil 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

Les sûretés dans les opérations spécifiques : rappels utiles

Le financement d'une opération d'acquisition par un pool bancaire ou par des sociétés de financement est très souvent dépendant de la mise en place de sûretés réelles ou personnelles, consenties par l'emprunteur ou une entité voisine, afin de garantir le remboursement des fonds auprès du ou des prêteurs. Le *security package* se base notamment, d'un point de vue opérationnel, sur le type d'actifs que détient le débiteur et qu'il est autorisé à mettre en garantie : des titres de société, des actifs immobiliers, des créances, des comptes bancaires ou encore des fonds de commerce.

Une fois les actifs sélectionnés et en fonction de leur nature, un régime juridique en particulier s'imposera lors de la mise en place de la sûreté : nantissements de comptes de titres financiers (article L.211-20 du Code monétaire et financier) dans le cadre de sociétés par actions, nantissement de créances (article 2360 du Code civil) dans le cas d'un solde créditeur d'un compte bancaire ouvert dans les livres d'un établissement de crédit en France, sur des créances détenues par le constituant sur des filiales ou des clients, ou encore une cession de sommes d'argent à titre de garantie dans le cas de liquidités. Dans certains cas, d'autres problématiques, liées aux règles légales applicables à la cible concernée ou à son secteur d'activité, peuvent exister. Dans une telle situation, le créancier bancaire doit préalablement s'assurer que, la sûreté une fois réalisée, l'actif concerné deviendra sa propriété et qu'il aura la possibilité de bénéficier pleinement des profits qui en découleront.

La prise de sûreté peut également être spé-

cifique pour plusieurs raisons : du fait par exemple de la réglementation applicable au secteur concerné, ou encore de la situation difficile dans laquelle se trouve le débiteur.

Prise en compte des contraintes réglementaires

Sur les contraintes réglementaires, la question peut par exemple se poser dans le cadre de l'implication d'une société dont l'objet est l'exploitation de casinos et de cercle de jeux. L'exercice de cette activité est réglementé notamment par le Code de la sécurité intérieure qui dispose, en son article L.320-2, outre le fait que les jeux d'argent et de hasard ne sont pas un « *commerce ordinaire* » et sont autorisés à titre dérogatoire, que l'exploitation de ce type d'activité « *est placée sous un régime de droits exclusifs, d'autorisation ou d'agrément, délivré par l'Etat* ». Dans ce cas, le prêteur qui obtient une sûreté portant sur les titres d'une filiale exploitant ce type d'activité devra s'assurer que la mise en place de la sûreté et sa réalisation s'accompagneront d'un engagement du constituant d'obtenir des autorisations nécessaires pour permettre au bénéficiaire de récupérer un actif exploitable.

C'est également le cas du secteur de la biologie médicale. Initialement, la loi n° 90-1258 du 31 décembre 1990 relative à l'exercice sous forme de sociétés des professions libé-

rales soumises à un statut législatif ou réglementaire ou dont le titre est protégé réglementairement de manière très rigoureuse -entre autres- l'exercice de l'activité des laboratoires d'analyses de biologie médicale. A ce titre, il était donc difficile pour un créancier d'envisager de bénéficier sereinement d'un nantissement sur ce type de société car, en cas de réalisation, la détention du capital social n'aurait pas répondu aux exigences applicables. Si la réglementation du secteur a depuis évolué, la problématique posée au bénéficiaire n'a pas pour autant disparu.

Dans une certaine mesure, la qualité de l'emprunteur peut également avoir un impact sur les demandes de sûretés applicables à son financement. La fiducie-sûreté peut dans ce cas être une solution satisfaisante pour l'ensemble des parties : pour le prêteur car, craignant une défaillance de son débiteur, il va bénéficier du transfert de propriété de l'actif considéré dans un patrimoine distinct de celui de l'emprunteur, et pour ce dernier, ce mécanisme est un argument solide pour donner confiance à ses partenaires dans l'octroi du financement.

Si le caractère spécifique de certaines sûretés n'a pas vocation à bloquer la mise en place du financement, il conduira les prêteurs à redoubler d'attention pour s'assurer qu'ils disposeront d'un outil efficace et liquide en cas de réalisation. ■

« Dans certains cas, d'autres problématiques, liées aux règles légales applicables à la cible concernée ou à son secteur d'activité, peuvent exister. »



Par **Alexandre Chazot**, avocat conseil 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

L'adaptation de la garantie d'actif et de passif au secteur d'activité de la cible dans les opérations de fusion-acquisition

Les opérations de cession de titres sont, dans l'immense majorité des cas et surtout quand celles-ci impliquent des enjeux financiers importants, accompagnées de la conclusion d'une convention de garantie d'actif et de passif (communément appelée « GAP »), dont l'objectif est de protéger l'acquéreur contre la survenance de risques (identifiés ou non) dont le fait générateur est antérieur à la date de cession.

Cette garantie purement conventionnelle, qui a aussi pour but de compléter les garanties légales de la vente, peut reposer sur trois fondements : (i) une garantie sur les comptes, (ii) des déclarations faites par le vendeur sur la société et (iii) l'ajout de garanties dites objectives visant à couvrir des risques plus spécifiquement identifiés.

Aussi, la garantie pourra-t-elle par exemple être exercée par l'acquéreur en cas de fausse déclaration sur la cible (par exemple sur l'absence des autorisations nécessaires à l'exercice de ses activités si une déclaration a été faite sur ce point) ou en cas de survenance d'un redressement fiscal pour un fait générateur antérieur à la cession, si une garantie objective a été spécifiquement prévue.

La diversité des secteurs d'activité des cibles rend indispensable l'adaptation des conventions de garantie par les rédacteurs des actes et cela donc essentiellement sur deux aspects (i) l'adaptation du champ des déclarations sur la Société et (ii) la stipulation de garanties objectives, c'est-à-dire l'insertion dans la convention de garantie de faits générateurs de garantie particuliers,

quelles que soient les déclarations effectuées par le vendeur sur la société.

L'audit, premier pilier de la GAP

La phase d'audit est la première étape fondamentale de négociation d'une convention de garantie puisqu'elle va permettre à l'acquéreur d'appréhender les spécificités de l'activité de la cible et éventuellement d'identifier des risques spécifiques. A titre d'exemple, on peut citer le secteur industriel, dans lequel des audits poussés en matière environnementale sont souvent réalisés par des cabinets de conseil spécialisés, dont l'objectif va être d'identifier les éventuels risques de pollution ou le secteur des assurances, pour lequel seront certainement à prévoir des audits poussés en matière réglementaire, financière et de systèmes d'informations.

L'adaptation du champ des déclarations et la négociation de garanties objectives

Sur la base de ces audits, les acquéreurs tenteront ensuite d'obtenir les déclarations les plus larges et exhaustives possibles quant à la cible et son activité. A l'inverse, les vendeurs essayeront de circonscrire le

champ de la déclaration et sa portée.

Dans le secteur de l'hôtellerie, pour citer un autre exemple, les acquéreurs veilleront à obtenir des déclarations classiques en matière immobilière (régularité du bail, autorisation d'urbanisme etc..) mais aussi sur des sujets plus particuliers comme ceux relatifs à l'autorisation d'exploiter le fonds de commerce hôtelier ou la validité de la licence IV. En fonction de l'activité de la société, un accent particulier pourra être également mis sur la propriété intellectuelle détenue ou utilisée par la société, parfois élément fondamental de la valorisation de celle-ci.

D'autres secteurs seront par ailleurs plus sensibles à la réglementation sur la protection des données personnelles (RGPD) ou sur la sécurité des systèmes d'information. Enfin, en cas d'identification d'un risque particulier potentiel, les acquéreurs pourront demander à être couverts objectivement sur ce risque, si la situation n'est pas régularisée avant le closing. C'est souvent le cas dans le secteur industriel quand un risque de pollution a été identifié. ■

« La diversité des secteurs d'activité des cibles rend indispensable l'adaptation des conventions de garantie par les rédacteurs des actes (...). »



Par **Marion Houdou**, avocat en corporate/fusions et acquisitions. Elle traite essentiellement des dossiers de fusions-acquisitions, de private equity, de restructurations internes et de droit des sociétés.
marion.houdou@cms-fl.com



Et **Aliénor Saguez**, avocat en corporate/fusions et acquisitions. Elle intervient en droit des sociétés et fusions-acquisitions.
alienor.saguez@cms-fl.com

Ethique et RSE : une importance renforcée dans les opérations spécifiques de fusion-acquisition

L'éthique et la responsabilité sociétale des entreprises sont aujourd'hui des préoccupations incontournables de la vie des affaires et les critères ESG (environnement, social et gouvernance) sont désormais totalement intégrés dans les opérations de fusion-acquisition. Selon le secteur d'activité de l'entreprise cible, l'accent pourra être mis sur un facteur particulier, comme, par exemple, l'environnement dans le cadre d'une transaction dans le domaine des énergies.

La prise en compte renforcée des enjeux éthique et RSE

En février 2022, la Commission européenne a adopté une proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, la *corporate sustainability due diligence directive* ou directive CSDD. L'objectif de cette directive est de favoriser un comportement responsable des entreprises par la prise en compte des effets négatifs de leurs actions, y compris dans les chaînes de valeur, au sein de l'Union Européenne comme en dehors, en réalisant une procédure de due diligence approfondie sur les problématiques ESG.

Aujourd'hui, la directive CSDD est à l'état de projet mais les processus d'acquisition comprennent déjà, de plus en plus souvent, un volet spécifique d'audit ESG avec une revue qui n'est plus uniquement centrée sur la mise en œuvre et le respect des mesures anti-corruption mais qui est étendue à la revue des trois critères ESG au niveau de la société cible. Un audit ESG est nécessairement pluridisciplinaire et doit être réalisé par des

« En février 2022, la Commission européenne a adopté une proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, la *corporate sustainability due diligence directive* ou directive CSDD. »

conseils disposant d'une réelle expertise sur ces différents sujets.

Engagées dans une démarche de durabilité, de nombreuses entreprises adoptent de manière volontariste un code éthique, une charte d'achats responsables ou suivent des normes de droit souple telles que les lignes directrices de la norme ISO 26000 sur la responsabilité sociétale. Dans le cadre d'audits ESG, certaines entreprises soumettent même leur comportement éthique à l'évaluation d'un organisme tiers indépendant.

L'importance particulière de l'éthique et de la RSE dans la santé ou les énergies renouvelables

Le secteur de la santé étant particulièrement sensible et réglementé, les investisseurs recherchent des comportements de plus en plus transparents de la part des entreprises. La réalisation d'un audit ESG permettra ainsi à un investisseur, ou à un candidat acquéreur, d'apprécier au mieux l'environnement global de la société cible.

Les facteurs éthique et RSE sont également critiques dans le secteur des énergies renouvelables, par exemple, lors de l'acqui-

sition de parcs photovoltaïques ou éoliens. Dans ce type d'opérations, il est indispensable d'être accompagné par un conseil expert sur les sujets environnementaux.

Aujourd'hui, la transition énergétique, la santé et l'humain sont au cœur des préoccupations et l'intérêt de la RSE et de l'éthique pour les investisseurs, comme pour l'ensemble des parties prenantes, ne fait que croître. La réalisation d'un audit ESG approfondi lors d'une opération M&A devient ainsi une démarche nécessaire et indispensable. ■



Par **Véronique Bruneau Bayard**, avocat conseil en corporate/fusions et acquisitions. Elle intervient plus particulièrement sur les sujets de gouvernance, d'éthique et compliance, de gestion des risques et RSE.
veronique.bruneau-bayard@cms-fl.com



Et **Louise Paysant**, avocat en corporate/fusions et acquisitions. Elle intervient en matière de droit des sociétés, de fusions & acquisitions, de private equity et d'opérations de restructurations.
louise.paysant@cms-fl.com

Les risques sociaux dans les opérations atypiques : les enjeux liés aux nouvelles formes d'emploi

Le développement des nouvelles formes d'emploi complexifie les problématiques de droit social en faisant cohabiter au sein d'une même entreprise, des travailleurs indépendants, des salariés ou des nouveaux acteurs (travailleurs de plateforme collaborative, portage salarial, clients mystères, etc.).

L'évaluation des risques liés aux nouvelles formes d'emploi, un exercice essentiel mais délicat

Par plusieurs réformes, le législateur a tenté d'encadrer certaines nouvelles formes d'activité (portage salarial¹, plateforme numérique²), mais le risque d'une requalification de la prestation en contrat de travail à temps plein ne peut être exclu, avec des enjeux significatifs pour l'employeur (versement de rappels de salaire, indemnités et redressement de cotisations sociales, condamnation pour travail dissimulé ou prêt de main d'œuvre illicite pouvant donner lieu à des sanctions civiles, administratives et pénales).

L'identification de ces risques liés aux nouvelles formes d'emploi est donc à prendre en compte dans le cadre des opérations de cession.

Pour autant, les évolutions législatives et jurisprudentielles en la matière rendent complexe l'appréciation des risques liés à ces nouvelles formes d'emploi, d'autant que l'occurrence d'un contentieux est parfois difficile à anticiper en ce qu'elle dépend de facteurs à la fois extérieurs et humains.

« L'identification de ces risques liés aux nouvelles formes d'emploi est donc à prendre en compte dans le cadre des opérations de cession. »

L'audit d'acquisition conduit à évaluer la gestion des ressources humaines pour chaque type de contrat

L'anticipation des risques sociaux implique une analyse globale des moyens humains concourant à l'activité de la société cible. Cette démarche suppose une analyse à partir de plusieurs grilles de lecture : selon le caractère salarié ou non, pérenne ou transitoire des formes d'emploi, ou selon l'existence d'un tiers employeur notamment.

Par exemple, au sein même de la catégorie des salariés, les formes de contrats courts se sont fortement développées, en particulier avec le recours aux CDD d'usage dans certains secteurs d'activité. Les contrats à durée déterminée, les contrats de pigistes ou de travail temporaire (intérim), relèvent d'un régime spécifique en droit du travail qu'il est nécessaire de vérifier dans le cadre de l'audit. En particulier, pour limiter le risque de requalification en contrat de travail à durée indéterminée,

ces contrats ne doivent pas permettre de pourvoir des emplois pérennes dans l'entreprise.

De même, le recours à des travailleurs indépendants ou à des free-lances doit être évalué spécifiquement. Une telle externalisation d'activités, de services ou de missions, implique pour le donneur d'ordre de réaliser ses obligations de vigilance. En outre, le cadre juridique de la sous-traitance doit être strictement respecté (tâche spécifique, autonomie, indépendance, rémunération forfaitaire, etc.). Ces points de contrôle permettront de s'assurer que le contrat de prestation de services a valablement été conclu et exécuté pour la période passée.

Aux frontières de l'emploi indépendant et de l'emploi salarié, des formes d'emploi plus récentes se sont développées (portage salarial, coopératives d'activité et d'emploi³ -, en complément des franchisés, gérants non-salariés des succursales, collaborateurs de plateforme, etc). Les particularités de chaque situation doivent être envisagées afin d'apprécier les enjeux et les opportunités que représentent ces nouveaux modes d'activité face aux contraintes et aux besoins nouveaux des sociétés.

En complément de l'audit social de la société, il apparaît essentiel d'intégrer ces nouvelles formes d'emploi afin d'évaluer la viabilité du modèle économique de la société cible ou si les risques encourus apparaissent trop importants, les nécessaires aménagements à envisager pour l'avenir. ■



Par **Maïté Ollivier**, avocat conseil, 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

1. Article L.1254-1 et suivants du Code du travail.

2. Article L.7341-1 et suivants du Code du travail.

3. Qui sécurisent la création d'entreprise en donnant au créateur le statut d'entrepreneur salarié de la coopérative dont il peut par la suite devenir actionnaire.

Carve-out : le traitement social complexe des activités mutualisées au sein des groupes

Les opérations de carve-out – qui visent à regrouper au sein d'une entité une ou plusieurs classes d'actifs en vue de leur cession – conduisent à devoir affecter des ressources notamment humaines dans des entités dédiées qui sont ensuite objet des opérations de cession. Au plan social, ces opérations de regroupement peuvent s'avérer délicates à mettre en œuvre lorsqu'elles impactent des services mutualisés au sein des groupes.

Des centres de services partagés souvent présents dans les groupes

La mutualisation de services dits « supports » dans les groupes est un mode d'organisation très répandu qui permet la mise en commun de moyens (informatique, finance, achats, paie, etc.) pouvant améliorer la qualité des prestations délivrées et à un coût moindre que celui qui devrait être normalement supporté par chaque entité.

Ces services mutualisés sont souvent impactés en cas d'opération de carve-out conduisant à modifier le périmètre du groupe. Côté cédant, la perte de clients internes peut en effet conduire à devoir reconsidérer le dimensionnement des équipes mutualisées et les réduire à due concurrence de la baisse de chiffre d'affaires consécutive à la cession. Côté acquéreur ensuite, et particulièrement dans les opérations conduisant à un fonctionnement autonome (« stand alone ») de l'entité cédée, il peut y avoir un intérêt à bénéficier de ressources dans les domaines précités qui connaissent déjà les activités concernées.

Reste cependant que cet intérêt partagé de transférer des ressources dans la cible peut s'avérer délicat à concrétiser au plan social du fait de l'absence d'affectation précise à celle-ci de certaines de ces équipes supports mutualisées.

La délicate mise en œuvre des opérations de « détournement »

Les difficultés que posent les opérations de « détournement », c'est-à-dire d'allocation des ressources dans les entités qui feront objet de la cession, sont liées aux modalités juridiques du transfert des actifs en cause.

A cet égard et lorsqu'il s'agit de céder une activité complète, il est souvent recouru au mécanisme de l'apport partiel d'actifs, de l'apport en nature ou encore de la cession de fonds de commerce. Ces opérations permettent ainsi le transfert d'une « branche complète d'activité » avec, dans le premier cas, une transmission universelle de patrimoine emportant le transfert automatique des contrats, en bénéficiant d'un régime fiscal de faveur et sans requérir, sauf exceptions, l'accord individuel de tous les clients ou fournisseurs. L'intérêt de ces opérations au plan social est de pouvoir faire application de la règle du transfert automatique des contrats de travail posée par l'article L.1224-1 du Code du travail.

Une absence de transfert automatique des contrats

Mais ces différentes opérations juridiques peuvent difficilement traiter la situation des salariés appartenant aux équipes mutualisées qui travaillent indifféremment pour différentes activités. Il ne peut donc être aisément fait application de l'article

L.1224-1 précité du Code du travail qui implique l'existence d'une entité économique autonome et des salariés affectés à celle-ci, à tout le moins en partie (la Cour de cassation ayant récemment abandonné le critère de l'affectation « essentielle »¹). Et la Cour de cassation a également fermé la porte à la possibilité d'invoquer cette même règle à la faveur de l'opportune création d'une « structure créée artificiellement sans activité économique autonome antérieure »². Il n'est donc pas possible de transférer automatiquement les salariés en ayant précédemment constitué, pour les seuls besoins de la cession, une équipe dédiée consacrée aux activités objet de la cession.

Des transferts individuels, au cas par cas

En l'absence d'application de la règle du transfert automatique des contrats, reste alors la possibilité de proposer des transferts de gré à gré aux salariés dont les compétences sont nécessaires pour permettre aux activités de fonctionner de façon indépendante.

Un transfert selon ces modalités permet alors d'opérer un choix plus précis dans les ressources nécessaires mais il demeure soumis non seulement à l'accord des deux sociétés mais aussi à celui de chacun des salariés concernés, lequel pourra alors dépendre de la qualité des conditions d'emploi dans la cible. ■



Par **Pierre Bonneau**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Il est notamment le conseil de plusieurs établissements bancaires et financiers et intervient régulièrement sur des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises.
pierre.bonneau@cms-fl.com

1. Cass. soc. 30 septembre 2020, n°18-24.881.
2. Cass. Soc. 3 mars 2009, n° 07-44.653.

Structuration des acquisitions de sociétés d'exercice libéral : bienvenue dans un monde parallèle

Les SEL sont marquées par de fortes contraintes en matière de détention du capital qui conduisent leurs acquéreurs potentiels à devoir mettre en œuvre des structurations juridiques et fiscales innovantes.

La loi n°60-1258 du 31 décembre 1990¹ qui régit les sociétés d'exercice libéral (SEL) fixe un certain nombre de contraintes propres à ces sociétés, notamment en matière de détention du capital social.

Les contraintes de détention du capital des SEL...

La loi de 1990 introduit de fortes contraintes quant à la détention du capital des SEL qui peuvent globalement se résumer de la façon suivante : (i) les associés professionnels internes² doivent détenir plus de la moitié du capital et des droits de vote de la SEL, (ii) le solde (soit un maximum de 49,99 % du capital et des droits de vote) peut être détenu par (x) les associés professionnels externes (le cas échéant étrangers s'ils sont membres de l'UE, l'EEE ou suisses et s'ils remplissent les conditions fixées par la loi française), (y) les ayants-droits des associés professionnels (internes ou externes) pendant cinq ans suivant le décès ou (z) les anciens associés professionnels internes à la retraite pendant une durée de 10 ans, et (iii) pour certaines professions réglementées, les tiers peuvent détenir une quote-part du capital et des droits de vote de la SEL ne pouvant excéder 25 % (hors cas particulier des comman-

« Lorsque la détention de capital par un tiers est autorisée, certaines interdictions légales peuvent néanmoins s'appliquer (...). »

dites par actions).

Il existe encore quelques SEL, dites SEL 5-1, bénéficiant d'un régime dérogatoire. Dans ces dernières, les associés professionnels externes ne sont pas limités dans la détention du capital mais plus de la moitié des droits de vote doit toujours être détenue par les associés professionnels internes (ce qui se fait en pratique par recours à un avantage particulier à leur profit). La loi instaure un droit de préemption au profit des associés professionnels internes des SEL 5-1.

Ces contraintes varient selon le type de profession réglementée et requièrent donc une analyse au cas par cas.

Lorsque la détention de capital par un tiers est autorisée, certaines interdictions légales peuvent néanmoins s'appliquer : par exemple, les assureurs sont associés interdits dans certaines

professions de santé. Ce sujet devient particulièrement sensible lorsque l'acquéreur est un fonds d'investissement puisque l'ensemble des participations détenues par le fonds doit alors être examiné et, le cas échéant, des solutions pour se conformer auxdites contraintes et interdictions doivent être étudiées au cas par cas.

... conduisent leurs acquéreurs potentiels à devoir mettre en œuvre des structurations innovantes

Dans l'immense majorité des cas, compte tenu des valorisations observées sur le marché, l'acquéreur d'une SEL n'est pas un associé professionnel interne, ce qui contraint donc les acteurs et leurs conseils à mettre en œuvre des structurations spécifiques reposant sur la création d'actions de préférence dissociant capital/droits de vote d'une part et droits économiques d'autre part. En effet, si la validité de telles structurations à un temps pu être reconsidérée dans le cadre de réflexions sur une évolution de la législation applicable aux SEL, elles ressortent renforcées des échanges qui sont intervenus entre le régulateur d'une part, et les opérateurs d'autre part, ce dont la pratique ne peut que se féliciter. Toutefois, la mise en place de ces actions de



Par **Benoît Gomet**, avocat conseil 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.gomet@cms-fl.com

Maïté Ollivier, avocat conseil, en droit du travail et protection sociale.
maite.ollivier@cms-fl.com

préférence suppose un large consensus entre les associés vendeurs et complexifie souvent beaucoup l'opération. Elle peut toutefois être anticipée par les vendeurs en vue de proposer une opération clé en main à l'acquéreur.

Les contraintes susvisées de détention du capital des SEL emportent par ailleurs de nombreuses autres conséquences juridiques, par exemple sur les *security packages* mis en place dans le cadre des financements d'acquisition dont les termes doivent nécessairement être adaptés.

En matière fiscale, si le régime des SEL ne présente pas en tant que tel de particularité (*i.e.*, assujettissement à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun pour les SELAFA, SELAS et SELARL), les contraintes de détention décrites ci-avant impliquent de renouveler les solutions usuellement retenues pour procéder aux acquisitions.

En effet, l'acquisition de l'intégralité du capital de la cible suivie de son absorption ou la structuration de l'acquisition par le biais d'une société holding endettée laquelle constitue, postérieurement à l'acquisition, un groupe intégré avec la cible acquise se heurtent aux contraintes de détention des SEL.

Faute de détenir au moins 95 % du capital social et des droits de vote de la SEL, les acquéreurs se trouvent privés de la possibilité de constituer un groupe d'intégration fiscale avec la SEL acquise. Or, en l'absence d'intégration fiscale, aucune compensation ne pourra être opérée entre les résultats fiscaux de la cible et du holding d'acquisition. De même, l'EBITDA fiscal de la SEL ne pourra pas davantage être pris en compte pour les besoins de l'application de la limitation générale de la

« Les contraintes de détention [...] impliquent de renouveler les solutions usuellement retenues pour procéder aux acquisitions. »

déductibilité des charges financières nettes supportées au niveau du holding cessionnaire. Enfin, certains avantages encore liés au régime de l'intégration fiscale (quote-part de frais et charges réduite à 1 % sur les dividendes, facturation des prestations de service et les cessions d'actifs autres que les immobilisations sur la base de leur prix de revient) ne pourront s'appliquer.

Une acquisition majoritaire ou à 100 % suivie d'une fusion de la cible dans le holding d'acquisition n'est pas davantage envisageable (au-delà même des éventuelles problématiques liées aux fusions rapides) dès lors que les contraintes juridiques de détention du capital doivent être respectées à tout moment.

Ainsi, des structurations juridiques et fiscales alternatives doivent être étudiées au cas par cas par les acquéreurs potentiels et leurs conseils. Si les problématiques sont moindres lorsque l'opération impose un large refinancement de la cible ou en cas d'acquisition par une entité opérationnelle, qui permettent en pratique d'imputer les charges financières nettes sur des profits opérationnels, d'autres cas nécessitent des structurations innovantes et spécifiques à chaque opération afin de sécuriser la déduction des charges subies ou à supporter.

Cette adaptation des réflexes et de la pratique s'impose également d'un

point de vue social. En effet, ces spécificités de détention du capital des SEL conduisent quasi systématiquement à exclure la procédure d'information prévue par la loi Hamon, dont les conditions ne sont pas réunies, de sorte qu'il n'est pas nécessaire d'informer en amont les salariés de leur faculté de présenter une offre. Enfin, il est recommandé d'apprécier dans le détail et en amont les éventuels risques qu'emportent l'exercice de certaines professions en droit du travail (santé, sécurité, durée et conditions de travail, etc.) afin d'anticiper autant que possible leurs coûts pour l'évaluation de l'offre.

La gestion de l'ensemble de ces problématiques, parce qu'elles dérogent à la pratique habituelle, constitue un élément essentiel de l'attractivité de l'offre de l'acquéreur. Il est donc nécessaire de les envisager suffisamment en amont de l'opération, afin de trouver les solutions adaptées à chaque cas de figure. ■

1. Il convient de préciser qu'une ordonnance est attendue très prochainement, qui devrait réformer le statut des SEL.

2. Un associé professionnel est considéré comme interne lorsqu'il exerce son activité au sein de la SEL considérée, et comme externe dans le cas contraire.



Et **Alexia Cayrel**, avocat en fiscalité. Elle intervient essentiellement en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés, des actionnaires et des dirigeants.
alexia.cayrel@cms-fl.com

Cessions de SEL, un maître mot : l'anticipation

Les SEL sont marquées par de fortes contraintes en matière de détention du capital qui doivent être largement anticipées dans la perspective de toute opération de cession, tant d'un point de vue juridique que fiscal.

La loi n°60-1258 du 31 décembre 1990 fixe les conditions applicables aux sociétés d'exercice libéral (SEL), notamment en matière de détention du capital.

L'anticipation juridique des cessions de SEL

Nous vous renvoyons à l'article intitulé « Structuration des acquisitions de SEL : bienvenue dans un monde parallèle » de la présente lettre pour le développement des contraintes applicables à la détention du capital des SEL, qui varient selon le type de profession réglementée et doivent donc être vérifiées au cas par cas.

Les solutions développées par la pratique afin d'anticiper et structurer une cession de SEL s'articulent principalement entre (i) la création d'actions de préférence dissociant capital/droits de vote d'une part et droits économiques d'autre part (qui nécessitent néanmoins un large accord des associés, voire l'unanimité) et (ii) le recours à des sociétés holdings dites de participations financières de professions libérales (SPFPL).

Attention, comme vous pourrez le constater à la lecture de notre article relatif à la structuration des acquisitions de SEL, l'hypothèse d'une cession des titres de la SPFPL restreint significativement le nombre d'acquéreurs potentiels. Il faut donc anticiper le fait que le vendeur sera probablement la SPFPL et non ses propres associés.

« Les conséquences fiscales de la cession diffèrent selon la structure de vente. »

Or, les SPFPL ont pour objet la détention de parts de SEL et perdent donc en pratique leur raison d'être lorsqu'elles cèdent leurs participations dans les SEL.

Cette situation est susceptible d'entraîner la radiation de la SPFPL de l'ordre compétent¹ ainsi que sa dissolution à défaut de régularisation. Cette dissolution peut générer des coûts fiscaux non nuls, ce qui peut conduire les associés de la SPFPL à transformer cette société en société de droit commun avant le prononcé de sa radiation et lui permettre ainsi de continuer d'exercer une activité non réglementée post-cession.

Les conséquences fiscales de la vente

Les conséquences fiscales de la cession diffèrent selon la structure de vente.

Si les associés professionnels sont directement associés de la SEL, sans interposition de SPFPL, alors il peut être envisagé de procéder à des opérations pré-cession telles que des donations de titres de SEL. Sous réserve de respec-

ter les contraintes de détention capitalistique posées par la loi de 1990, ces donations – le plus souvent aux enfants des associés qui deviennent dès lors parties à la vente – peuvent avoir pour effet de « purger » l'impôt de plus-value attaché aux titres concernés. La donation est en revanche susceptible d'entraîner le paiement de droits de donation, en fonction des montants transmis.

Lorsqu'à l'inverse la cession est réalisée par une SPFPL, par hypothèse soumise à l'IS du fait de sa forme juridique, la plus-value de cession peut alors bénéficier d'un régime de quasi-exonération si les titres cédés sont qualifiés de « participation » sur le plan comptable et sont détenus depuis plus de deux ans par la SPFPL.

Enfin, la transformation de la SPFPL en société de droit commun qui peut être initiée à la suite de la cession n'entraîne pas la création d'une personne morale nouvelle et n'a donc en principe pas d'incidence fiscale, sous réserve que la société reste bien soumise à l'IS. Dans l'hypothèse en revanche où la SPFPL changerait d'activité post-cession et cesserait d'exercer une activité de holding, les conséquences d'une cessation d'activité devraient alors être tirées sur le plan fiscal. ■

1. A l'instar des SEL, les SPFPL sont inscrites aux différents ordres professionnels relatifs à leur profession réglementée.



Par **Philippe Gosset**, avocat associé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des transactions et private equity que dans le domaine de la fiscalité des entrepreneurs, actionnaires et dirigeants.
philippe.gosset@cms-fl.com

Et **Benoît Gomet**, avocat 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.gomet@cms-fl.com

La transition énergétique au cœur des opérations de fusion-acquisition

Les enjeux liés à l'énergie sont plus que jamais au cœur de l'actualité géopolitique, économique et juridique. A ce titre les opérations de fusion-acquisition dans le secteur de l'énergie, et tout particulièrement de la production d'énergie et de sa commercialisation libéralisées depuis les grandes lois des années 2000, constituent un volet important des opérations de croissance à l'heure où beaucoup d'entreprises entendent accélérer leur déploiement dans ce secteur stratégique. Les nombreuses spécificités de ce secteur doivent être maîtrisées par les acteurs qui entreprennent de telles opérations, ainsi que l'illustrent les exemples ci-après.

S'agissant des transactions portant sur des installations de production d'énergie, les aspects fonciers méritent toujours une attention particulière, qu'il s'agisse de l'occupation d'une propriété privée ou du domaine public. La constitution d'un droit réel immobilier susceptible d'être hypothéqué est à vérifier lors de l'analyse de la maîtrise foncière des terrains sur lesquels les installations sont érigées. L'exercice d'une activité de production d'énergie est par ailleurs soumis à autorisation administrative au titre du Code de l'énergie, au-delà des autorisations relevant du Code de l'urbanisme ou de l'environnement. Cette autorisation administrative doit faire l'objet d'un traitement particulier lorsqu'il s'agit de définir les conditions suspensives dont une opération est assortie.

L'enjeu du transfert de l'autorisation d'exploiter

L'exploitant d'une installation de production doit être titulaire d'une autorisation d'exploiter conformément aux articles L.311-5 et suivants du Code de l'énergie. En deçà de certains seuils (50 mégawatts pour les installations de production à partir d'une énergie renouvelable, sauf si celles-ci ont fait l'objet d'une procédure de mise en concurrence auquel cas le seuil est porté à 1 gigawatt pour les installations éoliennes offshore et 300 mégawatts pour les autres installations d'énergie renouvelable), l'installation est réputée autorisée. Cette autorisation est nominative comme le rappelle l'article L.311-5-4 du Code de l'énergie. Lorsque la puissance autorisée de l'installation excède les seuils susvisés, cette autorisation devra être transférée par décision de l'autorité administrative en cas de changement d'exploitant comme cela se produit dans un *asset deal*. L'autorité administrative tiendra compte pour ce faire des capacités techniques, économiques et financières du demandeur conformément à l'article L.311-5 du Code de l'énergie. A l'inverse, le changement de contrôle de l'exploitant n'est pas soumis à autorisation : l'autorité administrative pourra

simplement constater, le cas échéant, la perte par l'exploitant des capacités nécessaires à l'exploitation de l'installation considérée.

L'existence ou non d'un fonds de commerce

Se pose aussi la question de l'existence ou non d'un fonds de commerce, et donc du transfert de ce fonds, lorsque l'électricité est vendue directement par un producteur à un ou plusieurs consommateurs dans le cadre de contrats d'achat direct d'électricité (cf. les *corporate power purchase agreements* CPPA). Cette hypothèse a vocation à se réaliser plus fréquemment avec la sortie progressive du mécanisme d'obligation d'achat des installations de production qui incite les producteurs à aller vers de nouvelles voies de commercialisation. La question du fonds de commerce se pose aussi de façon plus classique lorsqu'une opération de croissance concerne un fournisseur d'énergie (verte par exemple, mais pas seulement). L'autorisation d'achat pour revente dont est titulaire le fournisseur d'électricité au sens de l'article L.333-1 du Code de l'énergie peut en effet être transférée à un nouveau bénéficiaire lors du transfert d'un fonds de commerce : il convient alors que le titulaire de l'autorisation et le nouvel opérateur adressent conjointement au ministre chargé de l'énergie une demande de transfert de l'autorisation justifiant notamment des capacités techniques, financières et économiques du nouveau bénéficiaire. ■

« Les nombreuses spécificités du secteur doivent être maîtrisées par les acteurs (...). »



Par **Aurore-Emmanuelle Rubio**, avocat conseil en droit de l'énergie. Elle accompagne les opérateurs économiques (industriels, établissements bancaires et financiers, opérateurs publics) dans leurs projets dans le secteur de l'énergie (conseil réglementaire, négociation contractuelle, contentieux). aureore-emmanuelle.rubio@cms-fl.com



Et **David Mantienne**, avocat conseil 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

Lanceurs d'alerte : la nécessaire mise à jour du règlement intérieur

Des dispositions relatives aux lanceurs d'alerte modifiées et renforcées

La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique dite loi Sapin II a créé, pour la première fois en France, un statut juridique général pour les lanceurs d'alerte en vue de leur accorder une protection spécifique.

Destinée à transposer les dispositions de la Directive Européenne n° 2019/1937 du 23 octobre 2019 sur la protection des personnes qui signalent des violations du droit de l'Union, la loi n° 2022-401 du 21 mars 2022 a modifié, en profondeur, la loi Sapin II. Ses dispositions sont désormais en vigueur depuis le 1^{er} septembre 2022.

Pour l'essentiel, cette loi élargit le champ de l'alerte mais aussi des bénéficiaires du statut de lanceur d'alerte (notamment aux personnes qui sont en lien avec le lanceur d'alerte tels que les facilitateurs, les collègues, les proches etc.), modifie les modalités d'émission d'une alerte (désormais le lanceur d'alerte peut choisir entre le signalement interne ou externe) et améliore la protection accordée aux individus bénéficiant de ce statut (la liste des sanctions interdites étant ainsi complétée). Figurent également dans ces dispositions d'autres mesures qui bien que moins importantes au premier abord ont toutefois, en pratique, des conséquences pour les entreprises. C'est notamment le cas de l'obligation pour les employeurs de rappeler, dans leur règlement intérieur, l'existence du dispositif

« Il est, par conséquent, possible de faire uniquement mention de l'existence du dispositif, sans en détailler le contenu et les modalités. »

de protection de lanceurs d'alerte afin d'assurer l'information des salariés à ce sujet.

L'obligation de mettre à jour le règlement intérieur au 1^{er} septembre 2022

Sont ainsi concernés par cette obligation, les employeurs tenus d'établir un règlement intérieur, à savoir les entreprises dont l'effectif est d'au moins 50 salariés. Il convient cependant de préciser que si une entreprise dont l'effectif est inférieur à 50 salariés souhaite se doter d'un règlement intérieur, elle devra faire application des dispositions légales en la matière et ainsi y faire mention de l'existence de ce dispositif.

A cet égard, l'article L.1321-2 du Code du travail qui fixe le contenu du règlement précise désormais que : « *Le règlement intérieur rappelle : ... 3° L'existence du dispositif de protection des lanceurs d'alerte prévu au chapitre II de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.* »

Compte tenu de sa rédaction, cette disposition n'imposerait donc pas la reproduction, dans le règlement intérieur, de l'intégralité des mesures relatives à la protection des lanceurs d'alerte (comme c'est le cas s'agissant des dis-

positions relatives au harcèlement et aux agissements sexistes dont le règlement intérieur doit rappeler le contenu). Il serait, par conséquent, possible de faire uniquement mention de l'existence du dispositif, sans en détailler le contenu et les modalités.

La question qui se pose pour les entreprises est dès lors de savoir comment opérer la mise à jour du règlement intérieur en pratique.

Comme pour toute modification, l'employeur devra, dans un premier temps, procéder à la modification du règlement intérieur qu'il soumettra à l'avis du CSE s'il existe, avant de transmettre celui-ci à l'inspecteur du travail en 2 exemplaires accompagnés du PV de la réunion au cours de laquelle l'instance aura été consultée.

En parallèle, il devra déposer le règlement intérieur au greffe du conseil de prud'hommes dans le ressort duquel est situé l'établissement ou l'entreprise.

Enfin, l'employeur devra porter le règlement intérieur à la connaissance des salariés par tout moyen, étant rappelé que la date de son entrée en vigueur devra nécessairement être postérieure à un délai minimum d'un mois à compter de l'accomplissement de la dernière des formalités de dépôt et de publicité. ■



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 fusions-acquisitions.
caroline.froger-michon@cms-fl.com



Et **Camille Baumgarten**, avocat en droit du travail et protection sociale. Elle intervient en droit social tant en matière de relations individuelles de travail qu'en matière de relations collectives. Elle est également impliquée sur les questions d'emploi émergentes telles que les enjeux RSE.
camille.baumgarten@cms-fl.com

La révision du Règlement ELTIF : vers un régime européen coordonné des fonds de private equity ?

Le Règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (le « Règlement »), qui fixe un cadre européen pour certains fonds d'investissements alternatifs (« FIA ») investis en titres non cotés, n'a pas eu le succès qu'il pouvait escompter. En effet, seuls 57 FIA respectant ce règlement (les « ELTIF, European Long Term Investment Funds ») avaient été constitués à fin octobre 2021 alors même que ce dispositif permet leur commercialisation auprès de clients de détail dans l'Union européenne, une faculté qui n'est normalement pas offerte aux autres formes de FIA, y compris ceux gérés par un gérant de fonds alternatifs européen agréé au titre de la directive AIFM¹.

L'échec du Règlement ELTIF

Forte du constat de cet échec, la Commission européenne a présenté un projet de révision (le « Projet ») sur lequel le Parlement européen a rendu son rapport le 28 juin dernier. Les propositions répondant aux trois principales critiques faites au Règlement sont susceptibles de susciter un réel engouement pour les ELTIF.

Tout d'abord, s'agissant du champ des actifs éligibles, le Projet permettrait désormais aux ELTIF d'investir indirectement dans une entité cible sans qu'il soit nécessaire de détenir la majorité du capital de la structure intermédiaire.

Par ailleurs, s'agissant de la faculté d'investir dans des actifs immobiliers, le Projet réduirait la valeur unitaire desdits ac-

« Les propositions répondant aux trois principales critiques faites au Règlement sont susceptibles de susciter un réel engouement pour les ELTIF. »

tifs à un million d'euros et faciliterait leur détention.

Plus intéressant encore, un ELTIF pourrait investir dans d'autres FIA, qu'il s'agisse d'ELTIF ou d'autres formes de fonds d'investissements alternatifs de l'Union européenne déployant des stratégies acceptables i.e. qui investissent eux-mêmes dans des actifs éligibles à l'actif de l'ELTIF. Cette possibilité permettrait donc d'envisager un véritable développement des fonds de fonds Private equity sous forme ELTIF distribués auprès d'une clientèle détail. Cette approche est renforcée par la possibilité qui serait offerte de créer des fonds nourriciers d'un ELTIF eux même bénéficiant de la norme ELTIF et donc pouvant être commercialisés auprès de clients de détail.

Des propositions intéressantes

Sur la question de la commercialisation, les critiques faites portaient principalement sur la capacité réduite offerte aux

ELTIF de recourir au levier financier direct ou d'accorder des sûretés sur leurs actifs. Le Projet entend réduire ces contraintes en permettant un tel levier jusqu'à 70 % de l'actif de l'ELTIF ou en autorisant la constitution sans limite de sûretés pour les besoins de la stratégie conduite.

Par ailleurs dans sa forme actuelle, le Règlement requiert la mise en place de dispositifs spécifiques en matière de distribution auprès des clients de détail incluant en particulier la fourniture de conseil auxdits investisseurs dont on pouvait s'interroger si son régime ne faisait pas doublon avec celui tiré de la directive MIF 2². Afin de lever ces freins, le Projet prévoit que la souscription de parts d'un ELTIF éligible à la distribution aux clients de détail ne requerra plus la mise en œuvre d'un accord spécifique de distribution, le respect d'un niveau minimum d'investissement et précise que le conseil à fournir aux clients de détail est bien celui tiré de MIF 2.

Au-delà des diverses modifications proposées et faisant encore actuellement l'objet de discussion, il faut avant tout noter que le Projet, en permettant des ELTIF fonds de fonds ou des nourriciers ELTIF est susceptible de rendre ce régime extrêmement intéressant pour une commercialisation auprès des clients de détail. En effet, en étendant le champ des possibilités de constitution d'ELTIF accessibles à ces clients, le Projet fait des ELTIF le pendant de la norme OPCVM en matière de capital-risque ce qui pourrait à son tour être très impactant en termes de concurrence entre juridiction de création de fonds. ■



Par **Jérôme Sutour**, avocat associé en banque & finance, 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

1. Directive 2011/61/UE.
2. Directive 2014/65/UE.

DAC 6 : dissonances à l'usage d'un instrument européen

La transposition¹ de la Directive « DAC 6 »² contraint depuis 2021 à déclarer les dispositifs transfrontières « potentiellement agressifs ». Afin de déterminer si un dispositif doit, ou non, être perçu comme tel, la Directive prévoit différents « marqueurs » objectifs (autrement dit des critères)³, dont certains nécessitent au surplus l'existence d'un « avantage fiscal principal ». Si un dispositif entre dans le champ de l'un quelconque des marqueurs, alors il doit faire l'objet d'une déclaration, laquelle est alors mise à disposition des autres Etats membres de l'Union européenne.

Chaque Etat membre ayant transposé et commenté de manière autonome la directive, certaines divergences de vue devaient nécessairement se faire jour.

Ainsi, pour l'administration française, certains marqueurs (dont le marqueur E.3) ne devraient pas trouver à s'appliquer en cas de fusion transfrontalière⁴ soumise à la Di-

rective fusion (sauf présence d'autres marqueurs). Une telle position n'est cependant pas partagée par d'autres Etats membres tels que les Pays-Bas.

Le marqueur E.3, qui conduit à déclarer les transferts transfrontières de fonctions et/ou risques et/ou d'actifs qui impliquent dans les trois ans une diminution d'au moins 50 % du bénéfice avant intérêts et impôt annuel, permet également d'illustrer cette problématique. L'administration française a ainsi pu préciser que l'« EBIT » doit s'entendre du seul résultat d'exploitation⁵. Les administrations luxembourgeoise et néerlandaise⁶ considèrent en revanche que l'« EBIT » s'entend du résultat comptable diminué des seules charges d'intérêts et d'impôts.

Ces différences de vue ne constituent que quelques exemples récents parmi d'autres. Ces divergences illustrent avant tout le manque patent d'articulation entre les administrations des Etats membres, au détriment

des intermédiaires et des contribuables. C'est d'autant plus regrettable que c'est bien sur ces derniers que le fardeau de cette obligation déclarative pèse, dans un contexte où les obligations de reporting n'ont cessé de s'accumuler et sans preuve évidente de leur utilité. ■

1. Articles 1649 AD à 1649 AH du Code Général des Impôts (« CGI »).

2. Directive (UE) 2018/822 du Conseil du 25 mai 2018 modifiant la directive 2011/16/UE en ce qui concerne l'échange automatique et obligatoire d'informations dans le domaine fiscal en rapport avec les dispositifs transfrontières devant faire l'objet d'une déclaration (dite « DAC 6 »).

3. Pour une synthèse des marqueurs, voir : https://www.impots.gouv.fr/sites/default/files/media/1_metier/5_international/transfrontieres/fiche3bis_tableau_marqueurs.pdf.

4. BOI-CF-CPF-30-40-30-20-25/11/2020 n° 120 et 460.

5. BOI-CF-CPF-30-40-30-20-25/11/2020 n° 470.

6. Respectivement : FAQ de l'administration luxembourgeoise du 4 mai 2022 et décision du 24 juin 2020, n° 2020-11382 de Direction générale des autorités fiscales des Pays-Bas (exemple 24 et 20 pour une hypothèse du marqueur C.4).



Par **Johann Roc'h**, avocat associé en fiscalité. Il intervient en matière de private equity dans les opérations de financement et d'acquisition dans un contexte international. Il intervient également en matière de fiscalité des entreprises pour une clientèle de groupes internationaux.
johann.roch@cms-fl.com



Et **Maxime Carpentier**, fiscaliste. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions.
maxime.carpentier@cms-fl.com

CMS Francis Lefebvre

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



@cms_fl

Option Finance

Supplément du numéro 1673 du Lundi 10 octobre 2022
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
Impression : Megatop - Naintre -
Papier 100 % PEFC (0 % recyclé)
provenance = Autriche PTot = 0,04 kg/tonne -
N° commission paritaire : 0927 T 83896.



PEFC
10-31-1523

Certifié PEFC
Ce produit est issu
de forêts gérées
durablement et de
sources contrôlées.
pefc-france.org