



La lettre des FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Editorial

Lundi 26 juin 2023

Dossier

Les opérations nécessitant l'autorisation d'un tiers

- Comment envisager dans l'acte même les conséquences d'un éventuel refus ? **p. 2**
- Les droits des tiers cocontractants de la société cible dans les opérations de M&A **p. 3**
- Opérations de M&A : attention au contrôle des investissements étrangers **p. 6**
- Opérations de M&A : un contrôle des opérations de concentration peut en cacher un autre ! **p. 7**
- Panorama des agréments en matière de services financiers **p. 8**
- *Asset deal* : la nécessaire autorisation de l'inspection du travail pour la reprise des salariés protégés **p. 9**
- Information/consultation du CSE et information des salariés issue de la loi Hamon : des aspects à ne pas négliger **p. 10**
- Agréments fiscaux : le désaccord des temps **p. 11**
- Défaut d'autorisation d'un tiers, valorisation et incidences fiscales **p. 12**

L'acquisition d'une entreprise est une opération qui suppose généralement de mettre en place un processus conséquent pour que les consentements des deux parties puissent se rencontrer. Les opérations d'audit doivent permettre d'identifier en amont, de manière suffisamment précise, tant la consistance des actifs transmis que les passifs existants ou potentiels. Les parties doivent ensuite s'accorder sur le prix et sur les potentielles évolutions de celui-ci (clause de révision, *earn out*) ainsi que sur l'identité et les conditions des garanties qui viendront à être stipulées. Mais l'acquisition d'une entreprise n'est pas qu'une discussion en tête-à-tête entre cédant et cessionnaire. Parce que l'entreprise n'est pas un bien quelconque qui passerait d'un patrimoine à un autre et parce que des intérêts très divers peuvent se trouver affectés par la cession, des mécanismes de protection de ces intérêts doivent être respectés. Bien souvent, au-delà des consentements des parties, ce sont en effet une ou plusieurs autorisations qui doivent être obtenues auprès de tiers. Précisons tout de suite que tant le terme d'« autorisation » que celui de « tiers » désignent des réalités très diverses.

Au plus proche du cœur de l'entreprise, ce sont avant tout ses salariés qui ont leur mot à dire, même si la consultation des IRP ne va pas jusqu'à conférer aux salariés un droit de veto. Des clauses d'agrément ou de préemption peuvent aussi permettre à des associés, déjà présents mais qui ne participent pas à la cession, de bloquer celle-ci ou d'appréhender la participation qui devait être cédée.

Par ailleurs, ne faisant pas partie de l'entreprise mais ayant avec elle une relation potentiellement vitale, de nombreux partenaires, et notamment des cocontractants, ont aussi bien souvent leur mot à dire. Parce qu'ils bénéficient d'un mécanisme légal ou contractuel visant le changement de contrôle ou parce que la personnalité morale de l'entreprise se trouve affectée par l'opération (hypothèse de la fusion notamment), ces partenaires auront la possibilité de ne pas poursuivre leur relation avec la « nouvelle entreprise », ce qui peut alors affecter l'équilibre de la cession. Au-delà de ces intérêts particuliers, l'intérêt général peut conduire à contrôler les cessions, particulièrement lorsqu'elles interviennent dans des secteurs sensibles ou portent sur des activités réglementées. Cela se traduit par différents mécanismes d'autorisation administrative – l'expression étant à entendre largement.

Les conseils en cession d'entreprise doivent non seulement maîtriser la palette des autorisations pouvant être requises et s'assurer le cas échéant qu'elles ont été obtenues, mais ils doivent aussi s'assurer que si ces autorisations ne sont pas obtenues, les parties sont tout de même au clair sur le sort de leur opération : celle-ci est-elle maintenue, quitte à ce que les conditions soient modifiées, ou est-elle rendue caduque ? Comme souvent dans notre domaine, l'anticipation est la clef. ■

Par Bruno Dondero, avocat associé

Ce supplément est réalisé par les avocats de

CMS Francis LefebvreSupplément du numéro 1709
du 26 juin 2023

Comment envisager dans l'acte même les conséquences d'un éventuel refus ?

Agrément du nouvel associé, autorisation d'une concentration par l'Autorité de la concurrence ou renonciation d'un prêteur à se prévaloir de l'exigibilité anticipée d'un emprunt, la réalisation définitive d'opérations de cession de valeurs mobilières ou d'actifs peut être soumise à l'obtention de diverses autorisations de tiers.

Obtention des autorisations et acte de cession

En pratique, l'obtention de ces autorisations, à l'exception de la consultation éventuelle du comité social et économique, est prévue à titre de condition suspensive dans l'acte de cession (plus rarement à titre de condition résolutoire). Leur accomplissement a vocation à intervenir entre la date de signature du contrat (*signing*) et la date de réalisation de l'opération (*closing*).

Le principe de la nullité des obligations affectées par des conditions potestatives, étant définies comme celles dont la réalisation dépend de la seule volonté du débiteur, ne concerne pas, par définition, les conditions dont la réalisation dépend de tiers. S'agissant de ces dernières, les parties à l'acte de cession devront donc se focaliser sur les modalités de réalisation de la condition (ce qui fera l'objet de plus amples développements dans cette étude) et ses effets.

Il conviendra par exemple de prévoir si la réalisation de la condition doit bénéficier d'un effet rétroactif ayant pour conséquence la réalisation (ou la résolution en cas de condition résolutoire) de la cession à la date de signature du contrat. En l'état du droit applicable, la réalisation d'une condition n'a pas, par principe, un effet rétroactif, la cession se formant à défaut de toute clause contraire au jour où la condition suspensive est accomplie. Toutefois, les parties peuvent déroger à ce principe.

La rétroactivité de la condition peut en pratique poser certaines difficultés, particulièrement en présence d'une condition résolutoire qui se réalise. Dans cette hypothèse, le contrat sera considéré comme rétroactivement non formé. Les parties devront alors procéder à des restitutions réciproques pour revenir dans l'état dans lequel elles étaient préalablement à la signature du contrat.

Le contrat de cession devra idéalement dans cette hypothèse avoir prévu le sort des frais engagés au cours de l'opération afin de faciliter ces restitutions. Fréquemment, les parties prévoient que chacune d'entre elles restera tenue de tous les frais, charges, dépenses ou honoraires qu'elle a engagés au cours de la négociation et de la préparation de l'opération sans préjudice de l'accomplissement des conditions.

La clause de *break up fee*

Le contrat peut également prévoir une clause de *break up fee* qui pourra être analysée selon sa formulation en une clause de dédit, une indemnité d'immobilisation ou une clause pénale. Un *break up fee* assimilable à un dédit ferait porter une obligation d'indemnisation à une partie souhaitant se désengager de l'opération. L'indemnité d'immobilisation serait plutôt due à l'inverse si l'opération devient caduque en cas de réalisation d'une condition résolutoire ou faute d'obtention de l'autorisation d'un tiers (*a fortiori* s'il s'agit de conditions liées à la situation de l'acquéreur –

« En l'état du droit applicable, la réalisation d'une condition n'a pas, par principe, un effet rétroactif, la cession se formant à défaut de toute clause contraire au jour où la condition suspensive est accomplie. »

par exemple en cas d'autorisation administrative spécifique ou d'obtention d'un financement externe). Enfin, un *break up fee* pourra également s'apparenter à une clause pénale s'il vient sanctionner une partie qui se serait désengagée de l'opération alors qu'elle y est tenue en application du contrat de cession. Dans ce dernier cas, le juge aura le pouvoir de modérer le montant qui serait dû s'il le considèrerait comme étant manifestement excessif. Enfin, si un seul et même *break up fee* peut recouvrir plusieurs de ces qualifications selon le cas de figure auquel il s'applique, c'est bien lorsqu'il s'apparente à une indemnité d'immobilisation qu'il pourra, du point de vue du vendeur, appréhender au mieux l'hypothèse du refus du tiers. ■



Par **Christophe Lefaillet**, avocat associé en corporate/fusions et acquisitions et en fiscalité (droits d'enregistrement et IFI). Il intervient particulièrement dans les opérations de fusion-acquisition du secteur immobilier. christophe.lefaillet@cms-fl.com



Et **Antoine Melchior**, avocat en corporate/fusions et acquisitions. Il assiste des industriels, des groupes familiaux, des fonds d'investissement et des entrepreneurs et managers dans le cadre de tous types d'opérations de fusion-acquisition, LBO, management package, et joint-venture, tant nationales qu'internationales. antoine.melchior@cms-fl.com

Les droits des tiers cocontractants de la société cible dans les opérations de M&A

Bien qu'ils n'en soient pas les acteurs principaux, les tiers cocontractants de la société cible peuvent être amenés à jouer les « invités surprises » du processus d'acquisition. Une situation fréquente dans les *Asset Deals* mais parfois également dans les *Share Deals*, tout particulièrement lorsque la société cible bénéficie d'un endettement bancaire.

Asset Deals : l'absence de cession de plein droit des contrats

Le fonds de commerce est constitué de l'ensemble des moyens corporels et incorporels affectés à l'exploitation d'une activité commerciale, en vue de satisfaire une clientèle. Parmi ces éléments, se retrouvent la clientèle (élément primordial sans lequel aucun fonds n'existe), le nom commercial, la marque, le droit au bail, le matériel et les équipements, les stocks, etc.

En sus de ces éléments, certains des contrats conclus par le commerçant titulaire du fonds de commerce peuvent s'avérer indispensables à la poursuite de l'activité transférée au cessionnaire. Par principe, ces contrats ne sont pas transmis automatiquement à l'acquéreur du fonds (exception faite notamment des contrats d'assurance et des contrats de travail).

D'expérience, les contrats conclus avec les principaux fournisseurs ou distributeurs du cédant revêtent souvent une telle importance. Pour que ces conventions soient valablement cédées, cela nécessite l'accord du cédant, du cessionnaire et du contractant cédé.

L'accord du cédant et du cessionnaire est

généralement formalisé dans l'acte de cession. L'accord du tiers cédé peut avoir été donné par anticipation dans l'acte initialement conclu avec le vendeur. Dans cette hypothèse, la cession ne sera opposable au contractant cédé que si l'acte de vente lui est notifié ou s'il en prend acte. L'accord du tiers cédé peut également résulter d'une autorisation spécifique qu'il donne en réponse à une demande formulée en ce sens par le cédant (souvent conjointement avec le cessionnaire) au moment de la vente.

En l'absence d'accord exprès du contractant cédé et sauf clause contraire figurant à l'acte, le cédant reste tenu solidairement avec le cessionnaire à l'exécution du contrat cédé, et n'est donc pas libéré à ce titre pour l'avenir.

D'un point de vue pratique, cela signifie tout d'abord que les opérations de *Due Dilligence* sont essentielles car elles permettent d'identifier les contrats cessibles et de respecter les conditions de cession applicables. Ensuite, que tout acte de cession de fonds de commerce doit être rédigé de façon particulièrement réfléchie quant à cette question du transfert des contrats : il convient notam-

ment d'y énumérer les contrats cédés ou devant être cédés, d'y définir les canaux de communication à mettre en place pour obtenir l'accord des cocontractants cédés (ou à tout le moins pour les informer de cette cession si l'accord a été donné par anticipation), d'y convenir des conséquences de l'absence de transfert de certains contrats (remise en cause éventuelle de la vente ou révision du prix de cession par exemple).

Dans un tout autre registre, la commune du lieu où se situe le fonds de commerce cédé est un tiers dont l'accord est parfois nécessaire. Toute cession à titre onéreux d'un fonds de commerce situé au sein d'un périmètre de sauvegarde du commerce et de l'artisanat de proximité est soumise, conformément à l'article L.214-1 du Code de l'urbanisme, à un droit de préemption municipal. Dans ce cas, et à peine de nullité, la vente doit être précédée d'une déclaration faite par le cédant à la commune deux mois au moins avant la date de réalisation de la cession, ladite déclaration devant comporter des indications précises quant aux salariés transférés, au bail cédé et au prix convenu. L'absence de réponse de la commune dans les deux mois suivant la date de réception de cette déclaration équivaut à renonciation de la commune à exercer son droit de préemption.

Cédant et cessionnaire ne détiennent donc pas à eux seuls les clefs du succès d'une opération d'*Asset Deal*.

« Cédant et cessionnaire ne détiennent donc pas à eux seuls les clefs du succès d'une opération d'*Asset Deal*. »



Par **Aliénor Fevre**, avocat conseil en droit commercial. Elle a développé une expertise particulière en droit commercial international et en matière de responsabilité du fait des produits défectueux.
alienor.fevre@cms-fl.com

Share Deals : le principe du maintien des contrats

Lorsqu'en lieu et place d'un *Asset Deal*, l'opération prend la forme d'une cession de droits sociaux emportant changement de contrôle de la société concernée, la transaction est en principe sans incidence sur les contrats auxquels l'entité cédée est partie. En vertu d'une jurisprudence désormais constante, la cession de la totalité ou de la majorité des titres d'une société ne peut être assimilée à la cession du fonds de commerce - ou des autres éléments - qui figurent à l'actif de la société. Sauf à établir le caractère fictif de cette dernière, il résulte du principe d'autonomie de la personne morale que celle-ci reste inchangée malgré le changement de contrôle dont elle fait l'objet, les contrats qui la lient se voyant maintenus quand bien même ils revêtiraient un caractère *intuitu personae*. Ainsi, le bénéficiaire d'un pacte de préférence applicable en cas de cession par une société de son fonds de commerce s'est-il vu dénier tout droit à l'occasion de la cession à un tiers des actions de la société propriétaire du fonds, faute pour cette opération d'être visée par le pacte¹.

L'écran social peut toutefois être levé au travers d'une stipulation gouvernant les effets qu'une cession massive de droits sociaux aura sur le contrat. Les clauses dites de changement de contrôle, dont la validité a été consacrée de longue date par les tribunaux, permettent ainsi d'acter que « la personne des dirigeants, la forme d'organisation, les objectifs sociaux, les alliances, les stratégies ou les méthodes » d'une société peuvent constituer autant d'éléments déterminants pour un cocontractant². La licéité de ces clauses destinées à pérenniser ces éléments doit cependant s'apprécier en recherchant si les contraintes qu'elles prescrivent (qui peuvent aller de la renégociation

« (...) identifier les leviers dont dispose chaque partenaire clef sur sa relation contractuelle avec la cible à raison de l'opération envisagée (...) »

du contrat jusqu'à sa résiliation, de plein droit ou au bon vouloir du cocontractant) restent nécessaires et proportionnées. Leur raison d'être vise généralement à protéger le cocontractant de ses concurrents, à préserver la confidentialité ou encore à assurer le maintien d'un certain niveau de garantie. Il convient en tout état de cause que ces clauses soient exécutées de bonne foi, et que leur mise en œuvre éventuelle repose sur des motifs légitimes.

Figure imposée du processus d'acquisition, la phase de *Due Diligence* doit impérativement être mise à profit pour appréhender cette problématique. L'exercice consistera en premier lieu pour le cessionnaire à recenser les conventions qu'il juge essentielles à l'exercice post-acquisition par la société cible de ses activités (contrats de franchise, de concession ou de licence par exemple). Une fois inventoriées, celles-ci devront être auditées afin d'identifier les leviers dont dispose chaque partenaire clef sur sa relation contractuelle avec la cible à raison de l'opération envisagée, en analysant avec soin la nature du changement de contrôle en cause, qui peut par exemple être direct ou indirect. Il conviendra alors de ne finaliser la transaction qu'une fois ces relations pérennisées, en érigeant au besoin ce préalable en condition suspensive de l'opération.

Autre point d'attention : on rappellera que l'article L.227-17 du Code de commerce permet de prévoir dans les statuts de SAS que toute société associée dont le contrôle viendrait à être modifié au sens de l'article

L.233-3 du même Code (c'est-à-dire tant directement qu'indirectement) doit en informer la société. Celle-ci peut alors décider de suspendre les droits non pécuniaires de l'associé ayant changé de contrôle (au premier rang desquels le droit de vote), et de l'exclure de la SAS concernée. Un audit rigoureux s'imposera là encore.

Aspects relatifs à l'endettement bancaire de la cible

La mise en place d'opérations de M&A oblige souvent les sociétés concernées (acquéreur et cible notamment) à s'assurer que ce projet n'est pas en contradiction avec leurs engagements contractuels en cours. En particulier, lorsque la cible bénéficie d'endettements financiers, acquéreur et cédant devront s'assurer que l'acquisition ne contrevient pas aux engagements bancaires de la cible ou, à défaut, trouver un moyen de rendre ces engagements inapplicables. La cible et ses actionnaires (les cédants) s'attacheront donc en premier lieu à identifier quels sont les engagements bancaires de la cible (s'il en existe) susceptibles de faire obstacle à l'opération d'acquisition envisagée (par la production notamment de *vendor due diligence*). L'acquéreur pourra lui soit se baser sur les informations transmises par les cédants, soit effectuer sa propre analyse. De manière générale, les contrats de crédit imposent fréquemment à l'emprunteur un certain nombre d'obligations et d'engagements qui seront à respecter soit jusqu'à leur date de maturité finale,



David Mantiene, 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.mantiene@cms-fl.com

soit jusqu'à leur remboursement anticipé total ou leur refinancement. Ces obligations peuvent prendre la forme de « *déclarations et garanties* » devant être réitérées à certaines dates précises de la vie du contrat (comme par exemple chaque date de tirage ou de remboursement), d'engagements de faire ou de ne pas faire, ou encore de cas de remboursement anticipé obligatoire (les «RAO»).

Dans le cas où la société cible a conclu un ou plusieurs contrats de financement qui sont en cours au moment de son acquisition, les parties s'intéresseront prioritairement aux clauses de changement de contrôle prévues par ces contrats. Ces clauses prévoient de façon quasi-systématique qu'un cas de RAO sera caractérisé dès lors que l'actionnariat de l'emprunteur est modifié (moyennant une possible souplesse). La cible emprunteuse et ses actionnaires peuvent également s'être engagés à ne pas réaliser certaines opérations, telles que la souscription d'un nouvel endettement par un membre du groupe auquel la cible appartient, ou le changement de ses dirigeants. Si l'opération envisagée a pour conséquence ce type de modifications, ces éléments seront également à prendre en compte par l'acquéreur pour mener à bien son projet.

Deux solutions s'offrent généralement au candidat acquéreur. Lorsque celui-ci sou-

haite maintenir les contrats de financement existants, il devra, en coopération avec les cédants et la cible (le cocontractant), contacter le ou les créanciers bancaires pour obtenir un *waiver* (ou renonciation) concernant l'application des clauses le justifiant (changement de contrôle, engagement de ne pas faire, etc.). Les discussions devront être initiées suffisamment en amont pour que l'accord de *waiver* soit donné de manière inconditionnelle au jour de la réalisation de l'acquisition. A titre alternatif, l'acquéreur pourra souhaiter procéder au refinancement de l'endettement existant, par exemple en souscrivant lui-même une nouvelle dette. Une fois la dette bancaire de la société cible remboursée, le contrat bancaire initial sera éteint et l'opération d'acquisition pourra alors se faire. Acquéreur et cédant devront alors étudier ensemble les conditions de ce refinancement (préavis, indemnités, commissions, etc.) pour s'assurer que la charge financière reste acceptable. Si l'endettement refinancé est lui-même grevé de sûretés consenties par le groupe cible, l'acquéreur devra également obtenir leur mainlevée inconditionnelle, en une ou plusieurs étapes.

La situation peut également s'avérer plus structurée lorsque l'acquéreur finance l'opération *via* la mise en place d'une dette d'acquisition. Il devra en parallèle discuter

avec ses banques de la stratégie à adopter concernant les engagements financiers de la cible (notamment si une dette complémentaire de refinancement est requise). Les nouveaux prêteurs regarderont alors avec attention la question du maintien éventuel de la dette existante de la cible et des sûretés qui la garantissent. ■

« La cible emprunteuse et ses actionnaires peuvent également s'être engagés à ne pas réaliser certaines opérations, telles que la souscription d'un nouvel endettement par un membre du groupe auquel la cible appartient (...) »

1. Com. 29 janv. 2013, n° 11-23.676.
2. Voir CA 25 janv. 1995, n° 93-17.113.



Et **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

Opérations de M&A : attention au contrôle des investissements étrangers

La France est dotée d'un régime d'autorisation des investissements étrangers réalisés dans certains secteurs « sensibles ». Les investisseurs étrangers sont donc, pour certaines de leurs opérations, soumis à une obligation de notification et d'autorisation préalable par le ministre en charge de l'Economie, dont le défaut peut exposer à de lourdes sanctions.

La notion d'investissement

Initialement limité aux activités régaliennes mettant directement en cause l'ordre public ou la sécurité publique, le contrôle des investissements étrangers en France n'a cessé d'être étendu, notamment pour répondre aux risques de prise de contrôle d'actifs stratégiques dans un contexte économique fragilisé par la crise du Covid-19¹.

La notion d'investissement s'applique à toute opération visant tant la prise de contrôle² d'une entité juridique que l'acquisition de tout ou partie d'une branche d'activité située en France. Sur ce point il convient d'être particulièrement vigilant car le transfert de propriété d'actifs peut suffire. Par ailleurs, pour les investisseurs non ressortissants de l'Union européenne (UE), l'autorisation préalable est requise non seulement en cas de prise de contrôle mais dès le franchissement, direct ou indirect, du seuil de détention de 25 % des actions ou des droits de vote (ce seuil ayant temporairement été ramené à 10 % pour les sociétés cotées en 2020 du fait de la crise du Covid-19 mais depuis la mesure a été prorogée et les pouvoirs publics envisagent de le maintenir durablement à ce niveau).

La notion d'investisseur étranger

La notion d'investisseur étranger est très large puisqu'elle vise tous les ressortissants étrangers qu'ils soient établis ou non dans l'UE. Elle vise également les personnes phy-

« La notion d'investisseur étranger est très large puisqu'elle vise tous les ressortissants étrangers qu'ils soient établis ou non dans l'UE. »

siques françaises dès lors qu'elles n'ont pas leur résidence fiscale en France.

La notion d'activité sensible

Mais c'est surtout sur le critère de l'activité sensible que les investisseurs doivent être vigilants. En effet, initialement limitée aux activités mettant directement en jeu la défense ou la sécurité et l'ordre public, cette notion est aujourd'hui très large et relève en grande partie d'une appréciation au cas par cas. On peut citer, par exemple, la production d'armes, les biens à double usage, la cryptologie, la sécurité des systèmes d'information, les jeux, le domaine de la cybersécurité, de la robotique, des semi-conducteurs, du stockage d'énergie, mais également les activités qui seraient susceptibles de mettre en cause le fonctionnement des services de transport, d'eau, d'énergie ou la santé

publique ou encore la sécurité alimentaire. Ainsi, en fonction des activités exercées par la cible l'opération peut être soumise à autorisation préalable et ce sans seuil de chiffre d'affaires minimum comme c'est, à l'inverse, le cas en matière de contrôle des concentrations.

Les sanctions

Outre la nullité de plein droit des opérations, le défaut de notification préalable d'une opération peut exposer l'investisseur à de lourdes sanctions. Si généralement le ministre se limite à enjoindre à déposer une demande de régularisation, il peut également imposer des sanctions pécuniaires ainsi que des mesures provisoires comme, par exemple une suspension des droits de vote pendant la période de régularisation. ■

1. Décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 relatif à l'abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

2. Au sens de l'article L.223-3 du Code de Commerce, cette notion étant plus restreinte que celle de « contrôle » applicable en matière de concentrations.



Par **Claire Vannini**, avocat associée en droit de la concurrence et droit européen. Elle intervient en matière de contrôle des investissements étrangers, de pratiques anticoncurrentielles, d'aides d'Etat et de contrôle des concentrations.
claire.vannini@cms-fl.com

Opérations de M&A : un contrôle des opérations de concentration peut en cacher un autre !

Les entreprises procédant à des opérations de M&A (rachat d'actifs, de parts sociales, fusion, etc.) sont généralement bien informées qu'un examen au titre du contrôle des concentrations peut s'avérer nécessaire. Elles doivent désormais faire attention à l'entrée en vigueur prochaine de nouvelles obligations de notification lorsqu'elles ont bénéficié de « subventions étrangères ».

Un examen préalable au titre du contrôle des concentrations par une autorité de concurrence est requis lorsque l'opération dépasse certains seuils, généralement exprimés en chiffre d'affaires ou en parts de marché.

Il vise à s'assurer que l'opération en cause n'aura pas d'effets négatifs sur la situation concurrentielle des marchés concernés. Dans la majorité des cas, l'examen des opérations de concentration par les autorités de concurrence ne pose pas de problème particulier, seuls les cas les plus complexes requérant l'ouverture d'une phase d'examen approfondi.

En droit européen, c'est le règlement 139/2004 qui fixe les seuils de chiffre d'affaires à partir desquels une notification auprès de la Commission européenne est nécessaire ainsi que les règles afférentes à cette procédure de contrôle des concentrations.

Cependant, les entreprises seront très prochainement confrontées à des obligations supplémentaires qui viendront s'ajouter au contrôle des concentrations « classique » réalisé par les autorités de concurrence.

En effet, l'UE a adopté le 14 décembre 2022 un Règlement destiné à permettre à la Commission européenne de contrôler les « subventions étrangères » de pays tiers, reçues par tout opérateur économique exerçant des activités au sein de l'Union Européenne (UE)¹. Il s'applique donc à toute entité économique, qu'elle soit établie hors UE ou dans l'UE.

Parmi les différentes procédures qu'il prévoit, il crée une nouvelle obligation de notification

préalable à la Commission européenne de certaines opérations de concentration, cette obligation étant autonome de celle éventuellement requise en matière de droit de la concurrence.

Bien qu'il ait pour finalité le contrôle des effets de distorsion de concurrence sur le marché des véritables « subventions » accordées par des pays tiers à des opérateurs actifs au sein de l'UE, ce qui implique théoriquement de pouvoir identifier l'existence d'un avantage économique octroyé par un pays tiers, les obligations de notification qu'il impose s'appliquent dès lors que les opérateurs perçoivent un certain montant de « contributions financières » provenant d'entités publiques d'Etats tiers à l'UE.

La notion de « contribution financière », déclenchant une obligation de notification, est beau-

coup plus large que celle de « subvention » et vise notamment l'achat de biens ou de services par toute entité étatique ou publique d'un pays tiers.

En matière de concentrations consistant dans une acquisition, l'obligation de notification à la Commission européenne d'une opération est déclenchée lorsque les seuils suivants sont franchis :

- la cible est établie dans l'Union et génère un chiffre d'affaires total de plus de 500 M€ dans l'UE ;

- l'acquéreur ou l'acquéreur et la cible ont reçu de pays tiers des contributions financières totales cumulées de plus de 50 M€ au cours des trois années ayant précédé la conclusion de l'accord donnant lieu à l'opération.

Cette obligation de notification est applicable à toute opération franchissant les seuils ci-dessus pour laquelle l'accord définitivement engageant intervient postérieurement au 12 juillet 2023 et dont le *closing* n'est pas réalisé avant le 12 octobre 2023. Ce Règlement doit encore être complété par des textes d'application, précisant notamment les informations à fournir dans le cadre de la notification. Ces textes n'ont pas encore été publiés mais devraient l'être dans les prochaines semaines.

Enfin, il convient de garder à l'esprit que le défaut de notification préalable expose les entreprises aux mêmes sanctions qu'en matière de contrôle des concentrations. L'accomplissement de cette nouvelle procédure n'est donc pas à négliger. ■

« Un examen préalable au titre du contrôle des concentrations par une autorité de concurrence est requis lorsque l'opération dépasse certains seuils, généralement exprimés en chiffre d'affaires ou en parts de marché. »

Par **Claire Vannini**, avocat associée en droit de la concurrence et droit européen. Elle intervient en matière de contrôle des investissements étrangers, de pratiques anticoncurrentielles, d'aides d'Etat et de contrôle des concentrations. claire.vannini@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

1. Règlement (UE) 2022/2560 du Parlement Européen et du Conseil du 14 décembre 2022 relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur.

Panorama des agréments en matière de services financiers

Qu'ils opèrent en matière bancaire, d'assurance ou sur les instruments financiers, les acteurs des marchés financiers sont soumis à des conditions d'agrément dépendant tout à la fois de leur secteur d'activité principal et de la nature de leur intervention. L'autorité en charge de cet agrément est également celle responsable de l'agrément des opérations affectant l'évolution de la répartition du capital de ces opérateurs. Dans le labyrinthe des agréments et services, une réponse simple est que l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (« ACPR ») est compétente pour ceux de ces acteurs intervenant sur la monnaie ou l'assurance, l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») l'étant pour les autres. Pour autant, la réalité est plus complexe.

8

Ainsi, il faut distinguer parmi ces acteurs les producteurs de services dont les établissements de crédit (« EC »), les organismes d'assurance « OA », les entreprises d'investissement (« EI »), les prestataires de services de paiement (« PSP ») et les sociétés de gestion de portefeuille « SGP » de leurs distributeurs.

S'agissant des producteurs, leur organisme de tutelle est l'ACPR à l'exclusion des SGP qui sont agréées par l'AMF. S'agissant des EC, ceux ayant le statut de banque sont en réalité soumis à l'agrément de la Banque centrale européenne (« BCE ») tout comme le sont les EI dites « systémiques », l'ACPR proposant leur agrément à la BCE. En outre, l'AMF est également compétente pour approuver leur programme d'activité dès lors que les EC fournissent des services d'investissement. Ils entrent dans la catégorie des prestataires de services d'investissement dont les SGP, ce

qui est une particularité française, font partie (les « PSI »).

S'agissant des distributeurs, il faut distinguer ceux agissant en qualité de mandataire des producteurs de ceux agissant plutôt dans l'intérêt des investisseurs et clients que l'on peut regrouper sous le vocable « courtiers » dans la mesure où ils agissent dans l'intérêt des clients et, dans une certaine mesure, de celui des acteurs. Ainsi, l'agrément des mandataires dépend avant tout de celui de leur mandant acteur. Il en est ainsi des agents liés, les personnes agissant au nom et pour le compte des PSI, des mandataires ou agents d'assurance, des agents de PSP ou des mandataires intermédiaires en opérations de banque et services de paiement.

« Qu'ils opèrent en matière bancaire, d'assurance ou sur les instruments financiers, les acteurs des marchés financiers sont soumis à des conditions d'agrément dépendant tout à la fois de leur secteur d'activité principal et de la nature de leur intervention. »

A l'inverse, les « courtiers » comme les conseillers en investissements financiers ou les courtiers d'assurance disposent d'un agrément propre. Si tous ces distributeurs restent sous la supervision de l'ACPR ou de l'AMF selon leur nature, ils demeurent tenus de s'enregistrer et de renouveler leur enregistrement en outre auprès de l'ORIAS, le registre unique en charge du contrôle et de la diffusion des informations concernant leur agrément.

Bien entendu, ce tableau serait encore trop simple s'il ne fallait pas souligner l'existence de nombreux autres acteurs ou types de distributeurs avec des agréments plus spécifiques (les émetteurs de monnaie électronique, les intermédiaires en financement participatif, etc.) et l'émergence de nouveaux acteurs tels que les prestataires de services sur actifs numériques. Pour autant, le principe reste que la détermination de leur tutelle, AMF ou ACPR, dépend de la nature première de leur activité.

Au-delà de la situation actuelle, on ne peut conclure ce panorama sans une perspective qui se dégage au fil de l'apparition ou du renforcement du cadre réglementaire : la prééminence des autorités européennes. En effet, au-delà de leur pouvoir normatif, l'intervention des autorités de tutelle européennes dans le cadre de l'agrément des acteurs locaux est de plus en plus prégnante voire requise comme mentionné plus haut s'agissant de la BCE. Dès lors, avec les demandes ou annonces régulières de renforcement de la réglementation au niveau européen, on ne peut qu'anticiper que les pouvoirs locaux s'effaceront de plus en plus au profit de ces autorités supra-étatiques. ■



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

Asset deal : la nécessaire autorisation de l'inspection du travail pour la reprise des salariés protégés

Dans les opérations de cession d'activités, et à la différence des opérations de cession de titres d'une entreprise, l'autorisation de l'inspection du travail peut être requise lorsque des salariés protégés sont inclus dans le périmètre concerné.

Champ d'application de l'autorisation : la cession d'une partie de l'entreprise ne correspondant pas à un établissement distinct pour le CSE

L'application de l'article L.1224-1 du Code du travail exige la réunion de deux conditions :

- le transfert d'une entité économique autonome ;
- et la conservation par l'entité de son identité après le transfert.

En cas de cession partielle d'entreprise (dans le cadre d'un apport partiel d'actifs suivi d'une vente de la société bénéficiaire de l'apport ou d'une cession de fonds de commerce par exemple), des dispositions particulières obligent l'employeur à soumettre à l'autorisation préalable de l'inspecteur du travail le transfert des salariés protégés.

La Cour de cassation distingue, cependant, selon que l'unité transférée est ou non dotée d'un comité social économique d'établissement.

Ainsi :

- si l'unité transférée est dotée de son propre comité d'établissement, le transfert de la totalité des activités et du personnel de celle-ci s'analyse en un transfert total d'établissement, ne nécessitant donc pas d'autorisation de l'inspecteur du travail ;
- inversement, si l'unité transférée n'est pas

dotée d'un comité social et économique d'établissement qui lui est propre, le transfert est considéré comme un transfert partiel d'établissement même si tous ses salariés sont transférés (Cass. soc., 15 novembre 2011, n° 10-15.284) et l'autorisation de licencier s'impose.

A ce titre, la Cour de cassation a précisé que le transfert d'une entité faisant partie d'une unité économique et sociale était nécessairement partiel dès lors que cette entité n'avait pas mis en place de comité social et économique d'établissement, ce qui suppose là encore une autorisation administrative (Cass. soc., 23 mars 2017, n° 15-24.005).

Une procédure d'autorisation à engager dès l'issue de la consultation du CSE sur l'opération de cession

Selon la réglementation, la demande d'autorisation préalable :

- doit être adressée à l'inspecteur du travail compétent au moins 15 jours avant la date arrêtée par le transfert (article R. 4623-23 du code du travail) ;
- et celui-ci a ensuite 15 jours pour répondre (article R. 4623-21 du code du travail).

En pratique, il convient toutefois d'effectuer la demande d'autorisation préalable au plus tôt, soit dès l'issue de la consultation du CSE sur l'opération de cession. Cette précaution n'est pas toujours suffisante car l'autorisation est parfois donnée postérieurement à la cession, ce qu'il faut alors anticiper dans le contrat de vente.

Par conséquent, il est opportun de préciser dans le contrat de cession que la reprise

des salariés protégés interviendra, le cas échéant, postérieurement à la réalisation l'opération, dès lors que le transfert ne peut s'opérer qu'à compter de la date de notification de la décision de l'inspection du travail (CE, 27 juin 2005, n° 277048).

Le contrat de cession peut également utilement rappeler qu'en cas de refus par l'inspecteur du travail du transfert de salariés protégés, et le cas échéant après épuisement des voies de recours, les salariés protégés resteront salariés du cédant.

Un examen précis par l'administration des conditions d'application de la règle du transfert automatique des contrats

L'inspection du travail saisie de la demande vérifie :

- tout d'abord la réalité de l'opération en examinant le respect des conditions posées par l'article L.1224-1 du Code du travail (CE 15 juin 2005, n° 250747) ;
- elle veille ensuite à ce que le transfert du salarié ne soit pas en lien avec son mandat ou son appartenance syndicale. En effet elle doit s'assurer que les salariés protégés concernés ne font pas l'objet d'une mutation discriminatoire dans une autre entité (article L. 2421-9, al. 1^{er}, CE 12 oct. 1990, n° 87204). Il est, dans ce contexte, important d'établir des demandes d'autorisation exposant clairement le bien-fondé de la règle du transfert automatique des contrats de travail. ■



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

Information/consultation du CSE et information des salariés issue de la loi Hamon : des aspects à ne pas négliger

Même si elles ne constituent pas *stricto sensu* une autorisation, les obligations relatives à la consultation du Comité social et économique (CSE) et à l'information des salariés au titre de la loi Hamon ne doivent pas être oubliées car les sanctions associées peuvent être importantes.

Modalités générales de consultation du CSE

Aux termes de l'article L.2312-8 du Code du travail, les projets intéressant l'organisation, la gestion et la marche de l'entreprise doivent être précédés de la consultation du CSE dans les entreprises d'au moins 50 salariés. Cela concerne notamment tout projet modifiant l'organisation économique ou juridique de l'entreprise. La consultation signifie que le CSE doit rendre un avis (positif ou négatif), étant précisé qu'un avis négatif n'est pas un obstacle à la réalisation de l'opération (le CSE n'a pas de droit de veto).

Pour les besoins de la consultation, le CSE doit recevoir une note écrite et détaillée présentant l'opération et ses conséquences pour les salariés. Cette note doit être suffisamment précise pour permettre au CSE de rendre un avis éclairé sur le projet.

« L'obligation d'information des salariés au titre de la loi Hamon a pour but de permettre aux salariés intéressés de présenter une offre de reprise. »

La consultation doit être préalable à la mise en œuvre du projet qui implique son caractère réversible.

Même si l'employeur n'est pas lié par l'avis du CSE, la consultation est toutefois un prérequis indispensable dans la mesure où l'absence de consultation du CSE est susceptible de constituer un délit pénal d'entrave, puni par une amende de 7 500 euros.

Information des salariés au titre de la loi Hamon

Le Code de commerce (articles L.23-10-1 et suivants et articles L.141-23 et suivants) prévoit une obligation d'information des salariés :

- en cas de cession de fonds de commerce ;
- ou en cas de cession par un propriétaire de sa participation représentant plus de 50 % des parts sociales d'une SARL ou d'une société par actions.

L'obligation d'information des salariés au titre de la loi Hamon a pour but de permettre aux salariés intéressés de présenter une offre de reprise.

Ce dispositif d'information des salariés s'impose uniquement :

- aux entreprises de moins de 250 salariés ;
- réalisant un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou dont le total de bilan n'excède pas 43 millions d'euros.

Seules les ventes sont visées, à l'exclusion des autres opérations de transfert de propriété.

L'obligation s'exerce différemment selon que l'entreprise dispose ou non de représentants du personnel :

- dans les entreprises de moins de 50 salariés ou dans celles de 50 salariés et plus sans CSE par suite d'une carence, le chef d'entreprise

doit informer les salariés au plus tard deux mois avant la vente ;

- dans les entreprises de 50 salariés et plus avec un CSE, les salariés sont informés au plus tard concomitamment à l'information/consultation du CSE sur l'opération envisagée.

Toute offre d'achat formulée par un salarié doit être présentée, sans délai, au vendeur.

Le vendeur n'a toutefois aucune obligation à l'égard d'une offre présentée par les salariés. Cette offre ne revêt pas de caractère prioritaire et le refus du vendeur de l'étudier ou de l'accepter n'a pas à être motivé.

Il n'existe par ailleurs aucune obligation de transmettre des informations ou des documents relatifs à l'entreprise, sa stratégie ou sa comptabilité, aux salariés ayant fait connaître leur intérêt.

La sanction consiste en une amende civile pouvant aller jusqu'à 2 % du montant de la vente.

Articulation de ces obligations d'information / consultation dans le cadre d'un processus transactionnel

Les obligations d'information / consultation au titre de l'article L.2312-8 du Code du travail et des dispositions des articles L.23-10-1 et suivants et des articles L.141-23 et suivants du Code de commerce doivent être respectées avant la signature de tout acte engageant le vendeur assujéti à ces articles. Dès lors, en pratique et pour sécuriser le vendeur, une promesse d'achat est généralement signée par le vendeur et l'acheteur aux termes de laquelle l'acheteur s'engage à acheter les titres cédés à condition que le vendeur exerce la promesse une fois les obligations d'information / consultation purgées. ■



Par **Aurélie Parchet**, avocat en droit du travail et protection sociale. Elle intervient tant dans les relations individuelles que dans les relations collectives de travail et intervient régulièrement dans des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises.
aurelie.parchet@cms-fl.com



Et **Vincent Desbenoit**, avocat en corporate/fusions et acquisitions. Il accompagne les entreprises dans leurs projets et notamment dans les opérations de fusions-acquisitions cross-border et dans les dossiers franco-allemands.
vincent.desbenoit@cms-fl.com

Agréments fiscaux : le désaccord des temps

Les opérations d'acquisition et de restructuration obéissent à un timing que les procédures fiscales d'agrément, de rescrit et de régularisation ignorent. Le délai de traitement de l'Administration est en effet souvent incompatible avec le calendrier de ces opérations.

Plusieurs situations sont ainsi soumises à une contrainte d'agrément. C'est notamment le cas du transfert des déficits fiscaux, des charges financières non déduites et de la capacité de déduction inemployée à raison d'une fusion.

L'agrément doit être demandé auprès du bureau des agréments et rescrits avant la réalisation de l'opération en cause, quand bien même son obtention peut exiger de longs mois d'instruction, et n'est généralement délivré qu'après la réalisation de l'opération – avec tous les « désagréments » que peut entraîner un rejet sur une opération déjà réalisée.

Autre situation courante : l'acquéreur d'une cible soumet parfois l'opération à la mise en œuvre d'une régularisation des risques identifiés dans le cadre de l'audit d'acquisition, notamment s'agissant des irrégularités en matière d'IFU et DAS 2 qui s'accompagnent de sanctions élevées.

Il peut également être recherché avant l'opération la confirmation par l'Administration de l'éligibilité à un régime de faveur (celui des titres de participation par exemple), de la nature d'un revenu (notamment en cas de managements packages) ou encore de l'absence d'abus de droit.

En l'absence de concordance des temps « économiques » et « administratifs », lorsque l'aval de l'Administration est indispensable, les parties seront contraintes de repousser voire renoncer à l'opération envisagée.

« Les opérations d'acquisition et de restructuration obéissent à un timing que les procédures fiscales d'agrément, de rescrit et de régularisation ignorent. »

En principe, certaines opérations pourront en revanche être réalisées sans attendre l'accord formel de l'Administration, ou éventuellement seulement avec son accord de principe, soit que l'agrément est de droit (cas du transfert des déficits), soit que la régularisation requise reçoit généralement un accueil favorable de l'Administration (cas des régularisations IFU et DAS 2). L'introduction dans le traité de fusion d'une condition suspensive relative à l'obtention de l'agrément fiscal pour le transfert des déficits doit en revanche être mûrement réfléchie, l'Administration considérant dans certains dossiers qu'elle est susceptible de heurter la condition de motivation économique requise par l'article 210-0 A du CGI.

Enfin, lorsque tout n'aura pu être réglé en amont de l'opération, un confort peut désormais être recherché auprès du nouveau Service de mise en conformité fiscale (SMEC) pour régulariser certaines problématiques. La pratique de ce service reste toutefois à construire.

Des pratiques et délais variables au sein du reste de l'Europe

Le désalignement des temps économiques et administratifs n'est cependant pas une spécificité française. Ainsi, en Italie, le transfert des déficits dans le cadre d'une fusion nécessite la réunion de conditions strictes qui peuvent dans certains cas requérir un confort au

travers d'une demande d'agrément. Cette demande peut être adressée au plus tôt à la date de décision d'approbation de la fusion, l'administration disposant alors d'un délai maximum de 180 jours pour répondre, ce qui permet au mieux de connaître la position à adopter à l'occasion du dépôt de la déclaration afférente à l'exercice de fusion. En Espagne, la validation du caractère économique d'une opération auprès de l'administration nécessite en principe 6 mois mais le plus souvent 1 an en pratique. Enfin, en Pologne, la situation est comparable voire en voie de détérioration : un projet de loi prévoit en effet que les fusions transfrontalières nécessiteraient l'émission par l'administration, préalablement à l'opération, d'une position confirmant la compatibilité de l'opération avec les règles fiscales polonaises. La validation des sujets spécifiques nécessite en revanche un délai plus raisonnable dans nombre de juridictions européennes au regard du calendrier des opérations, soit entre 3 et 6 mois. Les contribuables peuvent donc légitimement aspirer à une amélioration des processus d'agrément à cet égard. ■



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



Johann Roc'h, avocat associé en fiscalité. Il accompagne d'un point de vue fiscal des groupes français et étrangers dans leur développement en France et à l'étranger, en matière de conseil mais également de contentieux. johann.roch@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

Défaut d'autorisation d'un tiers, valorisation et incidences fiscales

Un calendrier contraint, une pression concurrentielle des autres acquéreurs ou encore un événement exogène susceptible d'avoir une incidence sur l'opportunité d'une opération peuvent pousser les parties à finaliser celle-ci alors même que l'ensemble des autorisations ou agréments de tiers n'ont pas encore été obtenus.

Lorsqu'ils le sont finalement, il n'y a en général pas de difficultés. En revanche, s'ils sont contestés ou refusés, cet événement est susceptible d'avoir une incidence sur les valorisations initialement retenues. Les parties peuvent avoir prévu des clauses d'ajustement de prix ou de valeurs vénales, avec donc des conséquences sur les gains de cession constatés, les droits d'enregistrement liquidés, ou encore les parités de fusion ou d'apport retenues. Des conséquences plus indirectes peuvent également être reconnues,

avec par exemple une modification des bonis ou malis constatés à l'occasion de l'opération, le Conseil d'Etat imposant d'en tirer toutes les conséquences (y compris lorsque l'autorisation en question émanait de l'administration fiscale) en termes d'allocation entre « vrai mali » et mali technique¹, mais probablement également pour l'allocation et le suivi dudit mali technique.

Les impacts d'un défaut d'autorisation d'un tiers étant susceptibles de bouleverser les valorisations et donc les rapports entre les parties (notamment dans les cas de rapprochements), ces dernières pourraient être tentées de prévoir des clauses résolutoires pour remettre rétroactivement en cause l'opération en cas de défaut d'autorisation. Elles devront toutefois garder à l'esprit que ces clauses ne permettent pas d'obtenir la restitution des droits d'enregistrement initialement

acquittés². Par ailleurs, les règles applicables en matière d'impôt sur les sociétés reconnaît l'efficacité de ces clauses, c'est sous réserve du principe de spécialité des exercices, avec donc potentiellement un effet fiscal net lorsque la réalisation de l'opération puis son annulation interviennent sur deux exercices différents.

Il est donc probablement fiscalement plus sage, lorsque les circonstances le permettent, de ne réaliser une opération qu'une fois l'ensemble des autorisations de tiers obtenues. En cette matière comme dans d'autres, patience est mère de sureté ! ■

1. CE, 9^e et 10^e ch., 18 janvier 2017, n° 389004, Stago International.
2. Article 1961 du CGI.



Par **Jean-Charles Benois**, 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.
jean-charles.benois@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 1709 du Lundi 26 juin 2023
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 - Origine du papier :

Glückstadt, (Allemagne) - Taux de fibres recyclées : 100 %,

Certification PEFC,

Impact sur l'eau Ptot : 0,004 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

