

# La lettre des **FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY**

Lundi 25 mars 2024

## Editorial

On pourrait craindre qu'il y ait une forme de pléonasme à évoquer la cession de l'*entreprise en devenir*. Une entreprise n'est-elle pas toujours, dans une mesure plus ou moins importante, un objet en évolution ? Certaines entreprises sont d'ailleurs avant tout porteuses d'espoirs de grand succès, plutôt que la clé d'un résultat annuel garanti. Bien sûr, il existe des entreprises dont le modèle économique repose sur la plus grande stabilité, dont le chiffre d'affaires est contractuellement assuré, dont les relations avec les fournisseurs sont durablement sécurisées. Mais n'est-ce pas là l'exception ? Les économistes voient l'entreprise comme un nœud de contrats, mais n'est-elle pas avant tout la réunion d'un lot d'espoirs et d'un nombre considérable de risques ?

Le caractère par nature instable de l'entreprise complexifie nécessairement l'opération de cession de cet objet. Il est bien entendu possible de « prendre une photographie » de l'entreprise au jour de la cession et de procéder à la vente de ce que l'on voit sur le cliché, évalué au jour de la cession. Un prix doit alors être convenu, l'entreprise change de mains et les routes du vendeur et de l'acheteur ne se croiseront plus. Mais cette approche simpliste de la cession d'une entreprise, qui peut certes convenir à des opérations portant sur des exploitations peu complexes, n'est généralement pas celle souhaitée par les parties, dès lors que l'activité de l'entreprise cédée est soumise à des aléas significatifs et/ou qu'elle n'a pas encore réalisé toutes ses attentes.

Le défi lancé aux juristes, à qui il incombe de donner un cadre à l'opération, consistera ainsi à permettre à celui qui cède de profiter de l'élan qu'il a donné à l'entreprise, que ce soit en conservant pendant un temps une participation, sous une forme ou sous une autre, ou en lui conférant un intérêt aux résultats de l'entreprise postérieurs à la cession. Quant au cessionnaire, il aura à cœur de préserver ses intérêts et de s'assurer que le caractère en devenir de l'entreprise qu'il achète ne relève pas seulement du domaine du rêve. Il lui faudra aussi s'assurer que les mécanismes de protection du cédant ne prennent pas une importance telle que c'est finalement l'idée même de cession qui s'en trouve remise en cause.

Le droit des affaires est heureusement riche de nombreux instruments permettant de satisfaire ces différentes attentes. Certains de ces instruments sont très connus et sont empruntés au droit civil, comme la clause de complément de prix ou le recours aux conditions. D'autres relèvent de constructions du droit des sociétés ou élaborées à partir de celui-ci, comme les dispositifs de *ratchet* ou les BSPCE. La nécessité de prendre en compte la situation des salariés et le positionnement fiscal de chaque acteur de l'opération achève de rendre indispensable une approche globale de la cession de l'entreprise en devenir. ■

Par Bruno Dondero et Christophe Lefaillet, avocats associés

## Dossier

### Acquérir une entreprise en devenir

- Complément de prix vs acquisition fractionnée : quelle est la meilleure solution ? **p. 2**
- Les conditions suspensives à l'épreuve du droit fiscal **p. 3**
- Les outils d'ajustement de la valorisation dans les sociétés en devenir **p. 4**
- Quels outils de management package pour les jeunes pousses ? **p. 5**
- ELTIF 2 et les sociétés en devenir **p. 6**
- Anticiper le statut collectif applicable à la NewCo **p. 7**
- Entreprise en redevance : comment acquérir une entreprise en retournement ? **p. 8**
- Les pépites sous les radars n'échappent plus au contrôle des autorités de concurrence **p. 10**

## Actualités

- Remplacement de l'article 150-0 B ter du CGI : des nouveautés concernant le réinvestissement dans les véhicules de capital-investissement **p. 11**
- Evolution de la gestion d'actifs : adoption de la révision des directives AIFM et UCITS **p. 12**

Ce supplément est réalisé par les avocats de

**CMS Francis Lefebvre**

# Complément de prix vs acquisition fractionnée : quelle est la meilleure solution ?

Le complément de prix et l'acquisition fractionnée sont des mécanismes fréquents en cas d'acquisition de sociétés en devenir. Les raisons de leur mise en place sont multiples : la difficulté de valoriser la cible à la date d'acquisition sur la base d'indicateurs financiers standards, l'objectif d'associer le vendeur à la prise de valeur de la cible, et le souhait de faciliter la transition auprès de la clientèle et des équipes.

**Le complément de prix** est envisagé lorsque l'acquisition porte sur 100 % du capital de la cible. Il est en principe calculé sur une période de six mois à trois ans, et peut représenter généralement jusqu'à 50% du prix versé. Le montant du complément de prix doit être déterminé ou déterminable dans le contrat d'acquisition initial. Il prend en considération l'atteinte d'objectifs financiers simples (e.g. chiffre d'affaires), ou d'indicateurs sur lesquels l'acquéreur aura plus de latitude (e.g. le résultat ou l'EBITDA) et il est donc plus sujet à négociations. L'acquisition à 100 % et le complément de prix permettent à l'acquéreur d'intégrer la cible dans son organisation à échéance courte.

**Des difficultés peuvent cependant survenir lors du calcul ultérieur du complément de prix.** L'acquéreur pourrait être tenté, afin de diminuer son montant, et ce dans le cadre d'une politique de groupe, de faire supporter des charges à la cible, lancer une nouvelle activité, vider la structure, voire la faire absorber. Dans ces cas, il devient difficile voire impossible de calculer le complément de prix en raison du changement de périmètre. Il est donc primordial d'encadrer le droit de regard du vendeur sur les actions de l'acquéreur pendant la période de référence.

**L'acquisition fractionnée permettra à l'acquéreur de rentrer progressivement au capital de la cible**, par exemple, en acquérant le contrôle, puis le solde du capital en plusieurs étapes par le jeu d'exercice de pro-

**« Des difficultés peuvent cependant survenir lors du calcul ultérieur du complément de prix. »**

messes de vente et d'achat. **Le prix du solde sera déterminé en application d'une formule de prix faisant référence à la valeur de marché de la cible à la date d'exercice des promesses.** Le vendeur espérera une surperformance de la cible, jusqu'à plusieurs points de multiple (en l'absence de plafonnement) par rapport au prix initial par action déboursé lors de la prise de contrôle. Néanmoins, dans l'hypothèse d'une « sous-performance », le prix par action pourrait devenir inférieur à celui fixé lors de l'acquisition du bloc de contrôle, là où le complément de prix ne permet d'obtenir que du plus empêchant ainsi une quelconque dépréciation.

**En cas d'acquisition fractionnée**, le vendeur demeure dans la cible, d'une part en tant qu'associé minoritaire – il exerce alors ses droits de vote et financiers - et d'autre part, le cas échéant, en tant que dirigeant. Un comité stratégique composé de représentants de l'associé majoritaire est très souvent institué pour autoriser en amont les décisions stratégiques prises par le vendeur resté dirigeant (développement d'une nouvelle activité,

acquisition ou vente d'une filiale, conclusion d'un nouvel emprunt, etc.). Si celui-ci n'est plus dirigeant, il pourra bénéficier d'un droit de veto au sein de ce comité sur les décisions ayant un impact significatif sur la valorisation de la cible. Le risque étant la divergence d'intérêts entre le vendeur, qui espère une forte augmentation de la valeur de la cible à court terme, et l'actionnaire majoritaire qui pourrait avoir des objectifs à plus long terme.

En synthèse, le complément de prix présente l'avantage de la simplicité, mais peut être source de déceptions et de litiges si celui-ci est octroyé à une échéance trop longue, limité à un plafond et sujet à discussion en cas de changement de périmètre. Plus lourde à mettre en place, l'acquisition fractionnée peut faire espérer à l'acquéreur une implication plus importante du vendeur dans la cible, pour une croissance profitable aux deux parties. ■

**« En cas d'acquisition fractionnée, le prix du solde sera déterminé en application d'une formule de prix faisant référence à la valeur de marché de la cible à la date d'exercice des promesses. »**

Par **Matthieu Rollin**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Il intervient notamment en matière de fusions-acquisitions, d'opérations de private equity et LBO ainsi que dans le cadre d'opérations de réorganisation (fusion, apport partiel d'actif).  
[matthieu.rollin@cms-fl.com](mailto:matthieu.rollin@cms-fl.com)



# Les conditions suspensives à l'épreuve du droit fiscal

**Le Code civil accorde une place toute particulière aux obligations conditionnelles. Parmi ces obligations, les conditions suspensives sont bien connues des praticiens et souvent âprement négociées dans le cadre des opérations de cession de droits sociaux ou d'entreprise.**

Aux termes de l'article 1304 du Code civil « *la condition est suspensive lorsque son accomplissement rend l'obligation pure et simple* ». De cette condition dépend donc, sinon la naissance de l'obligation, du moins son effectivité.

La condition suspensive peut soit défaillir, soit se réaliser.

En cas de défaillance, l'obligation conditionnelle est censée n'avoir jamais existé.

En cas de réalisation, l'obligation conditionnelle devient pure et simple. Depuis l'entrée en vigueur en 2016 de l'article 1304-6 du Code civil, le principe est que **le contrat devient parfait à la date de réalisation de la condition suspensive** et non plus nécessairement de manière rétroactive, à sa date de conclusion. Les parties restent néanmoins libres de gérer les effets de la réalisation de la condition suspensive et de prévoir une rétroactivité pour tout ou partie des actes accomplis avant cette réalisation.

Le droit fiscal a de son côté toujours considéré que le fait génératrice d'imposition intervient **à la date de réalisation de la condition suspensive**, sans rétroagir à la date de conclusion du contrat. Ainsi, l'article 676 alinéa 1<sup>er</sup> du CGI prévoit, en matière

de droits d'enregistrement, qu'« *en ce qui concerne les mutations et conventions affectées d'une condition suspensive, le régime fiscal applicable et les valeurs imposables sont déterminées en se plaçant à la date de la réalisation de la condition* ». L'article 74 SA de l'annexe II au CGI retient le même principe en matière de plus-value.

Au plan civil, il est en principe nécessaire que l'évènement constitutif de la condition soit **futur et incertain** mais également **indépendant de la volonté du débiteur**. Cette dernière caractéristique fait écho à la notion de condition potestative et à l'article 1304-2 du Code civil, étant précisé qu'il est aujourd'hui admis que la condition purement potestative de la part du créancier est valable et que seule la condition purement potestative dépendant d'une manifestation arbitraire de la volonté du débiteur est nulle.

Au plan fiscal, l'effet de « retardement » du fait générateur d'imposition suppose l'existence d'une véritable condition et que celle-ci soit réellement suspensive. Le juge de l'impôt ne s'en tient pas ici aux qualifications retenues par les parties et tranche d'après ce qu'il identifie comme leur intention réelle.

La Cour de cassation a ainsi eu à examiner la cession par un expert-comptable de son cabinet moyennant une indemnité de clientèle basée sur les honoraires passés. La convention contenait une clause, intitulée « condition suspensive », prévoyant que le contrat ne deviendrait définitif qu'à la date de détermination définitive du prix, à l'issue d'une période de garantie, en fonction des clients conservés par l'acquéreur. Ce dernier avait cru pouvoir reporter le paiement du droit proportionnel de mutation de clientèle. La Cour a jugé que la clause s'analysait en une clause de révision de prix et non en une condition suspensive, de sorte que ce droit était immédiatement exigible (C.Cass, 27-06-1995, n°1374).

De même, le Conseil d'Etat a jugé que le fait que le prix ait été payé et le transfert des titres effectué dès la passation du contrat révèle que la clause, qualifiée de « condition suspensive » par les parties, selon laquelle le cédant garantissait à l'acquéreur pour les exercices suivants un certain niveau de bénéfices, faute de quoi l'acquéreur pouvait demander la « non-réalisation » de la transaction, s'analysait en une condition résolutoire (CE 30-11-1990 n° 80567). Par suite, la plus-value était immédiatement imposable.

**Le praticien doit donc prêter une attention particulière aux évènements érigés en conditions suspensives et être vigilant quant aux effets donnés à leur réalisation. ■**

**« (...) le principe est que le contrat devient parfait à la date de réalisation de la condition suspensive et non plus nécessairement de manière rétroactive, à sa date de conclusion. »**



Par **Renaud Grob**, avocat associé en fiscalité. Il assiste au quotidien les entreprises sur les problématiques d'impôts directs : IS, intégration fiscale, fiscalité des dividendes, sous-capitalisation, conventions fiscales, crédits d'impôts. renaud.grob@cms-fl.com



Et **Aliénor Fevre**, avocat counsel 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

# Les outils d'ajustement de la valorisation dans les sociétés en devenir

La complexité de l'exercice de valorisation des start-up en période d'amorçage constitue fréquemment un frein à l'engagement des investisseurs. Différents mécanismes permettent toutefois de pallier les incertitudes et donc le risque de surpayer une participation, soit à travers la correction de la valorisation initiale, soit en différant celle-ci.

## Les mécanismes de « ratchet »

Instrument anti-dilutif en valeur, la clause de *ratchet* vise à ajuster le niveau de participation d'un investisseur lorsqu'une opération intervenant postérieurement à son entrée au capital est réalisée sur la base d'une valorisation inférieure à celle retenue lors sa propre entrée. Il s'agira le plus souvent d'un nouveau tour de financement ou d'un événement de liquidité, voire d'une fusion impliquant la société. Cette protection consentie à l'investisseur - qui se traduit par l'attribution à son profit de titres supplémentaires - peut être totale (*full ratchet*), permettant alors la neutralisation pour lui des effets financiers du *down round*, ou partielle (*weighted average ratchet*), sur la base d'une moyenne pondérée librement négociée<sup>1</sup>. Son bénéfice sera parfois assorti d'un seuil de déclenchement ou d'une franchise, ou subordonné à ce que l'investisseur concerné participe au nouveau tour de table (*pay to play*).

Le mécanisme de *relution* adopté prendra souvent la forme d'actions de préférence, lesquelles peuvent être converties en actions ordinaires ou en ADP d'une autre catégorie. L'outil d'ajustement résidera dans le taux de conversion retenu, par essence variable afin de permettre à terme le réalignement souhaité sans nouvel apport de la part de l'investisseur.

Il peut également s'agir de bons de souscription d'actions, autonomes ou attachés aux actions de l'investisseur (ABSA), dont l'exercice (éventuellement par tranches

« Le mécanisme de *relution* adopté prendra souvent la forme d'actions de préférence, lesquelles peuvent être converties en actions ordinaires ou en ADP d'une autre catégorie. »

progressives) permet la souscription à leur valeur nominale d'un nombre de titres supplémentaires variable, calculé en vertu d'une formule générant l'effet relutif recherché. Les obligations convertibles ou remboursables en actions peuvent aussi être utilisées, la conversion ou le remboursement intervenant alors sur la base d'un multiple variable reposant sur des agrégats prédefinis, et ce à engagement financier constant pour l'investisseur.

## Différer la valorisation

L'émission de BSA-AIR (Accord d'Investissement Rapide) permet pour sa part de faire profiter une start-up *early stage* de fonds propres immédiatement disponibles à concurrence du montant de la souscription<sup>2</sup>, tout en repoussant l'exercice délicat de la valorisation de la société (nécessaire pour déterminer le nombre d'actions que pourra souscrire l'investisseur via l'exercice du bon) à la date d'un évènement déclencheur. Celui-ci correspondra le plus souvent à une levée de fonds ultérieure (les associés fondateurs s'obligent à faire leurs meilleurs

efforts pour y procéder dans un délai défini, et à hauteur d'un montant minimal), ou à un changement de contrôle, évènements pour les besoins desquels l'établissement d'une valorisation s'imposera. Le BSA-AIR doit, à peine de caducité, être exercé une fois l'évènement déclencheur réalisé ou, à défaut de réalisation dudit évènement, dans un certain délai - un à trois ans environ - à compter de sa souscription.

En contrepartie du risque qu'il prend, l'investisseur se voit accorder une décote, de l'ordre de 20 %, sur la valorisation susvisée, étant précisé que l'accord d'investissement rapide encadre en règle générale la valorisation retenue pour le calcul du nombre d'actions attribuées à l'investisseur à l'occasion de l'exercice du bon entre une valeur plancher (*floor*) et une valeur plafond (*cap*). La valorisation de référence retenue pour l'exercice du bon correspond alors à la valorisation pre-money de la société (sur une base pleinement diluée) retenue au titre de l'évènement déclencheur, minorée du taux de décote et, le cas échéant, « floorée » ou « capée ». ■

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



1. Doit également être pris en compte l'effet dissuasif que le *ratchet* est susceptible d'avoir sur les nouveaux investisseurs, appelés à le supporter en partie.

2. Et sans charge d'intérêts associée.

# Quels outils de management package pour les jeunes pousses ?

Pour attirer et fidéliser les talents, aligner les intérêts des salariés, dirigeants et investisseurs, et assurer la croissance de l'entreprise, les outils juridiques dont disposent les jeunes pousses sont multiples, de la politique de rémunération à l'intéressement en passant par l'actionnariat salarié.

**Dans les start-up, les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) restent depuis quelques années l'outil privilégié de l'actionnariat salarié**, les entreprises appréciant leur flexibilité, leur régime fiscal, mais surtout leur adéquation avec l'esprit entrepreneurial et le souhait d'engagement à long terme des équipes<sup>1</sup>. Les BSPCE permettent aux salariés de souscrire à des actions de l'entreprise à des conditions et moyennant un prix déterminé à l'avance. Réservés aux jeunes entreprises (moins de 15 ans) qui ne sont pas issues d'une restructuration et dont le capital est en partie détenu par des personnes physiques, les BSPCE bénéficient d'un régime favorable, en dépit d'un risque d'assujettissement aux cotisations sociales lorsque leurs modalités d'attribution présentent un lien avec les fonctions salariées. Depuis 2018, la plus-value de cession des actions issues de l'exercice des bons est imposée à la *flat tax* ou sur option au barème progressif de l'IR, si le salarié exerce son activité depuis plus de 3 ans au sein de la société<sup>2</sup>. Pour autant, les BSPCE ne constituent pas l'alpha et l'omega de l'actionnariat salarié à la disposition des entreprises en croissance.

**Les plans d'attribution gratuite d'actions (AGA), par exemple, constituent une alternative intéressante** en ce qu'ils permettent, au terme d'une période d'acquisition, à des managers de devenir actionnaires sans bourse délier, tout en garantissant un régime fiscal et social favorable et sécurisé. Le bénéficiaire n'est en principe imposé que lors de la cession des actions, à raison du gain d'acquisition et de la plus-value de cession. La société émettrice du plan est quant à elle redevable d'une contribution patronale de 20 % sur la valeur des actions au jour de leur attribution définitive. Toutefois, comme le relevait l'étude d'impact de la loi dite partage de la valeur<sup>3</sup> l'actionnariat salarié (AGA, BSPCE, etc.) n'est pas adapté à toutes les entreprises et les dirigeants de PME et ETI peuvent être freinés par la complexité comme par l'ouverture de la gouvernance que l'actionnariat salarié peut impliquer. Pour tenter d'y remédier, le législateur a adopté un nouveau dispositif d'intérêsement, dénommé **plan de partage de la valorisation de l'entreprise (PPVE)**, inspiré de la pratique anglo-saxonne des « phantom shares ». Il permet – sous condition cependant d'avoir un caractère collectif et d'être

négocié avec les partenaires sociaux - le versement aux salariés d'une prime déterminée en fonction de l'augmentation de la valeur de l'entreprise sur une période de trois années. La prime versée en application du PPVE est plafonnée à 75 % du montant du PASS (34 776 euros en 2024) par an et par salarié. Si elle est affectée à un plan d'épargne salariale ou un PER d'entreprise, la prime est exonérée d'IR dans la limite de 5 % de son montant maximal. En matière sociale, une telle prime est soumise à une contribution patronale de 20 %.

Au-delà de son cadre fiscal et social avantageux, ce dispositif permet d'éviter une dilution de capital et de perturber la gouvernance de l'entreprise, tout en maîtrisant le risque financier faute de versement en cas de réduction de la valeur de l'entreprise sur la période considérée.

Les dirigeants de start-up et d'entreprises en phase de croissance doivent donc tenir compte de multiples facteurs comme le stade de développement ou leurs souhaits en termes de gouvernance et d'ouverture du capital pour structurer un management package le plus adapté possible. ■

**« Les BSPCE ne constituent pas l'alpha et l'omega de l'actionnariat salarié à la disposition des entreprises en croissance. »**

1. Baromètre SeedLegals, L'actionnariat salarié en start-up, février 2024.

2. A défaut, imposition à l'IR au taux de 30% (sans possibilité d'option pour le barème progressif).

3. Loi n° 2023-1107 du 29 novembre 2023 portant transposition de l'ANI relatif au partage de la valeur au sein de l'entreprise.



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



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

# ELTIF 2 et les sociétés en devenir

Parmi les acteurs intéressés par les sociétés en devenir, il faut bien sûr citer les fonds d'investissement alternatifs. A cet égard, les évolutions récentes tant de la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (dite « Directive AIFM ») que surtout du Règlement (UE) 2015/760 du Parlement Européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (respectivement, le « Règlement ELTIF ») en apportent une réelle illustration.

Tout d'abord, il faut rappeler que l'objectif du Règlement ELTIF est de « *cible[r] des investissements à long terme et contribu[er] à financer la croissance durable de l'économie de l'Union* ». Ainsi, l'investissement des fonds d'investissement alternatifs (« FIA ») agréés au titre du Règlement ELTIF (les « ELTIF ») a pour objet principal les entreprises autres que financières qui ne sont pas admises à la négociation sur un marché réglementé ou dans un système multilatéral de négociation ou, si elles le sont, ont une capitalisation boursière ne dépassant pas cinq cents millions d'euros (les « Sociétés Eligibles »). La poursuite de cet objectif a conduit à ce que le Règlement ELTIF prévoie qu'un ELTIF soit tenu d'investir au moins 55 % de ses actifs en actifs éligibles comprenant en particulier aussi bien les instruments de capitaux propres ou de quasi-capitaux propres que les instruments de dettes émis par ces Sociétés Eligibles. Les sociétés en devenir et innovantes apparaissent ainsi comme des cibles d'investissements privilégiées pour ce type de FIA.

A cet égard, si les ELTIF ont la possibilité d'investir depuis janvier 2024 dans des actifs immobiliers de manière plus large qu'initialement à la suite de l'entrée en vigueur des modifications au Règlement ELTIF apportées par le Règlement (UE) 2023/606 du 15 mars 2023, le droit français a entendu favoriser les FIA n'investissant pas directement ou indirectement dans des actifs physiques (princi-

**« Il faut rappeler tout d'abord que les ELTIF constituaient déjà avant cette évolution une classe d'actifs éligibles aux contrats d'assurance vie en unités de compte. »**

palement des actifs immobiliers) mais bien dans les entreprises.

Il faut rappeler tout d'abord que les ELTIF constituaient déjà avant cette évolution une classe d'actifs éligibles aux contrats d'assurance vie en unités de compte. Depuis le 23 octobre 2023 et l'adoption de la loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à « l'industrie verte », le Code des assurances a été modifié pour assouplir les conditions d'investissement dans ce type d'unités de compte ainsi que le Code monétaire et financier (le « CMF »).

En effet, s'agissant du CMF, ce dernier a été modifié de sorte que tant les plans d'épargne en actions (« PEA ») destinés au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire – dits PEA PME – que les PEA classiques peuvent être investis en FIA bénéficiant de l'agrément au titre du Règlement ELTIF à la double condi-

tions que ces FIA investissent directement ou indirectement dans des émetteurs dont les titres sont éligibles à ces plans mais n'investissent pas, que cela soit directement ou indirectement, dans des actifs physiques. Il faut noter sur ce point que le CMF ne semble pas distinguer entre ELTIF de droit français et ELTIF d'un autre Etat de l'Union européenne. Le CMF a également été modifié afin de prévoir la possibilité qu'un nombre plus important de formes de FIA reconnues par le droit français et relevant de la directive AIFM puissent obtenir l'agrément ELTIF.

A cet égard, il faut rappeler que s'agissant des ELTIF français investissant dans des sociétés en devenir, la forme de la société de libre partenariat (SLP) apparaît comme particulièrement adaptée pour permettre aux associés de ces véhicules d'accompagner les sociétés en devenir en prévoyant que « *les avis et les conseils donnés à la SLP, à ses entités affiliées ou à leurs gérants ou à leurs dirigeants, les actes de contrôle et de surveillance, l'octroi de prêts, de garanties ou de sûretés ou toute autre assistance à la société ou à ses entités affiliées, ainsi que les autorisations données aux gérants ou à la société de gestion dans les cas prévus par les statuts pour les actes qui excèdent leurs pouvoirs* » ne constituent pas des actes de gestion externe au sens de l'article L.222-6 du Code de commerce<sup>1</sup>. ■

1. Article L. 214-162-3 du CMF.



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

# Anticiper le statut collectif applicable à la NewCo

Lorsqu'une opération implique un changement d'employeur et l'application de l'article L.1224-1 du Code du travail, les contrats de travail sont automatiquement transférés au nouvel employeur. Dans de nombreuses opérations, ce transfert se fera vers une NewCo, spécialement constituée à cet effet.

## Les conséquences du transfert de salariés sur le statut collectif

Pour ce qui concerne les accords collectifs, le Code du travail prévoit un dispositif spécifique de mise en cause des accords (article L.2261-14 du Code du travail). Ces accords restent en vigueur au cours d'une période dite de « survie provisoire » d'un an maximum. Cette période d'un an ne s'ouvre qu'à l'issue d'un délai de préavis de trois mois, sauf clause prévoyant une durée supérieure. Au total, la survie provisoire des accords collectifs est donc au minimum de 15 mois. Au cours du délai de préavis, une négociation d'un accord de substitution doit être engagée à la demande d'une des parties intéressées. Le but de cet accord de substitution est en effet d'adapter « post-transfert » le statut collectif ou d'élaborer de nouvelles dispositions, pour permettre de définir les avantages sociaux qui seront applicables aux salariés ainsi transférés au sein d'une NewCo, par hypothèse vierge de statut collectif.

Le nombre de conventions et d'accords collectifs mis en cause au cours d'une opération peut se révéler conséquent. Il apparaît ainsi particulièrement opportun de pouvoir anticiper la négociation du statut collectif des salariés amenés à être transférés. C'est également un bon moyen de rassurer les salariés et partenaires sociaux quant aux règles qui leur seront applicables après leur transfert au sein de la NewCo. D'abord d'origine jurisprudentielle, la négociation d'accords

**« L'accord de transition, consiste à négocier un accord tripartite entre les employeurs successifs ainsi que les organisations syndicales représentatives dans l'entreprise d'origine. »**

d'anticipation a été consacrée par la loi en 2016. Cette négociation a pour objet d'anticiper la négociation de l'accord de substitution, plutôt que d'attendre l'ouverture de la période de survie provisoire.

## Le but de l'accord de transition

Ainsi, l'accord de transition consiste à négocier un accord tripartite entre les employeurs successifs ainsi que les organisations syndicales représentatives dans l'entreprise d'origine. Cet accord, dont la durée ne peut excéder trois ans et qui n'entre en vigueur qu'à la réalisation de l'opération ayant entraîné la mise en cause, porte sur les mêmes objets que les accords mis en cause et a pour but de mettre en place une étape intermédiaire avant l'application du statut collectif de l'entreprise d'accueil aux salariés transférés. Dans le cadre du transfert vers une NewCo, le but de cet accord sera d'adapter le statut collectif des salariés transférés en faisant éventuellement disparaître certains avantages ou en en créant de nouveaux, mais surtout en maintenant certaines dispositions conventionnelles. Sa conclusion

pourra avoir lieu à partir du moment où est envisagée l'opération. En pratique, les négociations pourront être engagées à l'issue de la consultation du CSE sur l'opération envisagée.

Cet accord est régi par les conditions de validité de droit commun des accords d'entreprise, c'est-à-dire qu'il doit être signé par une ou plusieurs organisations syndicales de salariés représentatives, ayant recueilli plus de 50 % des suffrages exprimés en faveur d'organisations représentatives au premier tour des dernières élections des membres titulaires du CSE. A défaut, l'accord peut également être valablement conclu s'il est signé par des organisations syndicales représentatives ayant recueilli plus de 30 % des suffrages puis soumis à une consultation des salariés par référendum. Les taux de 50 % et 30 % sont appréciés dans le périmètre de l'entreprise d'origine. ■



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](mailto:caroline.froger-michon@cms-fl.com)

# Entreprise en redevenir : comment acquérir une entreprise en retournement ?

La crise issue du contexte géopolitique dégradé, de la fin du « quoiqu'il en coûte » et des aides exceptionnelles de lutte contre les conséquences économiques de la pandémie et, plus tard, de l'explosion du coût de l'énergie, de la crise des semi-conducteurs, de l'engorgement des capacités de transport, etc. conduit à mettre en lumière une solution de retournement, peut-être moins sous les feux de la rampe ces dernières années : la reprise d'entreprises en difficulté.

En effet, lorsque les possibilités de réaménagement, gel ou refinancement sont épuisées, lorsque l'ensemble du poste clients est mobilisé, lorsque l'actif immobilier est déjà objet d'une opération de *sale & lease back*, en bref que la société ne dispose plus de ressources pour financer son retournement, l'ultime chance de l'entreprise est sa cession.

A cette fin, les possibilités sont variées et le droit offre des cadres pouvant s'adapter à toutes les situations de l'entreprise en difficulté. Si le format ne se prête pas ici à une étude détaillée, tentons néanmoins de présenter les outils disponibles.

## Reprendre une entreprise en redevenir dans un cadre amiable

La société qui connaît des difficultés qu'elle n'est pas en mesure de surmonter peut solliciter l'aide d'un mandataire *ad hoc* ou d'un conciliateur<sup>1</sup>. Ces derniers, en général administrateurs ou mandataires judiciaires, sont désignés par le Président du tribunal compétent afin d'assister les dirigeants dans la recherche de solutions de nature à assurer la pérennité de l'exploitation.

Cette solution peut-être une cession partielle ou totale de l'activité.

La cession partielle permet :

- soit de cesser d'imposer à une société en difficulté le coût d'une activité consommatrice de trésorerie (non profitable, requérant des investissements) ;
- soit à cette dernière de se séparer contre financement d'une activité profitable non essentielle à son cœur de métier dégageant une ressource en trésorerie utile pour son retournement global. Une telle cession pourra prendre la forme d'une cession de fonds de commerce si l'activité est constitutrice d'un fonds spécifique ou d'un *carve-out* suivi d'une cession des titres de la *newco* récipiendaire de l'activité détournée. Cette amputation de l'actif de la société en difficulté peut porter atteinte au gage de ses créanciers, mais ne sera en principe pratiquée qu'avec l'accord de ceux appelés à la procédure sur la base de prévisionnels d'activité et de trésorerie de l'entité sous procédure et avec, parfois, un *incentive* versé à ces derniers sur la base du produit de cession.

Le cadre d'intervention conduira à conditionner l'opération à sa constatation, ou plus probablement, à son homologation<sup>2</sup> ce qui permettra d'attester que cette opération, sur la base des données disponibles, est de nature à assurer la pérennité des activités en cause et, en cas d'homologation, de protéger les opérations contre un risque de nullité de la période suspecte.

La reprise peut également être totale. Dans ce cas, elle interviendra, en principe, par reprise des titres de l'entreprise en difficulté conditionnée à des efforts des parties prenantes et la démonstration des capacités industrielles, managériales, financières du repreneur.

De manière plus rare, la procédure amiable permettra de mettre en place une véritable recherche documentée de repreneurs des actifs et activités de l'entreprise qui trouvera son dénouement par un plan de cession mis en œuvre dans une procédure collective subséquente (i.e. prépack<sup>3</sup>).

De manière anecdotique, la cession pourrait être une cession de la totalité de l'activité et des actifs de l'entreprise permettant nécessairement un traitement de l'intégralité du passif dans une figure originale de conciliation liquidative, la pérennité de l'activité étant alors assurée par sa cession.

## Reprendre une entreprise en redevenir dans un cadre judiciaire

Ici, le cadre est celui d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaires, et dans certains cas spécifiques et plus rares, celui d'une sauvegarde.

Une cession totale ou partielle des actifs et activités de l'entreprise en difficulté prendra la forme d'un plan de cession<sup>4</sup>. Il s'agit alors de la fameuse « reprise à la barre » dans

**« Lorsque [...] la société ne dispose plus de ressources pour financer son retournement, l'ultime chance de l'entreprise est sa cession. »**



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



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

laquelle le repreneur détermine les actifs qu'il reprend ainsi que le nombre de postes de travail nécessaires et propose en contrepartie un prix tenant compte de l'ensemble des risques assumés et du poids de la dégradation de l'activité induite par la procédure collective. Cette cession est exorbitante du droit commun. En effet, elle peut imposer le transfert judiciaire des contrats nécessaires à l'activité reprise<sup>5</sup>, définir le périmètre social de l'offre du repreneur, en dérogation avec le transfert automatique de tous les postes attachés à l'activité reprise et sauf exception (dettes assorties d'une sureté portant sur l'actif qu'elles ont financé<sup>6</sup> ou amélioré) le repreneur ne reprend pas de passifs. La cession est aléatoire et judiciaire : le repreneur ne dispose d'aucun recours ni garantie de passif. Certaines réglementations demeurent toutefois applicables, comme la nécessité de l'accord de la puissance publique en matière de transfert des autorisations d'occupation du domaine public ou quasi-public ou encore les règles de contrôle des concentrations, et ce malgré l'urgence de la situation, la reprise devant en effet se réaliser en quelques semaines le plus souvent.

Encore, la reprise de l'entreprise en redevenir peut être opérée par une acquisition de la totalité du capital social de la société en procédure. Un tel schéma, qui ne remet en principe pas en cause les différentes autorisations nécessaires à l'exploitation (hors impact éventuel du changement de contrôle qui devra être mesuré), a pour avantage d'offrir au repreneur les bénéfices de la procédure collective : gel du passif durant la période d'observation, vérification du passif et possibilité de conditionner l'opération de reprise à l'adoption d'un plan de redressement ou de sauvegarde intégrant des efforts significatifs des créanciers, éventuellement dans le cadre de classes de parties affectées.

**« Le cessionnaire sera bien inspiré de conserver une prudence élémentaire qui lui permettra le cas échéant de se défendre en cas d'action en responsabilité à son égard et même à inscrire son opération dans l'un des cadres brossés ci-dessus. »**

#### **Reprendre une entreprise en redevenir dans un cadre *in bonis***

Au troisième temps de ce panorama, nous soulignons un étonnant arrêt de la Cour de cassation qui ne doit pas inciter le repreneur et le cédant à faire fi de principes élémentaires d'une part et d'autre part nous évoquons la reprise opérée lorsque la société se trouve en plan de sauvegarde ou de redressement.

Le 1<sup>er</sup> mars 2023<sup>7</sup>, la Cour a décidé qu'« il ne résulte d'aucun texte ni d'aucun principe qu'une société mère a, lorsqu'elle cède les parts qu'elle détient dans le capital social d'une filiale en état de cessation des paiements, l'obligation de s'assurer, avant la cession, que le cessionnaire dispose d'un projet de reprise garantissant la viabilité économique et financière de cette filiale ». Toutefois, le cessionnaire sera bien inspiré de conserver une prudence élémentaire qui lui permettra le cas échéant de se défendre en cas d'action en responsabilité à son égard et même à inscrire son opération dans l'un des cadres brossés ci-dessus.

Le dernier coup de projecteur sera pour rappeler que les titres d'une société en plan de sauvegarde ou de redressement peuvent être cédés. Dans ce cas, il conviendra que le repreneur implique le commissaire à l'exécution du plan et éventuellement le tribunal. Ce sera pour lui une opportunité de proposer une modification du plan<sup>8</sup> lui permettant

d'alléger le poids de la dette moratoriée ce qui permettra aux créanciers concernés de s'éviter une nouvelle procédure collective. A l'heure où les taux d'intérêts grimpent, il n'est peut-être pas de mauvaise gestion pour un créancier que d'abréger la période de moratoire sans réévaluation des taux qu'il subit. ■

1. Art. L.611-4s. du Code de commerce.  
2. Art. L.611-8 du Code de commerce.  
3. Art. L.611-7 du Code de commerce.  
4. Art. L.642-1s. du Code de commerce.  
5. Art. L642-7 du Code de commerce.  
6. Art. L.642-12 du Code de commerce.  
7. Com. 1<sup>er</sup> mars 2023, N° 21-14.787.  
8. Art. L.626-26 du Code de commerce.

# Les pépites sous les radars n'échappent plus au contrôle des autorités de concurrence

Lorsqu'elles dépassent certains seuils, généralement exprimés en chiffre d'affaires et/ou, le cas échéant, en parts de marché, les opérations de concentration doivent faire l'objet d'un examen préalable par une autorité de concurrence, soit nationale comme l'Autorité de la concurrence française, soit européenne.

Cet examen, entrepris sur la base d'une notification de l'opération en cause, a pour objectif de s'assurer qu'elle n'aura pas d'effet négatif sur la situation concurrentielle des marchés concernés. Les seuils qui président à son déclenchement ont été déterminés selon l'idée que seules les opérations d'une certaine ampleur méritent d'être examinées, les autres restant sous les « radars » des autorités de concurrence.

Par exemple, en France, sauf seuils spécifiques, une opération de concentration est notifiable si l'ensemble des entreprises concernées réalisent un chiffre d'affaires mondial hors taxes de 150 millions d'euros et au moins deux des entreprises concernées réalisent un chiffre d'affaires en France de 50 millions d'euros.

Si de tels seuils ont le mérite de la clarté quant aux obligations légales des entreprises devant obtenir l'autorisation des autorités de concurrence compétentes, ces dernières ont néanmoins progressivement estimé que des opérations stratégiques, concernant notamment des « pépites » dont le poids sur le marché est appelé à grandir rapidement, échappaient à leur contrôle.

Deux évolutions jurisprudentielles traduisent désormais la volonté de pouvoir examiner ces opérations jusqu'alors sous les radars.

D'une part, le tribunal de l'UE a validé, dans l'affaire Illumina/Grail, la possibilité pour une autorité nationale de concurrence de saisir la Commission européenne d'une opération n'atteignant pas les seuils de chiffre d'affaires européens et nationaux, dès lors que cette

opération affecte le commerce entre les Etats membres et menace d'affecter de manière significative la concurrence sur le territoire d'un ou plusieurs des Etats concernés (article 22 du règlement Concentrations 139/2004). Dans cette hypothèse, il revient à la Commission d'examiner cette concentration sous les seuils.

Si la possibilité de renvoyer à la Commission européenne une telle opération de concentration concerne tous les secteurs et toutes les entreprises, la Commission a indiqué qu'elle se concentrerait sur les situations impliquant « au moins une entreprise dont le chiffre d'affaires ne reflète pas le potentiel concurrentiel réel ou futur ».

Cette faculté devrait par exemple s'appliquer en priorité à une « jeune pousse » qui dispose d'un potentiel concurrentiel substantiel ou à un « innovateur » important, notamment dans les secteurs de l'économie numérique ou dans le secteur pharmaceutique.

D'autre part, la CJUE a également validé la possibilité d'un contrôle a posteriori (ex post), sur le fondement des règles européennes encadrant l'abus de position dominante, de certaines opérations de concentration qui auraient échappé au contrôle des concentrations (CJUE 16 mars 2023, aff. C-449/21 Towercast).

En d'autres termes, l'acquisition d'une pépite n'ayant pas fait l'objet d'un contrôle ex ante par le biais du contrôle des concentrations pourra être remise en cause sous l'angle de l'abus de position dominante. Pour cela, les autorités de concurrence devront déterminer que l'acquisition en cause a entravé substantiellement la concurrence sur le marché où l'acquéreur est en position dominante. Le seul constat du renforcement de la position d'une entreprise ne suffit pas pour retenir la qualification d'un abus.

Ces évolutions témoignent du risque que l'acquisition d'une « pépite », même si les seuils de concentration ne sont pas atteints, puisse faire l'objet d'un contrôle par les autorités de concurrence. Un risque à prendre impérativement en compte lorsqu'on envisage une telle opération. ■

**« Les seuils qui président à son déclenchement ont été déterminés selon l'idée que seules les opérations d'une certaine ampleur méritent d'être examinées, les autres restant sous les « radars » des autorités de concurrence. »**



Par **Vincent Lorieul**, avocat counsel 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

# Remploi de l'article 150-0 B ter du CGI : des nouveautés concernant le réinvestissement dans les véhicules de capital-investissement

**La loi de finances pour 2024 est venue modifier les conditions que doivent respecter les véhicules de capital-investissement éligibles au réinvestissement économique de l'article 150-0 B ter du CGI.**

La souscription de parts ou d'actions dans des véhicules de capital-investissement<sup>1</sup> (de type FCPR, FPCI, SCR, SLP, ou organismes similaires européens<sup>2</sup>) respectant certaines conditions, constitue l'un des réinvestissements éligibles au remplacement visé par le dispositif 150-0 B ter du CGI afin de permettre le maintien du report d'imposition qu'il prévoit<sup>3</sup>.

Ces véhicules doivent, pour être éligibles, respecter à l'issue d'un délai de 5 ans courant à compter de la signature de l'engagement de souscrire leurs parts, un quota d'investissement défini par le dispositif.

Avant les modifications opérées par la loi de finances pour 2024, leur actif devait ainsi être constitué, à l'issue de ce délai, à 75 % au moins :

- de parts ou actions reçues en contrepartie de souscriptions en numéraire au capital initial ou à l'augmentation de capital d'une ou de plusieurs sociétés respectant certaines conditions et notamment celle liée à l'exercice d'une activité opérationnelle éligible ;
- de parts ou actions émises par ces mêmes sociétés et acquises par le véhicule lorsque cette acquisition en confère le contrôle ou, lorsque le véhicule est partie à un pacte d'associés, il détient plus de 25 % de leur capital et droits de vote à l'issue de l'acquisition.

Tel qu'issu de la loi de finances pour 2024, l'article 150-0 B ter du CGI prévoit désormais que le quota d'investissement est défini par référence (i) s'agissant des FCPR, FPCI et SLP, au quota prévu par l'article 163 quinquies B du CGI, et (ii) s'agissant des SCR, au quota prévu par l'article 1-1 de la loi du 11 juillet 1985.

De telles références à ces quotas « classiques »

sont bienvenues car elles permettent :

- (i) de clarifier les valeurs des titres pris en compte au numérateur<sup>4</sup> du quota ainsi que les modalités d'appréciation de son dénominateur<sup>5</sup> ;
- (ii) de prendre en compte les investissements réalisés par le véhicule via des sociétés holdings passives.

Le quota de l'article 150-0 B du ter du CGI fait toutefois l'objet de spécificités par rapport aux quotas « classiques » des articles 163 quinquies B du CGI et 1-1 de la loi de 1985 :

- son niveau est de 75 %<sup>6</sup> et il doit être respecté à l'issue du délai de cinq ans précité ;
- sont considérées comme éligibles, au sujet de la condition d'activité que doivent respecter les sociétés sous-jacentes dans lesquelles il est investi directement ou indirectement, les activités commerciales au sens des articles 34 et 35 du CGI, industrielles, artisanales, libérales, agricoles ou financières, à l'exclusion des activités de gestion de son propre patrimoine mobilier ou immobilier<sup>7</sup> ;
- pour être pris en compte au numérateur du quota, l'investissement doit prendre certaines formes, à savoir les formes précitées (souscription en numéraire au capital ; acquisition conférant le contrôle ou à l'issue de laquelle le véhicule détient plus de 25 % en cas de pacte d'associés), auxquelles s'ajoutent :
- les acquisitions de parts ou actions ne conférant pas le contrôle, dans la limite de 10 % du montant total de l'investissement dans la société pris en compte dans le quota ;
- ainsi que les titres donnant accès au capital, les avances en compte courant ou les titres de créance émis par la société, dans la limite

également de 10 % du montant total de l'investissement dans la société pris en compte dans le quota.

Ces nouvelles dispositions sont applicables aux souscriptions de parts ou actions de véhicules d'investissement constitués à compter de la promulgation de la loi de finances pour 2024. Elles peuvent également s'appliquer aux souscriptions de parts ou actions de véhicules constitués antérieurement, à condition que ces derniers exercent une option en ce sens selon des modalités qui seront précisées par décret et respectent le nouveau quota de 75 % sur la base de l'inventaire semestriel au cours duquel le délai de cinq ans expire. ■

1. Entendue comme la signature d'un ou plusieurs engagements de souscription de parts ou actions auprès de véhicules qu'ils désignent.

2. Organismes similaires d'un autre Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales.

3. Le report d'imposition prévu par l'article 150-B ter du CGI, qui s'applique à la plus-value d'apport de titres par une personne physique à une société soumise à l'impôt sur les sociétés qu'elle contrôle, prend notamment fin lorsque la société bénéficiaire de l'apport cède les titres apportés dans un délai de 3 ans suivant l'apport, sauf si cette dernière prend l'engagement de réinvestir dans un délai de 2 ans à compter de la cession au moins 60 % du produit de cession dans un réinvestissement économique (selon les formes autorisées par le texte).

4. Tel que prévu dans le cadre des quotas « classiques » : s'agissant des FCPR, FPCI et SLP, les titres de sociétés éligibles sont retenus pour leur prix de souscription ou d'acquisition et, s'agissant des SCR, ils sont retenus pour leur valeur nette comptable.

5. Tel que prévu dans le cadre des quotas « classiques » : s'agissant des FCPR, FPCI et SLP, le dénominateur est constitué par le montant libéré des souscriptions, et s'agissant des SCR, il correspond à leur situation nette comptable.

6. Contre 50 % pour les quotas « classiques »

7. Alors que les quotas « classiques » visent comme éligibles les seules activités de l'article 34 du CGI.



Par **Matias Labé**, avocat associé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises, dans le cadre d'opérations transactionnelles, que de fiscalité du patrimoine. Il accompagne notamment des acteurs du private equity dans leur structuration. Il a également développé une expertise particulière en matière de capital-investissement, tant s'agissant de la fiscalité applicable au véhicule qu'au niveau des porteurs.  
matias.labe@cms-fl.com



Et **Jérôme Noël**, avocat en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises, dans le cadre d'opérations transactionnelles, que de fiscalité du patrimoine. Il intervient régulièrement auprès d'acteurs du capital-investissement, tant s'agissant de la fiscalité applicable au véhicule qu'au niveau des porteurs.  
jerome.noel@cms-fl.com

# Evolution de la gestion d'actifs : adoption de la révision des directives AIFM et UCITS

Le Parlement européen a adopté le 7 février dernier la révision des directives AIFM et UCITS<sup>1</sup>. Si ces évolutions ne sont pas de nature à révolutionner le secteur de la gestion d'actifs – la possibilité de recourir à un dépositaire dans un autre Etat étant très largement encadrée, elles sont toutefois nombreuses et impactantes en matière de fonds d'investissement alternatifs (les « FIA »). Cette révision vise, en particulier, à encadrer de manière plus stricte les activités conduites par les gestionnaires de FIA (les « GFIA »), les techniques de gestion de la liquidité et les stratégies d'octroi de prêts.

Une part importante des modifications concerne ainsi les conditions d'octroi de prêts

par les FIA et, ce qui peut en être le corollaire, le traitement du risque de liquidité. De la sorte, la directive AIFM modifiée précisera et limitera le niveau de levier que les FIA octroyant des prêts pourront utiliser. En outre, cet encadrement est réalisé avec l'obligation d'adopter des techniques de gestion de la liquidité, techniques pouvant être exigées ou recommandées pour d'autre stratégies.

Ce renforcement de l'encadrement est également réalisé au travers de l'adoption de définition de certaines notions clefs telles que celle de « capital » qui recouvre peu ou prou celle utilisée en France d'« engagement » et peut donc conduire à des conflits d'interprétation avec la définition de « capital » d'un FIA

par nature donnée par le droit français. Ce renforcement est également réalisé au travers d'une plus forte granularité des contrôles effectués par les autorités de tutelle, en particulier en matière de délégation ou par des exigences renforcées en matière de gestion des conflits d'intérêt pour les FIA « gérés sur l'initiative d'un tiers ». Enfin, il faut souligner que l'anticipation des précisions apportées à l'occasion de cette révision quant aux conditions d'agrément des GFIA n'est pas étrangère à l'évolution notable de la doctrine de l'AMF s'agissant des exigences applicables aux comités d'investissement et au rattachement des gérants financiers des sociétés de gestion de portefeuille en décembre 2023. ■

Par **Jérôme Sutour**, avocat associé en banque & finance, responsable des pratiques services financiers et blockchain/ crypto-actifs.  
jerome.sutour@cms-fl.com

1. Directive 2011/61/UE et directive 2009/65/CE.

## CMS Francis Lefebvre

2 rue Ancelle 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex

T +33 1 47 38 55 00

[cms.law/fl](http://cms.law/fl)

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

 @cms\_fl

## Option Finance

Supplément d'Option Finance Le mensuel n° 2 du 25 mars 2024  
Option Finance - 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. 01 53 63 55 55  
SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327 -  
Directeur de la publication : Jean-Guillaume d'Ornano  
Service abonnements : 10, rue Pergolèse 75016 Paris -  
Tél. 01 53 63 55 58 Fax : 01 53 63 55 60 -  
Email : [abonnement@optionfinance.fr](mailto:abonnement@optionfinance.fr)  
Impression : Megatop - Naintré - Papier 100 % PEFC (0 % recyclé)  
provenance = Autriche  
Ptot : 0,04 kg/tonne  
N° commission paritaire : 0927 T 83 896



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