

LA LETTRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 21 juin 2010

AU SOMMAIRE

Dossier

LBO et sortie de crise

- Crise et M&A : quelle évolution des pratiques contractuelles ? p2
- Le casse-tête fiscal du désendettement p4
- Les «pre-pack» à la française : une réelle opportunité pour le private equity ? p5
- Le FCT à l'épreuve de la fiscalité internationale p6
- Crise financière, désinvestissement et substance des holdings étrangers p8
- Investir en dette p10

Actualités

- Régime social et fiscal des indemnités de rupture des dirigeants : dernières évolutions p11
- Solvabilité II et capital-investissement : la cotation est-elle la solution ? p12
- Le FCPR contractuel : un avenir compromis sans (une nécessaire) adaptation fiscale. p13
- Fonds d'investissement étrangers et retenue à la source sur dividendes : discrimination confirmée ! p14
- Droit français des concentrations : quelles spécificités pour les fonds d'investissement ? p15
- Lutte contre les paradis fiscaux et dividendes ? p16

C'M'S' Bureau Francis Lefebvre

Supplément du numéro 1082
du 21 juin 2010

EDITORIAL

Quelques (quelles) pratiques et opportunités face à la crise ?

Dans le cadre du présent supplément, notre dossier principal sera consacré aux dernières tendances constatées en matières de fusions-acquisitions à la lumière des transactions réalisées par les cabinets membres de CMS au cours de la période récente (250 opérations en 2009). Le lecteur pourra y observer une évolution sensible des pratiques en matière de garantie d'actif et de passif, ainsi que le recours plus fréquent aux clauses d'earn-out ou de «material adverse change».

Il nous a par ailleurs semblé utile, dans le cadre de ce supplément, de dresser un état, sous l'angle juridique ou fiscal, de certaines mesures susceptibles d'aider les montages LBO à survivre à la crise qui les a quelquefois durement affectés.

Dans la période actuelle, que l'on espère pouvoir qualifier de «phase de convalescence», les groupes sous LBO peuvent ainsi être conduits à restructurer leur endettement, voire leur capital. Sur l'endettement, nous reviendrons sur l'instauration d'un échelonnement de la taxation des profits liés au rachat par l'entreprise des dettes à moyen et long termes et sur les effets fiscaux d'autres mesures de renforcement des fonds propres.

Seront également examinées les contraintes juridiques applicables aux fonds procédant à des opérations de rachat de dettes bancaires dans le cadre du restructuring suggéré, voire imposé par les prêteurs initiaux.

Les fonds sont au demeurant attentifs à la mise en œuvre éventuelle des procédures de restructuration par intervention de mandataires désignés au titre des divers dispositifs de sauvegarde.

Enfin, le présent numéro sera l'occasion de faire un point d'actualité sur la situation des fonds d'investissement étrangers au regard des retenues à la source, en ce compris les fonds communs de titrisation constitués pour assurer le refinancement des dettes d'acquisition, sur les impacts de Solvency 2 et les exigences en matière de fonds propres, et sur la problématique de la substance des holdings étrangères.

Bonne lecture. ■

Pierre Le Roux, avocat associé

Crise et M&A: quelle évolution des pratiques contractuelles ?



Par **Christophe Blondeau**, avocat associé, spécialisé en droit des sociétés, il couvre l'ensemble des questions relatives aux opérations transactionnelles.
christophe.blondeau@cms-bfl.com



Et **Sahar Saboori**, avocat spécialisé en droit des sociétés. Elle intervient notamment sur les opérations de M&A, private equity et restructurations nationales et internationales.
sahar.saboori@cms-bfl.com

L'étude *CMS European M&A Study 2010**, conduite par les 9 cabinets d'avocats membres du réseau CMS (dont CMS Bureau Francis Lefebvre), consacrée aux opérations de M&A réalisées en Europe sur les trois dernières années¹, montre certaines évolutions significatives des pratiques contractuelles : prudence et sophistication marquent les négociations.

Cette étude confirme que, dans un contexte de raréfaction des financements bancaires qui pénalisent les opérations LBO, l'activité transactionnelle est surtout animée par les industriels. Sous le coup de la crise, la taille des opérations s'est réduite. Les cédants sont avant tout vendeurs d'actifs «distressed» ou non stratégiques. Les acquéreurs qui sont actifs sur le marché disposent de fonds propres importants leur permettant, par la même occasion, d'être en position de force dans les négociations face aux cédants.

L'étude s'est attachée à dégager à l'aune de ce contexte les grandes tendances affectant les clauses essentielles dans ces opérations : le prix, les garanties et les clauses de sortie.

1. La structuration du prix

Les difficultés de valorisation révélées par la crise et la dégradation de la situation des actifs cédés ont conduit les acteurs à structurer le prix d'une manière différente. Les clauses classiques d'ajustement de prix, basées sur les résultats historiques, sont nettement moins utilisées en Europe et en France.

L'étude constate en revanche une progression des clauses d'earn-out, qui prévoient le versement au cédant d'un éventuel complément de prix en fonction des performances futures de la société cédée. Ces clauses permettent au cédant de conserver l'espoir d'une augmentation du prix de cession si la société confirme dans le futur le business plan annoncé, et au

cessionnaire de s'assurer de payer un prix en cohérence avec les performances réelles de l'entreprise acquise. Le complément de prix présente en outre l'avantage de n'être imposable qu'à la date à laquelle il sera reçu, sauf à ce que le vendeur cède ou apporte sa créance sur cette fraction du prix – la plus-value correspondante est alors imposée au titre de l'année de la cession ou de l'apport.

En France, la rédaction de ces clauses d'earn-out demeure périlleuse, même si leur principe est admis par la jurisprudence depuis un certain temps.

En premier lieu, les éléments définissant le complément de prix doivent être rédigés de façon rigoureuse afin d'éviter le risque d'indétermination du prix et de nullité de la vente en application de l'article 1591 du Code civil. Une manière de sécuriser

cette détermination est de prévoir le recours au tiers-arbitre de l'article 1592 du Code civil, pour procéder aux lieu et place des parties au calcul du complément de prix.

En second lieu, la rédaction doit veiller scrupuleusement à ce que les conditions de versement du complément ne soient ni potestatives au sens de l'article 1170 du Code civil ni léonines au sens de l'article 1844-1 du même Code, auquel cas elles seront réputées nulles et pourront entraîner la nullité de la vente. Ainsi, subordonner l'earn-out à une condition de présence du cédant au sein de la société cédée (en tant que dirigeant, par exemple) vient d'être jugé potestatif par la Cour de cassation, lorsque le cessionnaire a le pouvoir de le révoquer².

Les modes de financement du prix ont également évolué sous l'effet de la crise de liquidité. Le recours au mécanisme de crédit-vendeur s'est développé : le vendeur et l'acheteur conviennent qu'une partie du prix ne sera réglée qu'à terme selon des

«Prudence et sophistication marquent les négociations.»

* Etude disponible sur demande :
news@cms-bfl.com

échéances convenues. Cette partie du prix est donc économiquement convertie en un prêt du vendeur souvent rémunéré par des intérêts. La mise en place d'un crédit-vendeur présente cependant quelques risques pour le vendeur : les crédit-vendeurs se retrouvent le plus souvent subordonnés à la dette senior de l'acquéreur, alors qu'ils sont généralement moins bien rémunérés et souvent dépourvus de garanties au bénéfice du cédant en cas de défaillance de l'acquéreur. Par ailleurs, la fraction de prix dont le paiement a été différé sera imposable chez le vendeur l'année de cession, peu important à cet égard les modalités de paiement du prix.

2. Les garanties et la clause d'indemnisation

On rappellera que les garanties accordées dans le cadre d'opérations de cession de droits sociaux prévoient dans leur très grande majorité deux fondements d'indemnisation de l'acheteur : les déclarations données par le cédant et une garantie de bilan. En France, les déclarations tendent à s'apparenter à de véritables garanties de conformité autonomes de la garantie de bilan. Pour autant, ces deux mécanismes sont très souvent dénommés communément et indifféremment sous le vocable «garantie de passif», et l'indemnisation est encadrée de la même manière.

L'étude montre que la tendance générale est aux déclarations et garanties de plus en plus étendues et à une facilitation du recours en indemnisation. Cela étant, la souplesse des clauses subordonnant le droit à indemnisation dépend, en Europe, de la situation économique de l'actif cédé, et reste marquée par des particularismes régionaux.

Ainsi, en France, la durée contractuelle des garanties s'est allongée à plus de vingt-quatre mois lorsqu'elle ne couvre pas des actifs «distressed», auquel cas la durée est limitée entre douze et dix-huit mois³. Dans les pays de tradition germanique, les durées des garanties sont limitées entre douze et dix-huit mois dans le premier cas et, dans le second cas, varient entre six et douze mois, alors que la durée légale en matière de cession y est de trois ans. Les niveaux des plafonds ont en revanche évolué de la même manière dans toute l'Europe : ils sont redevenus

favorables aux acheteurs, puisqu'ils ont été globalement rehaussés à plus de 50 % du prix d'acquisition. Sur le terrain de la garantie de la garantie, les pratiques varient également : alors que le séquestre est le système le plus utilisé dans les pays du Benelux et de l'Europe de l'Est, la France n'y a quasiment pas recours, préférant la souscription d'une assurance ou l'octroi d'une garantie bancaire.

3. Les clauses de sortie

L'étude met en évidence l'accroissement des conditions suspendant la réalisation des opérations et permettant aux parties de mettre fin aux accords. Leur présence reflète la volonté des parties d'aménager des portes de sortie, compte tenu de l'environnement économique particulièrement changeant.

En France, sans ces conditions, la vente serait parfaite dès l'accord des parties sur la chose et sur le prix, en vertu de l'article 1583 du Code civil. Aussi, les parties prennent garde de négocier des conditions sui generis, autres que légales, pourvu qu'elles ne soient pas potestatives, telles que l'obtention par l'acquéreur du financement ou l'approbation de l'opération par un co-contractant de la société cédée.

Le recours en France aux MAC clauses (Material Adverse Changes), qui avait fortement progressé en 2007 et 2008, s'est stabilisé en 2009 et se situe dans la moyenne européenne (20 % des opérations). Ces clauses autorisent l'acheteur à mettre fin aux accords en cas d'événement détériorant significativement la situation de la cible pendant la période entre le signing et le closing. Elles constituent une alternative aux clauses de dédit. Pourtant, les acheteurs industriels sont aujourd'hui moins sensibles à introduire cette clause dans les contrats, qui reflètent souvent les contrats de financement LBO. Cette clause perd en effet en pertinence dans les deals «distressed».

Ces diverses évolutions devraient se confirmer en 2010, compte tenu du contexte qui demeure incertain. Elles seront également très certainement affinées par la jurisprudence, nourrie du contentieux post-acquisition qui se développe depuis la crise. ■

1- L'étude analyse 763 opérations dont 266 en 2009.

2- Cass. Com, 19 janvier 2010, n° 08-19.376, Option Finance n° 1068, p. 42.

3- En dehors des prescriptions fiscales, environnementales et sociales qui sont plus longues.

Le casse-tête fiscal du désendettement



Par **Laurent Hepp**,
avocat associé,
spécialisé en fiscalité.

Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity, notamment dans le cadre de structurations fiscales. Il intervient auprès de fonds d'investissement s'agissant de la fiscalité des fonds et des porteurs de parts.
laurent.hepp@cms-bfl.com



Et **Pierre Sappey**,
avocat en fiscalité.
Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity.
pierre.sappey@cms-bfl.com

Trois entreprises sous LBO sur dix auraient récemment été confrontées à des difficultés en rapport avec leur dette d'acquisition¹. Face au risque de défaillance, les créanciers peuvent être amenés à accepter de réduire cette dette soit par conversion de leur créance en capital, soit par abandon de créance, soit encore en cédant leur créance à un prix décoté.

L'anticipation de son impact fiscal sur les résultats du prêteur et de l'emprunteur peut être l'une des composantes clés du choix de la technique de restructuration: petite revue d'actualité.

1. Une initiative timide du législateur: le régime temporaire d'étalement du profit sur rachat de dette bancaire à prix décoté

La société qui rachète sa propre dette à prix décoté réalise mécaniquement au plan fiscal un profit imposable. Afin de limiter l'impact immédiat de ce profit sur la trésorerie – par hypothèse déjà en difficulté – de l'entreprise débitrice, une loi du 23 avril 2009 est venue instaurer un dispositif optionnel et temporaire – applicable aux seules opérations réalisées avant le 31 décembre 2010 – d'étalement sous condition de l'imposition de ce profit sur l'exercice de rachat et les cinq exercices suivants.

L'administration fiscale vient opportunément d'admettre que ce dispositif d'étalement peut bénéficier également aux entreprises dont la dette aurait été dans l'intervalle cédée par la banque prêteuse à des entités non bancaires².

Mais, outre qu'il ne s'applique pas aux abandons de créances, ce régime présente la limite de n'offrir aux entreprises ni une réduction de leur assiette imposable, ni même un «crédit gratuit», loin de là: c'est en effet à un taux d'intérêt de retard majoré de 50 % (soit un taux global de 7,20 %) que leur est accordé cet échelonnement de leur dette fiscale...

2. Conversion, coup d'accordéon, abandons de créances: le juge et la doctrine administrative s'en mêlent (et s'emmêlent)

Aucun profit imposable n'est dégagé au niveau de l'entreprise débitrice lorsque le créancier renonce à sa créance en la convertissant en capital, notamment dans le cadre d'une opération de «coup

d'accordéon». Par deux arrêts successifs, le Conseil d'Etat vient de confirmer qu'en cas de cession dans les deux années suivantes de la participation issue d'une telle opération, le créancier devenu actionnaire pourra déduire de son résultat de droit commun la perte éventuellement subie lors de la cession, et ce quel que soit l'ordre du coup d'accordéon³.

A l'inverse, la société débitrice bénéficiant d'un abandon de créance constatera dans son résultat de l'exercice un profit taxable. Elle peut parfois avoir intérêt à le compenser en répercutant l'abandon de créance à une filiale en difficulté, française – mais hors périmètre d'intégration fiscale – ou étrangère, sous réserve toutefois – condition sine qua none de la déduction – d'avoir pris l'assurance préalable que cette filiale se

trouve en situation nette négative. Un arrêt du 31 juillet 2009⁴ avait rendu cette assurance bien incertaine en considérant que cette situation nette devait désormais s'apprécier à la date de clôture de l'exercice de la société mère, donc postérieurement à la décision d'abandon.

Une fois n'est pas coutume, c'est l'administration fiscale qui vient de rassurer les groupes en confirmant qu'ils pouvaient continuer à apprécier cette condition à la date à laquelle l'abandon est consenti⁵.

Enfin, en situation de trésorerie tendue, la tentation peut exister pour une société mère de réduire son endettement externe avec l'aide de ses filiales, dont elle aurait par exemple capté la trésorerie sous couvert d'une convention intra-groupe. Le Conseil d'Etat paraît vouloir sanctionner fiscalement cette pratique en considérant comme relevant d'une gestion anormale le fait pour une filiale d'accorder des avances (même rémunérées) d'un montant manifestement hors de proportion avec la solvabilité de la holding⁶.

On le voit, la matière fiscale peut être aussi vivante et capricieuse que la conjoncture: la vigilance est donc de rigueur au moment de mesurer les effets fiscaux collatéraux d'une restructuration de la dette. ■

«La vigilance est de rigueur au moment de mesurer les effets fiscaux collatéraux de la restructuration de la dette.»

1- Communiqué AFIC - Opinionway publié le 12 mai 2010.

2- Instruction administrative 4 A-2-10 du 12 février 2010.

3- CE 26 mars 2008 n° 301413, 9e et 10e Financière Fauvermier.

4- CE 22 janvier 2010 n° 311339, 8e et 3e s.-s., Sté Prédica.

5- CE 31 juillet 2009 n° 297274 SA Hausmann Promo

Ile-de-France Instruction 4 A-4-10 du 19 mars 2010.

6- CE 22 janvier 2010 n° 313868 Sté d'acquisitions Immobilières.

Les «pre-pack» à la française : une réelle opportunité pour le private equity ?

Importée des Etats-Unis, la pratique des «pre-packaged restructuring plans» (ou «pre-pack») consiste pour une entreprise en difficulté à négocier un accord amiable de restructuration de ses dettes et le cas échéant de son capital avec ses principaux créanciers préalablement à l'ouverture d'une procédure judiciaire au cours de laquelle le juge donnera effet au plan prénégocié. Cette pratique permet ainsi de rendre opposable à tous les créanciers un plan de restructuration déjà approuvé par une majorité d'entre eux, et donc de passer outre l'opposition des créanciers récalcitrants.

Le «pre-pack» à la française a été facilité par les dispositions de l'ordonnance du 18 décembre 2008 et s'est développé depuis.

Cette pratique repose sur une articulation originale entre procédures amiables et judiciaires. On utilise d'abord les procédures amiables – mandat ad hoc-conciliation – pour la phase de négociation qui demeure ainsi confidentielle, puis, lorsque la négociation semble suffisamment aboutie, il est ensuite demandé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde.

La procédure de sauvegarde n'est pas alors utilisée comme une arme à l'encontre des créanciers mais comme un moyen d'aboutir à un accord à la fin d'un processus de négociation. En outre, l'attrait principal de la sauvegarde n'est pas alors le gel du passif, mais la possibilité d'imposer à des créanciers minoritaires un accord déjà accepté par une majorité d'entre eux.

Il est à noter que les conséquences négatives de l'annonce de l'ouverture de la procédure de sauvegarde, notamment vis-à-vis des clients et des fournisseurs, se trouveront atténuées par l'annonce souvent simultanée de la conclusion d'un accord de nature à garantir la pérennité de la société et par la durée très courte de la période de sauvegarde.

Ainsi, dans l'affaire Autodistribution¹, le plan de sauvegarde a pu être arrêté par le tribunal un mois seulement après la date d'ouverture de la procédure de sauvegarde.

Le tribunal de commerce de Nanterre² a récemment réaffirmé son attachement à la procédure de sauvegarde et confirmé la possibilité de procéder à un «pre-pack» plan.

Il convient cependant de ne pas utiliser la procédure de sauvegarde de façon abusive comme une arme anticréanciers. La cour d'appel de Paris³ vient de rappeler récemment dans les arrêts Cœur Défense les limites de l'utilisation de la procédure de sauvegarde.

La cour précise que celle-ci ne doit pas être utilisée dans l'objectif de faire échec à la force obligatoire d'un contrat jugé trop coûteux par la société débitrice dès lors qu'aucun accord transactionnel n'a pu être trouvé avec le créancier concerné. L'activité de la société doit être réellement menacée par la situation d'endettement.

Sous ces réserves, la pratique du «pre-pack» permet de restructurer les dettes, ce qui en fait un outil intéressant pour les LBO en difficulté, mais elle permet également d'organiser un changement de contrôle de la société dans une période de temps très courte.

Le repreneur peut ainsi acquérir le contrôle d'une société en difficulté sans avoir à recourir aux procédures classiques de reprise à la barre du tribunal. C'est pourquoi il s'agit d'une solution de reprise avantageuse, non pas seulement pour les professionnels du retournement mais pour l'ensemble du milieu du private equity. ■



Par **Isabelle Buffard-Bastide**, avocat associé. Spécialisée en droit des sociétés et droit commercial, elle intervient plus particulièrement sur les questions relatives aux opérations de private equity, notamment pour des fonds d'investissement et des actionnaires familiaux. isabelle.buffard-bastide@cms-bfl.com

1- TC Evry du 6 avril 2009.

2- Affaire Technicolor TC Nanterre du 17 février 2010.

3- CA Paris 25 février 2010.

Le FCT à l'épreuve de la fiscalité internationale



Par **Martine Ebrard-Grellety**,
avocat associé, spécialisée en fiscalité.
Elle intervient tant en matière de conseil que de contentieux dans tous les secteurs d'activité et notamment auprès de fonds d'investissement.
martine.ebrard-grellety@cms-bfl.com



Et **Bruno Gibert**,
avocat associé, spécialisé en fiscalité internationale.
bruno.gibert@cms-bfl.com

Les fonds communs de titrisation (FCT) ont soufflé leur deuxième bougie le 15 juin dernier. Cet anniversaire nous donne l'occasion de faire le point sur ce mode de financement des sociétés commerciales et des institutions financières.

Rappelons à titre liminaire que les FCT ont été institués par l'article 16 de l'ordonnance 2008-556 du 13 juin 2008, transposant en droit français la directive 2005/68/CE relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créance (FCC). En application de l'article L214-42-1 du Code monétaire et financier¹, les FCT, héritiers des FCC, ont pour objet (i) d'une part, d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance et (ii) d'autre part, d'assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ou par le recours à l'emprunt ou à d'autres formes de ressources.

Prima facie, le FCT est donc un organisme de titrisation susceptible d'intéresser tant les entreprises qui peuvent se refinancer en cédant leurs créances que les établissements bancaires qui y trouvent le moyen d'alléger leur bilan et dégager une capacité à octroyer de nouveaux prêts. Outre la crise économique et financière, la gestion difficile – impossible? – des frottements fiscaux liés à la remontée des intérêts au FCT continue de freiner le développement du FCT dans des opérations internationales.

Les FCT, n'ayant ni personnalité morale ni personnalité fiscale, ne peuvent pas bénéficier des conventions fiscales internationales et doivent donc, sauf exonération du droit interne étranger, supporter une retenue à

la source sur les intérêts versés par les débiteurs étrangers.

Si un FCT peut racheter des créances sur des sociétés françaises, il est souvent sollicité pour le rachat de créances sur des sociétés étrangères car dans des opérations d'acquisitions internationales, c'est généralement à l'étranger (et notamment en Belgique, au Luxembourg ou aux Pays-Bas) que sont constituées les sociétés holdings de reprise dans le cadre d'opérations de «leverage-buy-out» (LBO). Or, c'est dans sa dimension internationale que le FCT va montrer ses limites et ses faiblesses : en effet, les intérêts versés par une société étrangère à un FCT français doivent supporter la retenue à la source prévue par le droit interne de l'Etat étranger considéré – sauf exonération de droit interne – sans qu'une convention fiscale internationale ne puisse trouver application et réduire ou supprimer cette retenue à la source.

«Les FCT, n'ayant ni personnalité morale ni personnalité fiscale, ne peuvent pas bénéficier des conventions fiscales internationales.»

En raison de l'absence de personnalité morale et de personnalité fiscale du FCT – ce dernier n'est pas soumis à l'impôt en France –, le FCT ne peut pas être considéré comme une «personne» ou comme un «résident» au sens des conventions fiscales internationales, et il ne peut donc pas se prévaloir de

leurs dispositions. A cet égard, rappelons que l'impossibilité de se prévaloir des conventions fiscales internationales concerne d'une manière plus générale tous les fonds sans personnalité morale et fiscale, et notamment les fonds communs de placement (FCP)².

Cela étant, les FCP peuvent se trouver dans une situation plus favorable que les FCT, dans la mesure où certaines conventions fiscales autorisent les OPCVM (un FCP est un OPCVM, tandis qu'un FCT n'a pas cette qualité) à bénéficier, sous certaines conditions, des avantages conventionnels³.

Si l'impossibilité de bénéficier des avantages conventionnels n'est pas l'apanage des seuls FCT, elle s'avère cependant particulièrement

pénalisante pour ces derniers, dans la mesure où ils ont vocation à percevoir des intérêts souvent soumis à retenue à la source par les Etats étrangers, à la différence des FCP qui ont plutôt vocation à réaliser des plus-values, exonérées ou imposées à des taux réduits dans de nombreux Etats.

Dans l'appréciation de l'objectif financier recherché, le FCT doit déterminer si les intérêts à percevoir supporteront ou non une retenue à la source dans l'Etat de résidence du débiteur.

Comme il ne peut pas bénéficier des avantages conventionnels, le FCT doit, à chaque fois qu'il envisage de racheter une créance sur une société étrangère, consulter le droit fiscal de l'Etat étranger concerné afin de déterminer s'il existe une retenue à la source en droit interne et, si tel est le cas, quel est le taux de cette retenue à la source – qui constituera un coût final pour lui.

A titre d'exemple, parmi les Etats qui ne prélèvent pas de retenue à la source sur les intérêts versés à des non-résidents, on trouve notamment le Danemark, le Luxembourg, les Pays-Bas ou encore les Etats-Unis⁴. Ceux pratiquant une telle retenue à la source incluent entre autres l'Espagne (retenue au taux de 18 %) et le Royaume-Uni (retenue au taux de 20 %).

Les retenues à la source supportées par le FCT à raison des intérêts versés par les sociétés étrangères peuvent, dans certains cas et au prix d'une gestion administrative lourde, être réduites ou écartées si les porteurs de parts du FCT en font la demande.

Si le FCT ne peut bénéficier des avantages conventionnels pour écartier ou limiter le montant de retenues à la source qui lui sont appliquées, tel n'est pas systématiquement le cas de ses porteurs qui peuvent chercher à appliquer, si elles existent, les dispositions conventionnelles liant l'Etat de résidence de la société débitrice des intérêts à leur propre Etat de résidence.

En pratique, cependant, réduire ou écartier une retenue à la source sur ce fondement revient à surmonter deux obstacles importants.

En premier lieu, la mise en œuvre des dispositions conventionnelles liant l'Etat de source du

revenu et l'Etat de résidence du porteur de parts du FCT suppose que les deux Etats acceptent de reconnaître la transparence fiscale du FCT.

En second lieu, et quand bien même l'obstacle de la transparence du FCT serait surmonté ou contourné, encore faut-il que la société de gestion du FCT puisse centraliser et communiquer au débiteur des intérêts – et/ou à l'agent du prêt en cas de syndication –, préalablement à leur versement, l'ensemble des attestations de résidence ou justificatifs conventionnels permettant de réduire ou écartier la retenue à la source prévue par le droit interne du débiteur.

A ce titre et de manière générale, il convient de remarquer que, pour éviter d'avoir à gérer le formalisme et la logistique imposés par les retenues à la source, certains agents de prêts et emprunteurs formalisent dans leur contrat de prêt initial l'interdiction de céder – sauf à perdre la prise en charge par le débiteur de la retenue à la source – ou transférer le prêt à un créancier qui serait soumis à une retenue à la source dans l'Etat du débiteur des intérêts.

Enfin il n'est pas inintéressant d'observer que cette question est d'une grande actualité : le Comité des Affaires fiscales de l'OCDE a adopté le 23 avril 2010 le rapport sur «L'octroi des bénéfices des conventions fiscales aux revenus d'organismes de placement collectif» lequel inclut des propositions de modification aux Commentaires du Modèle de Convention fiscale de l'OCDE portant sur la question de savoir dans quelle mesure les organismes de placement collectif (OPC) ou les investisseurs dans ces organismes ont droit aux avantages des conventions fiscales à l'égard des revenus reçus par ces organismes. Il est d'ailleurs prévu que ces modifications seront incluses dans la mise-à-jour 2010 du Modèle de Convention fiscale dont le contenu a été rendu public le 21 mai dernier. ■

«Les retenues à la source supportées par le FCT à raison des intérêts versés par les sociétés étrangères peuvent, dans certains cas et au prix d'une gestion administrative lourde, être réduites ou écartées si les porteurs de parts du FCT en font la demande.»

1- Le cadre juridique des FCT figure aux articles L214-42-1 à L. 214-49-13 du Code monétaire et financier (« CMF »).

2- S'agissant des FCP, l'administration fiscale a précisé dans l'instruction 14 C-1-03 du 24 juillet 2003 qu'ils ne peuvent être considérés comme des résidents de France et qu'ils doivent donc se voir refuser l'application des règles conventionnelles. Ces règles s'appliquent, comme indiqué ci-dessus, mutatis mutandis aux FCT.

3- La convention fiscale conclue entre la France et l'Allemagne le 21 juillet 1959 et la convention fiscale conclue entre la France et l'Espagne le 10 octobre 1995 prévoient que les OPCVM peuvent bénéficier, sous certaines conditions, des avantages conventionnels.

4- L'exonération de retenue à la source sur le fondement du droit interne de ces Etats n'est acquise que sous certaines conditions qu'il convient donc de vérifier.

Crise financière, désinvestissement et substance des holdings étrangers



Par **Michel Collet**, avocat associé, spécialisé en fiscalité internationale. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés, notamment dans le cadre de structurations fiscales, qu'en private equity s'agissant de la fiscalité des fonds, fonds de fonds, et des différents intervenants à un investissement. Il conseille également les managers sur leur fiscalité personnelle et patrimoniale.
michel.collet@cms-bfl.com

«Le Conseil d'Etat à déjà confirmé que l'utilisation d'une société étrangère, en l'occurrence luxembourgeoise, pouvait caractériser une fraude à la loi en l'absence d'utilité économique de la société interposée.»

Les fonds d'investissement étrangers structurent généralement leurs investissements européens à partir de sociétés européennes et souvent luxembourgeoises (holdings) pour des raisons juridiques et fiscales. D'un point de vue fiscal, on constate une chaîne de détention souvent neutre avec imposition des investisseurs dans leur état de résidence. L'administration fiscale française n'hésite plus à remettre en question le régime fiscal offert par des structures étrangères, comme nous le rappelle le tribunal de Paris dans un jugement du 23 juin 2009¹ à propos de l'interposition d'une société luxembourgeoise «sans substance économique». Dans ce contexte, il convient d'évaluer le risque de remise en cause des exonérations de remontée de dividendes et des plus-values de cession dont bénéficient les holdings, souvent luxembourgeois.

1. Fraude à la loi et substance économique

L'administration fiscale est dorénavant plus vigilante en présence de structures internationales. S'il arrivait que les décisions concernant les investissements et leur gestion doivent être prises depuis la France, le holding étranger s'exposerait à avoir son siège de direction effectif en France, ce qui impliquerait qu'il soit imposé comme une société française et, également, qu'une retenue à la source puisse être prélevée sur les dividendes versés au fonds (jusqu'à 25 %)². Alternativement, les détenteurs du holding pourraient être considérés comme

les bénéficiaires réels des dividendes, l'interposition d'un holding, «sans substance économique» constituant un «montage purement artificiel» caractéristique d'un abus de droit conventionnel, comme vient de le trancher le tribunal administratif de Paris, avec un jugement assez obscur toutefois, à propos d'un

revenu réputé distribué par une société française à une société luxembourgeoise dissoute dans une société seychelloise. Le jeu de la convention fiscale avec le Luxembourg retirait à la France le

droit d'imposer la distribution.

La procédure de répression des abus de droit permet à l'administration fiscale d'écarter un acte fictif ou recherchant le bénéfice d'une application littérale des textes à l'encontre des objectifs poursuivis par leurs auteurs dans un but exclusivement fiscal³. Le Conseil d'Etat a déjà confirmé que l'utilisation d'une société étrangère, en l'occurrence luxembourgeoise, pouvait caractériser une fraude à la loi en l'absence d'utilité économique de la société interposée, le recours à la société étrangère constituant un «montage» à but exclusivement fiscal. Les notions de montage et de substance ont été consacrées par le Conseil d'Etat dans l'arrêt Sagal rendu à propos de l'utilisation d'un véhicule luxembourgeois par des sociétés françaises afin de convertir des intérêts et plus-values taxables en dividendes exonérés⁴. La société n'était qu'un outil de placement pour les sociétés actionnaires, cantonnées dans un rôle passif, à l'instar des souscripteurs de sicav. Les assemblées générales étaient tenues par procuration. La société luxembourgeoise ne disposait d'aucune expertise financière et fonctionnait grâce à la banque qui l'avait créée.

Sur un plan communautaire, dans l'arrêt Cadbury Schweppes⁵, la CJUE a jugé que le fait de créer une filiale dans le but avoué de bénéficier d'une législation fiscale plus avantageuse ne constituait pas en soi un usage abusif du principe de liberté d'établissement. L'exercice de cette dernière nécessite de poursuivre une activité économique effective dans l'Etat d'implantation, ce qui doit pouvoir être constaté par les tiers sur la base d'éléments objectifs et vérifiables, relatifs, notamment, au degré d'existence physique de la filiale en termes de locaux, de personnel et d'équipements. Pour les sociétés holding, se pose naturellement la question du niveau d'exigence requis en matière d'implantation et de présence physique. Comme le souligne la Commission européenne⁶, reprenant les critères posés par la cour, «on ne sait cependant pas avec certitude de quelle manière il serait possible d'appliquer ces critères dans le cas (...) des holdings, dont les activités ne nécessitent généralement pas une importante présence physique».

2. Holdings d'acquisition des fonds d'investissement

La jurisprudence pourrait laisser penser que l'administration serait en mesure de remettre en cause systématiquement les holdings qui ne font que détenir des participations et qui n'ont en règle générale ni locaux dédiés ni salariés. Or, à notre sens, la substance renvoie à l'idée d'adéquation des moyens aux fonctions. Ainsi, les décisions de jurisprudence citées ci-dessus ne nous semblent pas transposables telles quelles au cas des holdings. En effet, la société luxembourgeoise de l'arrêt Sagal était en réalité une société de placements et non de détention de participations. La substance de ce holding nécessitait donc la présence d'une personne qualifiée et des placements justifiant la création d'une société au Luxembourg. Le degré de substance d'un holding doit donc être corrélé au niveau d'implication dans la gestion de ses filiales. Par ailleurs, le critère du but exclusivement fiscal semble devoir être appliqué de manière subjective. Ce qui fut sanctionné par le Conseil d'Etat ne fut pas en tant que telle l'utilisation d'une coquille vide, mais plutôt sa localisation au Luxembourg et les apparences qui lui avaient été données dissimulant sa passivité.

Ainsi, pour les holdings d'acquisition des fonds d'investissement, il est important de pouvoir démontrer que l'activité qu'ils déploient – même réduite – correspond à leur objet de détention et de gestion des participations. Il faut s'assurer tant de la tenue des assemblées d'actionnaires de la société que de la présence de représentants des holdings lors des assemblées d'actionnaires des filiales. En effet, la qualité d'actionnaire s'exprime pleinement lors des assemblées d'actionnaires devant être tenues, notamment pour décider des changements des statuts ou, plus simplement, de façon annuelle pour approuver les comptes et, le cas échéant, sanctionner les décisions prises par le management. Il semble par ailleurs que la seule présence dans le pays d'implantation des holdings d'une société de gestion du groupe dotée d'une substance suffisante

ne permette pas *ipso facto* de sécuriser la substance des holdings. Il faut également pouvoir justifier le contenu et le paiement des relations entre la société de gestion et les holdings – contrat de prestation de services, de mise à disposition de personnels, etc. En période de désinvestissement, il faut pouvoir démontrer que les holdings, au travers de leurs représentants légaux, sont impliqués dans le processus de cession depuis leur siège étranger. S'agissant de la période des négociations qui précéderaient une éventuelle cession des cibles françaises, un certain équilibre entre les interventions respectives du management français et des représentants des holdings étrangers doit être trouvé. Ainsi, un certain nombre d'actions concrètes sont menées exclusivement par les holdings étrangers en leur

«En période de désinvestissement, il faut pouvoir démontrer que les holdings, au travers de leurs représentants légaux, sont impliqués dans le processus de cession depuis leur siège étranger.»

qualité d'actionnaire des cibles françaises: choix et signature du mandat de la banque d'affaires chargée de la cession des cibles françaises; réunion d'un conseil d'administration des holdings étrangers afin de lancer le processus de cession; «reporting» périodique des équipes françaises aux holdings étrangers; présence régulière des représentants des holdings étrangers lors des réunions de négociations. Enfin, d'autres éléments propres à l'Etat d'établissement pourront être pris en compte pour démontrer le caractère non exclusivement fiscal d'un holding, tels que la création d'un joint-venture permettant une collaboration entre partenaires, un écran juridique en termes de responsabilité et une répartition sur mesure des profits, ou encore des contraintes liées à la structuration du financement⁷. ■



Et **Benoît Foucher**, avocat, spécialisé en fiscalité internationale et dans les aspects fiscaux des financements structurés. En matière de private equity, il intervient dans les opérations de financement et d'acquisitions dans un contexte international. Il assiste plusieurs fonds d'investissements et établissements financiers dans leurs opérations à dimension internationale. benoit.foucher@cms-bfl.com

1- TA Paris, 23 juin 2009, n° 05-8263.

2- CAA Bordeaux 10 mars 2008, n° 05-1906.

3- Article L.64 du LPF.

4- CE, 18 mai 2005, n° 267087, Sagal.

Voir également les conclusions de Laurent Vallée sous l'arrêt CE, 28 février 2007, n°284565, Persicot.

5- CJUE, 12 septembre 2006, C-196/04, Cadbury Schweppes.

6- Communication de la Commission en date du 10 décembre 2007

«L'application des mesures de lutte contre les abus dans le domaine de la fiscalité directe – au sein de l'Union européenne et dans les rapports avec les pays tiers.»

7- CE, 31 juillet 2009 n° 290971, Bouthillon.

Investir en dette



Par **Gregory Benteux**, avocat responsable de l'activité Financements et Dettes structurés.

Spécialisé dans les opérations de financements structurés et de titrisation, tant domestiques qu'internationales, portant sur tout type d'actifs. Il conseille et assiste des établissements bancaires et financiers et des grandes entreprises dans la mise en place de ces structures. gregory.benteux@cms-bfl.com



Et **Magali Béraud**, avocat spécialisé dans les opérations de financements et de titrisation tant domestiques qu'internationales, portant sur tout type d'actifs. magali.beraud@cms-bfl.com

Après une première phase marquée par des décotes généralisées par l'ampleur de la crise de liquidité, des phénomènes divers assurent encore la vigueur de l'offre de cession de créances décotées. Pêle-mêle, citons l'atonie persistante de certains segments de marché, l'existence de contraintes techniques – principalement, en termes de liquidité ou de rendement – et un durcissement général des normes prudentielles dont le paroxysme paraît être, pour l'heure, l'adoption des normes Bâle III. La réalité, le nombre et la durabilité vraisemblable de ces opportunités maintiennent aiguës l'appétence pour les créances décotées des acteurs du capital-investissement. Ces derniers rachètent tout naturellement des créances résultant de financements bancaires d'acquisition mais aussi, dans un mouvement de convergence entre les pratiques du capital-investissement et celles des *hedge funds*, d'autres types de créances financières (*high yield*, créances hypothécaires...). De manière parallèle, les acteurs du capital-investissement ont parfois dû investir en dette – c'est-à-dire prêter – pour soutenir la liquidité des sociétés et de leurs portefeuilles.

Ces développements ont mis en évidence certaines limites des outils juridiques français à la disposition des investisseurs en capital :

- l'existence de règles limitant la partie de l'actif d'un fonds commun de placement à risque (FCPR)¹ qui peut être investie dans des créances. Edictées sous forme de ratios d'investissement, certaines de ces règles doivent être observées nonobstant un investissement corrélatif en capital. Certes, elles sont nettement moins contraignantes s'agissant des FCPR contractuels² – pour autant, cela ne suffit pas pour permettre aux véhicules d'investissement de droit français d'investir de manière suffisamment souple dans de la dette;
- l'absence d'instruments permettant aux véhicules d'investissement traditionnels d'acquérir aisément des créances. En effet, à défaut de dispositions législatives particulières, les FCPR ne peuvent acquérir des créances qu'en recourant aux modes de cession de droit commun, ce qui implique des

formalités à la fois lourdes et coûteuses³.

A ce double égard, le fonds commun de titrisation (FCT)⁴ est une alternative précieuse : sa vocation est de structurer des opérations d'investissement en créances, lesquelles lui sont transférées – avec les sûretés et autres accessoires qui y sont attachés – par simple établissement d'un bordereau. Aussi est-il loisible de concevoir une structure prévoyant soit un investissement direct par un FCT, soit un investissement par un FCPR qui, afin de respecter les ratios applicables, céderait à un FCT jumelé certaines créances excédentaires qu'il détient⁵. Cette solution apparaît d'autant plus facile à mettre en œuvre que, depuis l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008, la gestion d'un FCT peut être confiée à une société de gestion de portefeuille relevant de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier⁶.

Ainsi, une même société de gestion de portefeuille a-t-elle la possibilité d'élaborer une stratégie coordonnant l'intervention d'un FCPR, pour l'investissement en capital, et le recours à un FCT, pour ce qui est de l'achat de créances. Ce schéma présente l'avantage d'envisager la mise en place d'une gestion cohérente de risques différents, tout en les cantonnant.

Si le choix d'une structure

d'investissement adéquate est une étape primordiale, la franchir n'épuise pas l'ensemble des problématiques juridiques devant être résolues par les professionnels du capital-investissement souhaitant investir en dette⁷.

A titre d'exemple, l'article 1699 du Code civil constitue une contrainte pour l'acquisition de

1- Article L. 214-36 du Code monétaire et financier.

2- Article L. 214-38-1 du Code monétaire et financier.

3- Pour rendre la cession de la créance opposable aux tiers, l'article 1690 du Code civil prévoit une signification par voie d'huissier ou la signature de l'acte de cession devant notaire.

4- Articles L. 214-42-1 et suivants du Code monétaire et financier.

5- Par un raisonnement qui rappelle ironiquement les débuts de la titrisation bancaire.

6- Voir notamment, J. SUTOUR et G. BENTEUX, «Fonds commun de titrisation et OPCVM contractuel - Frontières et convergences», *Revue de droit bancaire et financier*, n° 1, janvier 2010, Prat. 1.

7- Et notamment des aspects fiscaux. Voir notamment l'article page 7 et 8.

8- Aux termes de l'article 1700 du Code civil, une créance est réputée litigieuse «dès qu'il y a procès et contestation sur le fond du droit».

«Si le choix d'une structure d'investissement adéquate est une étape primordiale, la franchir n'épuise pas l'ensemble des problématiques juridiques devant être résolues par les professionnels du capital-investissement souhaitant investir en dette.»

créances «stressées» : cette disposition légale ouvre la possibilité au débiteur d'une créance litigieuse⁸ cédée de désintéresser le cessionnaire en lui payant un montant égal au prix payé au créancier initial. Cela revient à priver le cessionnaire investisseur de toute perspective de gain sur la différence entre le nominal de la créance et son prix d'acquisition. La Cour de cassation a récemment confirmé la portée extensive de l'article 1699 du Code civil, en l'appliquant aux cessions à un fonds commun de créances (ancêtre du FCT)⁹ et aux cessions de créances en bloc¹⁰. Une opération de rachat de dettes implique donc impérativement de vérifier l'absence de créances litigieuses dans le portefeuille concerné et de concevoir des mécanismes destinés à régler les conséquences financières de la découverte tardive d'une telle créance¹¹.

Une transaction d'achat de créances décotées peut également inclure des mécanismes de «retour à meilleure fortune», dont les formes possibles démontrent que le génie créateur des professionnels de l'investissement ne se limite pas aux seuls investissements en capital. En ce sens, il est envisageable de faire bénéficier les cédants de clauses de complément de prix – sur le principe des clauses d'*earn out* – ou de leur réserver, à travers une part spécifique du fonds, une partie de la performance du portefeuille de créances cédées. Enfin, le montage peut prévoir le financement d'une partie du prix d'acquisition du portefeuille par un prêt consenti au fonds par l'établissement de crédit cédant, permettant ainsi à ce dernier de bénéficier d'une partie du rendement des créances cédées, tout en optimisant son exposition prudentielle au portefeuille financé. ■

9- Cass. com. 15 avril 2008 n° 03-15 969, JCP, éd. E, n° 22, 29 mai 2008, 1702, M. COHEN-BRANCHE; D., 2008, AJ 1341, obs. V. AVENA-ROBARDET; RLDC 200815, n° 2987, obs. G. MARRAUD DES GROTTES; Dr et patr., sept. 2008, p. 97 obs. J.-P. MATTOUIT et A. PRÛM; JCP éd. E, n° 6, 5 février 2009 n° 1134, R. MARTY.
10- Le fait que la cession d'un bloc de créances ait été faite pour un prix global n'est pas de nature à écarter l'application du retrait litigieux prévu à l'article 1699 du Code civil. Cass. civ. 1, 12 juillet 2005, Bull. civ. 2005, I, n° 319; Cass. civ., 1, 4 juin 2007, JCP 2007, 2580; Cass. com., 7 avr. 2009, n° 351-F-D.
11- D'une manière générale, l'acquisition d'un portefeuille de créances implique un audit approfondi, trop souvent négligé.

Régime social et fiscal des indemnités de rupture des dirigeants : dernières évolutions

Depuis l'amendement Jaffré inscrit dans la loi de finances pour l'année 2000, qui avait clarifié le régime des indemnités de rupture en procédant notamment à une harmonisation des règles au plan social et fiscal, les textes n'ont cessé de se succéder dans le sens d'une limitation des exonérations. Ces évolutions n'ont tout d'abord pas remis en cause le principe selon lequel les indemnités versées en cas de cessation forcée des fonctions, et notamment de révocation, ou de licenciement des dirigeants sont exonérées de cotisations sociales et d'impôt sur le revenu à hauteur du plus élevé des trois montants suivants :

- le montant de l'indemnité conventionnelle ou légale de licenciement (sous réserve bien entendu que l'intéressé soit titulaire d'un contrat de travail)¹ ;
- deux fois le montant de la rémunération annuelle brute perçue par l'intéressé au cours de l'année civile précédant la cessation de fonction ;
- ou 50 % du montant total des indemnités de rupture.

En outre, la fraction exonérée résultant de l'application de l'une ou l'autre de ces deux dernières limites – qui sont appréciées en faisant masse de l'ensemble de l'ensemble des indemnités de rupture – ne peut excéder six fois le plafond annuel de la sécurité sociale

en vigueur au moment de leur versement, soit 207 720 euros en 2010 (ce plafond d'exonération ne concerne donc pas l'indemnité conventionnelle ou légale de licenciement).

Les dernières évolutions significatives en la matière ont tout d'abord concerné ce dernier plafonnement et, surtout, l'exclusion de toute exonération de cotisations et contributions sociales des indemnités de rupture dont le montant est supérieur à trente fois le plafond annuel de la sécurité sociale, soit 1 038 600 euros en 2010². Dans ce dernier cas, lesdites contributions et cotisations sont dues dès le premier euro sur l'ensemble des indemnités, et ce y compris sur la fraction correspondant à l'indemnité conventionnelle ou légale de licenciement.

Précisons par ailleurs qu'en cas de cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social il est fait masse, pour l'appréciation de ces plafonds, des indemnités liées à la rupture du contrat de travail et à la cessation forcée des fonctions de mandataire social, versées au sein d'une même entreprise ou de sociétés d'un même groupe³.

Ajoutons enfin, au titre des éventuelles évolutions à prévoir, que le gouvernement semblait jusqu'à récemment ne pas totalement exclure la possibilité d'une extension du champ d'application de la nouvelle contribution patronale dite «du forfait social»⁴, d'un montant de 4 %, aux indemnités de rupture du contrat de travail et du mandat social. ■



Par **Pierre Bonneau**, avocat spécialiste en droit social. Il est notamment le conseil de plusieurs établissements bancaires et financiers et intervient en particulier régulièrement sur des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises. pierre.bonneau@cms-bfl.com

1- Seul ce montant étant par ailleurs exonéré de CSG et de CRDS.

2- Loi n° 2008-1330 du 17 décembre 2008 de financement de la Sécurité sociale 2009, article 14.

3- Circulaire DSS/DGPD/SD5B/2009/210 du 10 juillet 2009 et Lettre-circulaire AcoSS n° 2009-021 du 11 février 2009.

4- Loi n° 2009-1646 du 24 décembre 2009 de financement de la Sécurité sociale pour 2010, article 16.

Solvabilité II et capital-investissement : la cotation est-elle la solution ?



Par **Jérôme Sutour**,
avocat associé,
responsable de l'activité
Services Financiers.
jerome.sutour@cms-bfl.com

La directive 2009/138/CE sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice, dite Solvabilité II ou Solvency II, qui a été adoptée définitivement le 10 novembre 2009 et qui devrait être transposée en droit national au plus tard le 31 octobre 2012, va profondément affecter la capacité d'investissement des sociétés d'assurance, en particulier, dans le capital-investissement.

En application de Solvency II, les sociétés d'assurance et de réassurance seront tenues de détenir un montant de fonds propres contre les risques sur la base de deux éléments : (a) un montant minimal absolu de fonds propres qu'elles doivent détenir et qui varie selon la nature des activités de l'entité concernée et (b) un capital de solvabilité requis correspondant à la valeur en risque (Value at Risk) des fonds propres de base de l'entreprise concernée, avec un niveau de confiance de 99,5 % à l'horizon d'un an.

Le capital de solvabilité requis couvre au minimum les risques suivants : le risque de souscription en non-vie ; le risque de souscription en vie ; le risque de souscription en santé ; le risque de marché ; le risque de crédit et le risque opérationnel – ce compris le risque juridique.

«En application de Solvency II, les sociétés d'assurance et de réassurance seront tenues de détenir un montant de fonds propres contre les risques.»

Le module «risque de marché» reflète le risque lié au niveau ou à la volatilité de la valeur de marché des instruments financiers ayant un impact sur la valeur des actifs et des passifs de l'entreprise concernée. Un de ses «sous-modules» de calcul

inclut la sensibilité de la valeur des actifs, des passifs et des instruments financiers aux changements affectant le niveau ou la volatilité de la valeur de marché des actions (risque sur actions).

S'agissant de ce sous-module, le CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors), chargé de recommander les mesures d'application de Solvency II, distingue les titres de capital cotés sur des marchés réglementés de l'espace économique européen ou de l'OCDE (un marché reconnu) des autres titres de capital.

S'agissant des premiers, il a recommandé, dans sa consultation du 2 novembre 2009, de fonder le niveau de stress devant être pris en compte pour les besoins du module «risque de marché», à 45 %. S'agissant des autres titres de capital – ce incluant les fonds de capital-investissement –, le niveau de stress a été fixé à 60 % – étant entendu que sur la base de ses calculs, le private equity devrait justifier un niveau de stress à 68,67 %. Ce niveau de 60 % a depuis été réduit à 55 % par la Commission européenne et fait encore l'objet de vives discussions.

Au-delà des craintes, dont s'est largement fait écho la profession, que les règles sur le capital de solvabilité requis amènent les assureurs à largement réduire leur exposition au capital-investissement, il faut noter que, sur la base (i) du projet de spécifications techniques applicables au calcul de ces modules et (ii) des dispositions de la directive sur les gérants de fonds alternatifs («AIFM»), la cotation d'un fonds ne lui permettrait pas de bénéficier du traitement plus favorable réservé aux titres cotés en vertu de Solvency II. En effet, le dernier projet d'AIFM couvre les fonds fermés, y compris ceux soumis à la Directive Prospectus. A cet égard, la seule cotation n'a pas pour effet de dénaturer un fonds en émetteur *corporate* classique. Or, le projet de spécifications techniques envisagé pour Solvency II reconnaît expressément une possibilité de «look-through» applicable aux fonds, de sorte que les calculs du capital de solvabilité requis lié à un investissement dans ce type de véhicule devraient s'appuyer sur les investissements effectivement réalisés par ledit fonds.

Autrement dit, un fonds, qu'il soit coté ou non, pourrait impacter le capital de solvabilité requis par un assureur sur la base même de ses sous-jacents. En conséquence, si ce projet est adopté, la technique de la cotation sur des marchés reconnus accueillants qui avait pu faire les délices des assureurs et de sociétés de gestion en France par le passé ne serait plus une solution.

Au-delà de cette problématique, le cœur du problème réside toujours dans une question plus structurante en matière de gestion d'actifs : comment distinguer un fonds d'un holding ? ■

Le FCPR contractuel: un avenir compromis sans (une nécessaire) adaptation fiscale

La directive 2009/138/CE sur l'accès aux activités Instauré par la loi LME du 4 août 2008, le FCPR contractuel, a pour vertu essentielle d'offrir aux différents acteurs du capital-investissement un véhicule novateur dont les règles de fonctionnement, et surtout d'investissement, sont extrêmement souples. Ainsi, à première vue, la création du FCPR contractuel présenterait des avantages indéniables, y compris à l'égard de son cousin le plus proche, le FCPR à procédure allégée. Mais ce serait omettre de prendre en considération la problématique fiscale liée au fait que la loi du 4 août 2008 ne comporte aucune précision relative au régime applicable aux porteurs de parts.

A s'en référer à l'enchaînement des textes traitant des répartitions d'avois, on relève que, selon l'article L 214-38-1 du Code monétaire et financier, la société de gestion d'un FCPR contractuel «peut procéder à la distribution d'une fraction des actifs dans les conditions fixées par le règlement du fonds. Les 8 et 10 de l'article L 214-36 sont applicables aux fonds communs de placement à risques contractuels».

Or, l'article 38.5.2° du CGI, qui définit les conditions d'application du régime des plus-values à long terme aux répartitions réalisées au profit de personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés, vise expressément «les sommes correspondant à la répartition, prévue au 9 de l'article L 214-36 du Code monétaire et financier d'une fraction des actifs d'un fonds commun de placement à risques qui remplit les conditions prévues au II ou au III bis de l'article 163 quinquièmes B».

Il en est de même des porteurs de parts personnes physiques, puisque le bénéfice du régime fiscal d'exonération sous réserve d'engagement de détention de cinq ans au moins (visé à l'article 163 quinquièmes B), ainsi que celui des cessions de parts de FCPR fiscaux, s'applique aux porteurs de parts de fonds qui remplissent les conditions prévues à l'article L 214-36 (et L 214-37 pour les FCPR à procédure allégée) du

Code monétaire et financier, ce qui suppose que toutes les conditions prévues par cet article soient satisfaites.

A s'en tenir aux dispositions sus-évoquées, un FCPR contractuel qui ne respecterait pas l'une des conditions résultant de l'article L 214-36 du Code monétaire et financier, n'autoriserait pas ses porteurs de parts à se prévaloir des différents régimes fiscaux dérogatoires, quand bien même ce FCPR remplirait, par ailleurs, le quota fiscal d'investissement de 50 % visé à l'article 163 quinquièmes B du CGI.

Toutefois, dans le cadre d'une récente instruction (BOI 5 C-2-10 du 13 janvier 2010), l'administration fiscale a expressément admis que le régime fiscal des distributions d'une fraction des actifs, au profit des porteurs de parts personnes physiques

domiciliés fiscalement en France (article 150-0 A II. 7. du CGI), visait les FCPR contractuels.

On peut légitimement espérer que la position de l'administration fiscale

consisterait également à faire application, pour les FCPR contractuels, des règles propres aux FCPR fiscaux, pour autant qu'ils respectent les règles fiscales de composition des actifs prévues au II de l'article 163 quinquièmes B du CGI.

Mais, cette extension ne sera certainement pas suffisante. En effet, il y a fort à parier que bien peu de FCPR contractuels respecteront le quota fiscal en raison justement de la souplesse que leurs initiateurs peuvent souhaiter obtenir.

On ne peut qu'appeler de nos vœux une adaptation des règles fiscales à la situation des détenteurs de parts de FCPR contractuels, notamment s'agissant de l'obligation d'évaluation à la valeur liquidative (article 209 OA du CGI) dès lors qu'à défaut, ce type de véhicule, pourtant censé concurrencer ses équivalents européens (tels les FIP luxembourgeois), ne sera éventuellement appelé à prospérer que sous l'impulsion d'investisseurs étrangers, dont les gains ne sont généralement pas taxables en France. ■

«La loi du 4 août 2008 ne comporte aucune précision relative au régime applicable aux porteurs de parts.»



Par **Pierre Le Roux**, avocat associé, spécialisé en fiscalité.

Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés, notamment dans le cadre de structurations fiscales, qu'en private equity s'agissant de la fiscalité des fonds, fonds de fonds et SCR. Il est membre depuis l'origine de la commission législation et fiscalité à l'AFIC. pierre.leroux@cms-bfl.com



Et **Eric Hebras**, avocat spécialisé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés, qu'en fiscalité des produits financiers, fonds d'investissement et SCR. eric.hebras@cms-bfl.com

Fonds d'investissement étrangers et retenue à la source sur dividendes: discrimination confirmée!

Par **Michel Collet**, avocat associé, spécialisé en fiscalité internationale.
michel.collet@cms-bfl.com



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

«La Commission demande à la France de modifier une réglementation qu'elle considère comme portant atteinte à la liberté de circulation des capitaux.»

La Commission européenne a une nouvelle fois rappelé la France à l'ordre sur le respect des principes communautaires. Elle a, dans un communiqué publié le 18 mars dernier, critiqué le traitement fiscal réservé en France aux dividendes de source française versés aux fonds de pension et d'investissement étrangers. Une retenue à la source au taux de 25 % – sauf application, rare, d'une convention bilatérale – est actuellement applicable alors que des fonds français (sicav, FCP) sont totalement exonérés d'impôt sur les mêmes dividendes. La Commission demande à la France de modifier une réglementation qu'elle considère comme portant atteinte à la liberté de circulation des capitaux. Cet avis motivé constitue la deuxième étape de la procédure d'infraction, entraînant la saisine de la Cour de justice dans l'hypothèse où la France ne répondrait pas de manière satisfaisante dans un délai de deux mois.

S'agissant des fonds de pension, la critique formulée par la Commission n'a en principe plus lieu d'être à la suite de l'arrêt *Stichting Unilever* (CE 13 février 2009, n° 298108) et surtout de l'alignement du régime fiscal des organismes sans but lucratif français et étrangers dans le cadre de la loi de finances rectificative pour 2009 (art. 34).

S'agissant des fonds d'investissement étrangers, la question de l'existence d'une discrimination conserve en revanche toute sa pertinence et est à l'origine d'un abondant contentieux opposant des fonds étrangers – notamment belges et luxembourgeois – à l'administration fiscale française.

Dans l'hypothèse où la Commission aurait finalement à saisir la CJUE, le résultat du contentieux ne saurait faire trop de doute à la lumière de la jurisprudence actuelle. Tout d'abord, la plupart des arguments à ce jour opposés par l'administration fiscale ont d'ores et déjà fait l'objet d'un rejet par la Cour dans des affaires similaires.

Ainsi, on voit mal la CJUE considérer qu'il n'y pas discrimination comme le soutient

l'administration au motif que les porteurs de parts sont imposables. Ainsi, conformément à une jurisprudence bien établie, différence de traitement doit être appréciée exclusivement au regard des véhicules d'investissement bénéficiaire du dividende (cf. sur ce point les arrêts *Aberdeen Property Fininvest Alpha Oy* du 18 juin 2009 et *Commission c/République Italienne* du 19 novembre 2009).

Quant à la comparabilité des OPCVM français et des OPCVM étrangers, elle ne saurait, au sein de l'Union européenne, constituer un obstacle compte tenu de l'harmonisation des règles juridiques (directive UCITS 85/611/CE du 2 décembre 1985).

Enfin, l'administration fiscale française ne devrait pas plus être en mesure d'écarter l'existence d'une discrimination au motif que l'application d'une convention bilatérale pourrait permettre la récupération de la retenue par l'octroi d'un crédit d'impôt à l'étranger, conformément à la jurisprudence *Denkavit* (14 décembre 2006) et *Amurta* (8 novembre 2007). En effet, quand bien même l'obstacle de l'application des conventions fiscales aux OPCVM serait surmonté (cf. sur ce point *TA Montreuil* 14 janvier 2010, *Apothekerversorgung Niedersachsen*), une telle logique se heurterait à l'impossibilité pour des fonds exonérés d'impôt d'utiliser un quelconque crédit d'impôt. Si bénéficiaire du crédit d'impôt était accordé aux porteurs de parts – comme en France –, la discrimination resterait entière si l'octroi dudit crédit ne découlait pas de l'application automatique de la convention fiscale, mais d'une mesure unilatérale prise par l'Etat de résidence comme cela est très probable (cf. arrêt *Amurta*).

Il apparaît donc que la CJUE n'aurait d'autre choix que de conclure à l'existence manifeste d'une discrimination non justifiable, la France se devant dès lors d'aligner le régime fiscal des OPCVM étrangers et français avec une probable et simple suppression de la retenue à la source... sauf imposition des OPCVM français, ce qui nous semblerait peu réaliste compte tenu de la complexité technique du sujet et des enjeux économiques d'une telle réforme. ■

Droit français des concentrations : quelles spécificités pour les fonds d'investissement ?

Il va de soi que les fonds d'investissement n'échappent naturellement pas aux règles du droit des concentrations. Cependant, le contrôle des fonds d'investissements est particulier puisque, en principe, leurs actionnaires ou investisseurs n'ont pas la capacité d'exercer une influence déterminante sur les fonds. Ce contrôle est généralement détenu par la société de gestion de portefeuille en charge des sociétés contenues dans le fonds.

Ce contexte explique que l'Autorité française de la concurrence (ci après ADLC), dans ses dernières lignes directrices relatives au contrôle des concentrations, consacre une annexe spécifique aux fonds d'investissements. Il s'en dégage les principaux aspects suivants tenant soit aux règles de principe soit au contenu du dossier de notification.

Pour ce qui a trait au calcul du chiffre d'affaires nécessaire pour déterminer le caractère contrôlable de l'opération, l'ADLC considère que, en règle générale, le chiffre d'affaires à retenir en cas de fonds acquéreur doit être celui de la société de gestion gérant ce fonds, ce qui conduit à retenir les différents chiffres d'affaires des entreprises dans lesquelles elle détient un contrôle exclusif ou conjoint. Toutefois, l'ADLC précise que le chiffre d'affaires de l'ensemble du groupe devra être pris en compte lorsque cette société appartient à un groupe bancaire.

En ce qui concerne l'analyse concurrentielle, les règles de la réglementation financière applicables aux sociétés de gestion de portefeuille soumises à agrément de l'AMF conduisent l'ADLC à première analyse à une approche spécifique.

En effet, puisque les sociétés de gestion de portefeuille disposent en principe de l'autonomie de gestion vis-à-vis de leurs actionnaires, l'analyse concurrentielle se concentre sur la société de gestion et les entreprises dans lesquelles elle détient une influence déterminante. Toutefois, l'ADLC considère aussi que dans certains cas, la société de gestion pourra ne pas

être considérée comme suffisamment autonome ; dans cette hypothèse, l'analyse concurrentielle doit être étendue aux participations détenues par le groupe ou par les investisseurs concernés. L'ADLC vise à cet effet expressément le cas dans lequel les investisseurs dans les fonds et leurs actionnaires constituent une même entité économique. En pratique, cette situation s'est déjà rencontrée à plusieurs reprises, cela conduisant à une analyse concurrentielle spécifique (pour un exemple, voir décision ADLC 09-DCC-68 du 25 novembre 2009). Elle révèle une véritable tension entre ces deux domaines du droit et implique pour les acteurs concernés une approche prudente dans leur démarche auprès de l'ADLC.

Par ailleurs, pour ce qui a trait au dossier de notification, l'ADLC précise que les opérations effectuées par les fonds d'investissements peuvent bénéficier de la procédure des dossiers simplifiés dans le respect des conditions fixées dans les lignes directrices. En outre, les fonds devant parfois réaliser rapidement leur opération, l'ADLC indique qu'ils pourraient solliciter dans certaines conditions un délai raccourci d'examen (quinze jours ouvrés au lieu de vingt-cinq) de leur opération lorsque cette dernière peut être présumée comme n'affectant pas la concurrence.

Compte tenu des éléments exposés ci-dessus, il devra aussi être apporté une attention particulière dans le cadre d'une prise de contrôle par les sociétés de gestion de portefeuille aux éléments – notamment les règles gouvernant la société de gestion et le fonds, tout autre document contractuel s'y rapportant, etc. – permettant de démontrer leur réelle autonomie de gestion. L'ADLC précise que, si la société de gestion n'est selon elle pas autonome, alors devra être fournie la liste des participations détenues par les actionnaires ou les investisseurs exerçant une influence déterminante. ■



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

«L'ADLC vise expressément le cas dans lequel les investisseurs dans les fonds et leurs actionnaires constituent une même entité économique.»

Lutte contre les paradis fiscaux et dividendes



Par **Thierry Granier**, avocat, spécialisé en fiscalité internationale. Il intervient en matière de private equity dans les opérations de financement et d'acquisitions dans un contexte international. Il assiste plusieurs fonds d'investissements et établissements financiers dans leurs opérations à dimension internationale. thierry.granier@cms-bfl.com

1- Cf. «Impact de la lutte contre les paradis fiscaux sur les LBO», *Lettre des fusions-acquisitions et du private equity*, n° 1, p. 9.

Les revenus distribués par des sociétés françaises à des actionnaires établis à l'étranger peuvent être soumis à une retenue à la source. Depuis le 1^{er} mars 2010, le taux est majoré à 50 % lorsque les paiements sont effectués dans un Etat ou territoire non coopératif (ETNC) dont l'administration a publié la liste.

L'administration vient de publier, le 4 mai 2010, un rescrit précisant les modalités d'application du taux de 50 % aux distributions. Ce nouveau rescrit prolonge celui traitant des intérêts¹. Le taux majoré serait susceptible de s'appliquer si les sommes étaient virées sur un compte ouvert dans les livres d'un établissement situé dans un ETNC, et ce alors même que le bénéficiaire des dividendes serait résident fiscal d'un pays autre qu'un ETNC, voire de la France ! Toutefois, s'il était résident d'un pays ayant signé une convention fiscale avec la France prévoyant un taux réduit de retenue (généralement de 0 à 15 %), le taux conventionnel prévaudrait.

D'un point de vue pratique, les sociétés distributrices sur lesquelles pèse la responsabilité fiscale du prélèvement de la retenue devront, en ce qui

concerne les associés non-résidents, d'abord s'interroger sur le bénéfice d'une convention fiscale et dans la négative se concentrer ensuite sur la localisation du compte à créditer pour déterminer le taux exact (25 % ou 50 %). Pour les résidents français, le lieu de situation du compte sera déterminant puisque le taux de 50 % resterait applicable.

Relevons qu'un résident fiscal français pourrait dans ce cadre être soumis à une retenue de 50 % alors que celui d'un ETNC protégé par une convention fiscale (comme les Philippines, par exemple) serait soumis à une retenue de 10 à 15 % selon les cas.

Enfin, si les dividendes devaient être payés par chèque ou tout autre moyen de paiement, le lieu de situation du domicile ou du siège social du bénéficiaire serait le critère d'appréciation du taux de retenue à la source.

La prévalence des conventions fiscales neutralise un système se voulant pourtant dissuasif... en exposant les entreprises françaises à un risque accru de confusion. ■

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

1-3, villa Emile Bergerat
92522 Neuilly sur Seine Cedex
Tél. 01 47 38 55 00
Fax 01 47 38 55 55

Si vous souhaitez contacter les auteurs de cette lettre, vous pouvez vous adresser à la rédaction qui transmettra aux personnes concernées. Vous pouvez également vous adresser à :

M^e Christophe Blondeau, christophe.blondeau@cms-bfl.com
M^e Isabelle Buffard-Bastide, isabelle.buffard-bastide@cms-bfl.com
M^e Michel Collet, michel.collet@cms-bfl.com
M^e Martine Ebrard-Grellety, martine.ebrard-grellety@cms-bfl.com
M^e Bruno Gibert, bruno.gibert@cms-bfl.com
M^e Laurent Hepp, laurent.hepp@cms-bfl.com
M^e Pierre Le Roux, pierre.leroux@cms-bfl.com
M^e Denis Redon, denis.redon@cms-bfl.com
M^e Jérôme Sutour, jerome.sutour@cms-bfl.com



Supplément du numéro 1082 du 21 juin 2010
Option Finance - 91 bis, rue du Cherche-Midi 75006 Paris - Tél. 01 53 63 55 55
SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327
Directeur de la publication : François Fahys
Service abonnements : B 310 - 60732 Ste-Geneviève Cedex. Tél. 03 44 07 44 52
Impression : Megatop - Naintre - N° commission paritaire : 0411 T 83896