



# La lettre des FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 29 mars 2021

## Editorial

Les lecteurs de cette lettre connaissent l'importance que revêtent les garanties dans les opérations de fusion-acquisition. Dans le cadre de ces opérations, il est question de transmettre à l'acquéreur un bien qui peut être extrêmement complexe, dès lors que l'entreprise objet de la cession ne se limite pas à un simple fonds de commerce (ce seul bien pourrait d'ailleurs être déjà difficile à appréhender). Lorsqu'une société change de contrôle, c'est un patrimoine qui change de mains, du point de vue économique, même si juridiquement la société, en tant que personne morale, demeure titulaire de son patrimoine en cas de cession *stricto sensu*. Identifier les différents éléments de ce patrimoine, révélés aussi bien que latents, est indispensable, tant pour l'acheteur qui doit élaborer un business plan que plus largement pour toutes les parties qui doivent déterminer un prix. Le patrimoine concerné comporte des éléments d'actif, dont il est possible qu'ils n'aient pas tous une consistance aisément vérifiable. Il comporte par ailleurs des éléments de passif dont certains ne se révéleront peut-être que longtemps après la réalisation de la cession. Afin d'identifier et d'évaluer correctement ces différents éléments actifs et passifs, il importe donc de réaliser, autant que possible, un audit approfondi de l'entreprise cédée et de stipuler les garanties correspondantes.

L'irruption dans notre paysage économique de la crise sanitaire, au printemps 2020, avait donné lieu à un bouleversement ponctuel des relations entre vendeurs et acheteurs, certaines opérations se trouvant gelées voire remises en cause. Sur un plus long terme, les observateurs du marché européen considèrent que celui-ci est contrasté et encore favorable aux vendeurs, au moins à certains égards. Il est donc assez peu surprenant que les garanties stipulées dans le cadre des opérations de fusion-acquisition n'aient pas connu une évolution conduisant à renverser les équilibres entre acheteur et vendeur. La suite logique de cela est que les garanties ont sans doute évolué encore assez peu s'agissant de ce que l'acheteur peut exiger du vendeur.

Dans le même temps, se maintiennent les exigences de garantie demandées à l'acheteur, celui-ci pouvant être conduit à prendre une série d'engagements relatifs à l'entreprise acquise. Il peut tout d'abord s'agir de rassurer le cédant sur les audits qui auront été réalisés préalablement à l'opération de cession, que ces audits aient d'ailleurs été réalisés par le vendeur ou par l'acheteur. De la sorte, le vendeur pourra limiter le risque de voir sa responsabilité engagée par l'acquéreur ou de voir les éventuelles garanties contractuelles d'actif et de passif appelées. D'autres engagements peuvent par ailleurs être demandés à l'acquéreur, qui ont pour cible des responsabilités de nature différente. C'est le cas des engagements relatifs à la poursuite de l'activité de l'entreprise cédée. Il s'agit alors pour le vendeur de limiter les risques de voir sa responsabilité engagée postérieurement à la cession parce que des salariés de l'entreprise cédée lui reprocheraient, par exemple, une réduction d'activité tenant à l'infaisabilité du projet de l'acquéreur.

En définitive, quel que soit le sens dans lequel jouent les garanties stipulées dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition, celle-ci conservent une importance essentielle. Rien de surprenant à ce que ces garanties fassent l'objet d'une attention particulière de la part des parties et de leurs conseils.

Par Bruno Dondero, avocat associé

## Dossier

### Garanties et opérations de fusion-acquisition

- Conventions de garantie : avec la pandémie, un marché contrasté un peu plus favorable aux acquéreurs **p. 2**
- Engagements et garanties de l'acquéreur dans les opérations de fusion-acquisition **p. 4**
- Fiducie sur titres ou sur les actifs sociaux **p. 6**
- Les opérations de *distressed* M&A : déterminer le bon cadre pour les engagements des parties **p. 8**
- La délicate identification et prévisibilité des risques sociaux dans les opérations de cession **p. 9**
- Les opérations de restructuration à l'aune des nouvelles règles fiscales anti-abus **p. 10**
- Fusion-absorption : la dette de responsabilité de l'absorbée n'est pas couverte par l'assurance de l'absorbante **p. 11**
- Garantir les actifs immatériels de l'entreprise **p. 12**

## Actualités

- Contrôle des concentrations : retour sur trois aspects des lignes directrices de 2020 intéressant les investisseurs **p. 13**
- Brexit et titres britanniques : des mesures d'adaptation en matière de PEA et de fonds de capital investissement **p. 14**
- Publication de fiches pratiques sur les taux d'intérêt intragroupe : le changement dans la continuité **p. 15**
- Que faut-il retenir de l'avant-projet de réforme du droit des sûretés ? **p. 16**

Ce supplément est réalisé par les avocats de

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

Avocats

Supplément du numéro 1600  
du 29 mars 2021

# Conventions de garantie : avec la pandémie, un marché contrasté un peu plus favorable aux acquéreurs

Alors que le premier confinement du printemps dernier a créé beaucoup d'incertitudes et un ralentissement de certaines opérations qui ont pu être mises en pause, le marché des fusions-acquisitions et du *private equity* est finalement resté très actif en 2020 malgré la crise sanitaire. Cette situation s'explique probablement par le maintien d'une abondance de liquidités disponibles pour les fonds d'investissement et l'accès à des financements externes dont le coût reste peu élevé. La crise a également accentué une situation pré-existante de rareté des actifs de qualité créant une compétition très forte entre candidats acquéreurs sur certains process de cession. Dans ce contexte, comment se situent la pratique et la négociation des conventions de garantie ? La situation actuelle semble assez contrastée entre l'émergence d'un marché globalement plus favorable aux acheteurs en raison de la pandémie et un marché très concurrentiel et encore pro-vendeur sur les actifs de qualité.

Ainsi, sur les transactions très disputées, la pratique courante sur les beaux actifs reste de réaliser des acquisitions sans garanties autres que quelques déclarations fondamentales consenties par les vendeurs sur leur capacité à vendre, la propriété des titres de la cible (et généralement, quand même, de ses filiales), l'existence des sociétés et l'absence de procédures collectives. Bien sûr, cette pratique est bien ancrée depuis long-

temps sur les opérations entre fonds mais elle existe aussi sur d'autres transactions.

Toutefois, sur les opérations primaires et les transactions de fusions-acquisitions industrielles, en particulier sur les opérations de taille modeste, il reste courant pour les acquéreurs d'obtenir des garanties structurées sous la forme d'une liste de déclarations dont la violation entraîne pour l'acquéreur le droit d'obtenir une indemnisation du préjudice.

## Que disent les études de CMS sur les pratiques en matière de conventions de garantie ?

Sur ce type d'opérations, quelles sont les grandes pratiques en matière de conventions de garantie ces dernières années ? Les études annuelles réalisées par CMS au travers de ses implantations dans plus de 40 pays et portant sur plusieurs centaines de transactions révèlent que les pratiques au cours de ces dernières années sont restées assez stables. Toutefois, l'étude *CMS European M&A Study 2021*, portant sur l'année 2020 et publiée le 24 mars 2021, révèle également des pratiques assez différentes

entre le marché européen et le marché américain lequel s'avère être beaucoup plus favorable aux acquéreurs sur le terrain de la répartition des risques entre acheteur et vendeur et en particulier des garanties.

En matière de plafonds des garanties, l'étude CMS fait ressortir qu'en Europe, leur montant est assez dépendant de la taille de l'opération et qu'ils ont eu tendance à augmenter en 2020. Dans certains pays, le montant des plafonds peut atteindre celui du prix sur de petites opérations alors que les plafonds se situent généralement entre 10 % et 25 % du prix de cession dans les opérations de taille plus importantes. En France, les montants de plafond entre 10 % et 20 % du prix de cession sont les plus courants sur toute taille d'opérations (les montants ayant tendance à diminuer avec la taille de l'opération).

Concernant les durées des garanties, même si celles-ci se sont un peu allongées en 2020, la pratique européenne comme la pratique française établissent la durée moyenne des garanties (hors fiscal et social) entre 18 et 24 mois.

La pratique qui consiste à prévoir un *de*

« La situation actuelle semble assez contrastée entre l'émergence d'un marché globalement plus favorable aux acheteurs en raison de la pandémie et un marché très concurrentiel et encore pro-vendeur sur les actifs de qualité. »



Par **Arnaud Hugot**, avocat associé en corporate/fusions et acquisitions. Il assiste des industriels, des fonds d'investissement et des managers dans le cadre de tous types d'opérations de fusion-acquisition et de *private equity*, tant nationales qu'internationales.  
arnaud.hugot@cms-fl.com



**Laurent Hepp**, avocat associé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et *private equity*, pour le compte de fonds d'investissement, de groupes et d'entrepreneurs.  
laurent.hepp@cms-fl.com

*minimis* (seuil individuel par préjudice) dans les conventions de garantie semble quant à elle totalement généralisée. Le *de minimis* est présent dans plus des trois-quarts des transactions européennes et semble être aujourd'hui une norme de marché à travers l'Europe.

Pour ce qui est des seuils et des franchises, la pratique est plus contrastée. Autant, la plupart des conventions de garantie prévoient des seuils de déclenchement (indemnisation à partir du premier euro lorsque le seuil est atteint) qui se situent le plus souvent autour de 1 % du prix de cession mais à l'inverse, les clauses de franchise (indemnisation au-delà seulement du montant convenu) se font plus rares (autours de 20 % des opérations à travers l'Europe).

Par ailleurs, les mécanismes de garantie de la garantie apparaissent sur les trois dernières années comme présents dans environ un tiers des opérations avec, lorsque ceux-ci sont prévus, une prédominance des conventions de séquestre pour sécuriser les engagements d'indemnisation des vendeurs à l'égard de l'acquéreur.

A noter enfin, s'agissant des garanties fiscales, que le Service de mise en conformité (SMEC) mis en place début 2019 par la DGFiP, pour permettre notamment à un nouvel acquéreur de procéder, à des conditions avantageuses, à la régularisation d'anomalies fiscales détectées chez la cible lors de son acquisition, a connu un démarrage particulièrement timide. Ce faible succès s'explique probablement par une certaine inertie liée à la pandémie mais aussi, et surtout, par le fait que cette démarche de régularisation n'est pas à ce jour compatible avec le bénéfice concomitant d'une garantie de passif fiscal consentie par le cédant<sup>1</sup>.

### **Croissance exponentielle du recours aux assurances garantie de passif**

Si toutes ces pratiques restent relativement stables sur les dernières années, l'évolution la plus marquante reste le recours aux assurances garantie de passif qui a connu une croissance exponentielle sur la période récente. Ce mécanisme permet aux candidats acquéreurs de trouver une protection tout en offrant aux vendeurs une « sortie propre » consti-

« Si toutes ces pratiques restent relativement stables sur les dernières années, l'évolution la plus marquante reste le recours aux assurances garantie de passif qui a connu une croissance exponentielle sur la période récente. »

tuant un avantage concurrentiel non négligeable dans les process compétitifs. L'étude CMS fait ressortir que l'usage des assurances W&I (*Warranty & Indemnity*) est passé de moins de 10 % des transactions en Europe sur la période 2010 - 2018 à 17 % en 2020 et a atteint presque 50 % des transactions dont le montant est supérieur à 100 millions d'euros.

Le recours aux assurances W&I permet de fluidifier les négociations entre les vendeurs et les acheteurs en évitant, notamment, la mise en place d'un

séquestre et en déplaçant le risque de la garantie de passif sur la tête de l'assureur. Pour autant, un principe essentiel de ce produit assurantiel est de ne couvrir que les risques qui n'ont pas été « divulgués » ou « découverts » lors de la phase de *due diligence*. L'essence de ce type de contrat réside en effet dans l'aléa de la réalisation de ce risque juridique ou fiscal qui, par principe, ne doit pas être connu des parties lors de la phase des négociations. Or, il est admis que cette condition de l'existence de l'aléa n'est plus remplie dès que le risque est désigné et quantifié.

A ce titre, lorsque qu'un risque est identifié au cours de l'audit de la société, les parties sont alors invitées à prévoir soit une réduction du prix, soit une clause d'indemnité spécifique dans le contrat de cession. Ainsi, dans ce dernier cas, si le risque identifié se réalise, cela ne sera pas la clause de garantie de passif qui aura vocation à être mise en œuvre, mais bien la clause de d'indemnité spécifique, écartant alors la couverture de l'assurance W&I puisque celle-ci ne peut jouer que lorsque la garantie de passif est enclenchée.

Enfin, force est de constater que les acheteurs manifestent aujourd'hui un intérêt croissant pour un nouveau produit qui consiste précisément à s'assurer pour un risque juridique ou un risque fiscal identifié (« Contingent Legal or Tax risk »). L'objectif de ce nouveau produit est de venir combler l'absence de couverture de l'assurance W&I en faisant peser le passif éventuel lié à ce risque identifié sur l'assureur et, ainsi, de « sortir » ce passif potentiel de la valeur de la société cible afin de garantir le rendement attendu au regard de l'investissement réalisé. ■



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

1. Cf. « GAP ou pas GAP : l'impact des nouvelles normes fiscales sur la rédaction des contrats de cession », par J.C. Benois et T. Louvel, *Lettre des Fusions-Acquisitions et du Private Equity, Option Finance*, 24 juin 2019.

# Engagements et garanties de l'acquéreur dans les opérations de fusion-acquisition

La pratique, favorisée notamment par les processus concurrentiels de vente, conduit à mettre à la charge de l'acquéreur un nombre croissant d'engagements et garanties dont la nature et l'étendue varient fortement en fonction des spécificités et du contexte de l'opération. Sans entrer dans un vain exercice de catalogue, cet article présente quelques exemples récurrents dont notamment les engagements en matière de sécurisation de l'opération ou de maintien de l'emploi et/ou de l'activité.

## Engagements relatifs à la sécurisation de l'opération

La pratique tend clairement à une sécurisation toujours plus forte des opérations de fusion-acquisition dès le *signing*. A ce titre, les conditions suspensives qui ne peuvent être écartées font souvent l'objet d'une attention soutenue, en vue d'en contrôler le caractère aléatoire.

C'est le cas par exemple des autorisations réglementaires, dont au premier chef celles requises en matière de contrôle des concentrations, pour lesquelles certains vendeurs demandent à l'acquéreur de prendre des engagements de nature et amplitude variées, culminant dans la clause dite de *hell or high water*, aux termes de laquelle l'acquéreur s'engage à prendre tous les engagements requis pour l'obtention de l'autorisation (y compris désinvestissements, cessions, etc.). Ces engagements sont bien entendu âprement négociés et nécessitent des analyses poussées de la situation concurrentielle afin d'éclairer les parties sur la portée de leurs obligations.

La mise en place du financement (aussi bien dette qu'*equity*) de l'opération par l'acquéreur et les éléments de conditionnalité l'affectant, peuvent aussi faire l'objet d'engagements et garanties spécifiques demandées à l'acquéreur en fonction des circonstances, de la compétition et de la sophistication du vendeur et de ses conseils.

« Ces engagements sont bien entendu âprement négociés et nécessitent des analyses poussées de la situation concurrentielle afin d'éclairer les parties sur la portée de leurs obligations. »

Par ailleurs, dans l'hypothèse où des garanties ont été consenties par les vendeurs dans le cadre de l'endettement du groupe cible, certains engagements peuvent être demandés à l'acquéreur s'agissant du remboursement/refinancement de cet endettement, de façon à sécuriser la mainlevée des engagements des vendeurs au *closing*.

Enfin, un certain nombre d'autorisations pouvant affecter une opération dépendant de la qualité ou des caractéristiques de l'acquéreur, certains vendeurs ont pris pour habitude de leur demander un confort s'agissant de la nature et de la liste des autorisations auxquelles l'opération est soumise.

## Engagements et garanties relatives à l'audit

Certains vendeurs souhaitent par ailleurs un confort de la part de leur acquéreur sur les modalités et la portée de l'audit conduit par ce dernier, notamment afin de (i) sécuriser le respect de leur obligation d'information précontractuelle, (ii) faire



Par **Caroline Froger-Michon**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Elle conseille de grands groupes français et internationaux, notamment dans le cadre de problématiques relatives aux restructurations et aux aspects sociaux des opérations de fusion-acquisition. [caroline.froger-michon@cms-fl.com](mailto:caroline.froger-michon@cms-fl.com)



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

pendre acte à l'acquéreur de l'aspect par nature aléatoire de l'information prospective fournie ou (iii) protéger dans une certaine mesure la sincérité du prix.

De même, la montée en puissance des enjeux de compliance conduit un certain nombre de vendeurs à demander à l'acquéreur des garanties sur (i) l'origine des fonds utilisés pour financer l'opération et/ou (ii) le respect par ce dernier de certaines réglementations type anti-corruption, lutte contre le blanchiment des capitaux et financement du terrorisme.

#### **Engagements post *closing* de l'acquéreur**

Certains vendeurs souhaitent prévoir des droits d'accès postérieurement au *closing* de l'opération, afin de pouvoir continuer à consulter l'information requise à la préservation de leurs droits (par exemple dans le cadre d'un contrôle fiscal/social ou d'un contentieux intervenant postérieurement au *closing* mais portant sur la période précédant ce dernier). Cela peut même aller parfois jusqu'à certains droits de consultation/validation pour des problématiques couvrant à la fois la période pré et post *closing*.

#### **Engagements de maintien de l'emploi et/ou de l'activité**

Les engagements en termes d'emploi ou de maintien de l'activité sont également de plus en plus fréquents. En pratique, on observe que l'insertion de tels engagements contractuels est souvent demandée par les représentants du personnel au cours de la procédure d'information-consultation afin d'assurer la pérennité de l'emploi et contraindre l'acquéreur à ne pas mettre en œuvre de projets de restructuration immédiatement après la réalisation de l'opération.

Mais cette demande peut également venir du vendeur, soucieux de limiter sa responsabilité post-cession. En effet, depuis plusieurs années, la jurispru-

dence a vu se développer les contentieux mettant en cause la responsabilité du cédant lorsque que la viabilité économique du projet de cession n'a pas été suffisamment étudiée. La majorité des contentieux survient lorsque des licenciements sont mis en œuvre par le cessionnaire. Les salariés de la société cédée peuvent alors être tentés d'obtenir des dommages-intérêts pour perte de leurs emplois ou pour perte de chance de bénéficier des dispositions du plan social mis en place au niveau du groupe auquel appartenait la société cédée (en ce sens Cass. Soc., 14 novembre 2007 n°05-21239 ; Cass. Soc., 18 juin 2014 n°12-18589).

Pour que la responsabilité du cédant soit retenue, il faut qu'il ait commis une faute ou négligence, ou qu'il ait manqué à l'obligation de loyauté dans l'exécution des contrats de travail ou encore qu'il ait contourné de façon frauduleuse les dispositions sur le transfert d'une entité économique autonome (Article L.1224-1 du Code du travail).

Ainsi, si la jurisprudence considère que le vendeur n'a pas une obligation de garantie de succès du nouvel employeur, il n'en demeure pas moins qu'il doit prendre toutes les précautions nécessaires pour vérifier les conditions de la poursuite de cette activité et la fiabilité du « business plan » de l'acquéreur.

Le vendeur a donc tout intérêt à procéder à des vérifications approfondies mais également à convenir d'un certain nombre de garanties de la part du repreneur afin de limiter les risques de mise en cause de sa responsabilité post-cession, ce qui pourrait être lourd de conséquences sur le plan financier. En effet, si la responsabilité du vendeur venait *in fine* à être retenue sur ce fondement, il pourrait être tenu de supporter les conséquences financières résultant de l'annulation des licenciements prononcés par le cessionnaire (Cass. Soc., 19 mai 2016 n°15-13603). ■

**« Ainsi, si la jurisprudence considère que le vendeur n'a pas une obligation de garantie de succès du nouvel employeur, il n'en demeure pas moins qu'il doit prendre toutes les précautions nécessaires pour vérifier les conditions de la poursuite de cette activité et la fiabilité du « business plan » de l'acquéreur. »**

# Fiducie sur titres ou sur les actifs sociaux

Souvent annoncée de manière un peu prématurée comme étant l'équivalent du trust en droit anglo-saxon, la fiducie est régie en droit français par les articles 2011 et suivants du Code civil qui la définissent comme « *l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires* ». Outil juridique dont l'une des particularités est d'être, à titre de gestion (fiducie-gestion) ou de sûreté (fiducie-sûreté), translatif de propriété, la fiducie se distingue également par une grande liberté contractuelle laissée par le législateur aux acteurs du monde des affaires qui souhaitent y avoir recours.

## Intérêt de la fiducie-sûreté dans les opérations de financement

Lorsqu'elle est utilisée à titre de sûreté dans une opération de financement, la fiducie permet à l'emprunteur agissant en qualité de constituant, de transférer dans le patrimoine d'un fiduciaire des titres de filiales ou des actifs sociaux qu'il détient afin de garantir auprès des banques le remboursement de sa dette. Le recours à la fiducie était initialement privilégié dans des situations « tendues » entre créancier et débiteur, par exemple dans le cas de renégociation de dettes ouvertes en raison de l'incapacité de l'emprunteur à faire face à ses obligations de remboursement

« En échange de cette souplesse accordée à l'emprunteur, la fiducie permet de donner un confort supplémentaire aux banques qui voient un actif stratégique de leur débiteur être transféré dans un patrimoine distinct de celui de leur débiteur et ce à leur profit. »

selon les modalités prévues dans la documentation de financement. Dans cette situation, les banques peuvent accepter de renégocier certains *covenants* ou certaines modalités initiales de remboursement, et ce afin que leur débiteur retrouve les ressources et la respiration nécessaires pour assumer la charge de la dette. En échange de cette souplesse accordée à l'emprunteur, la fiducie permet de donner un confort supplémentaire aux banques qui voient un actif stratégique de leur débiteur être transféré dans un patrimoine distinct de celui de leur débiteur et ce, à leur profit.

Au regard du risque croissant de défaillance des emprunteurs, notamment en période de crise économique et financière comme nous le vivons aujourd'hui, la fiducie présente les atouts pour devenir un outil de sûreté privilégié dès la mise en place d'un financement, y compris lorsque celui-ci répond au cahier des charges recherché par les prêteurs. D'une part, elle sécurise les banques bénéficiaires en cas de procédures collectives ouvertes à l'encontre de l'emprunteur, et ce en raison du transfert initial de propriété au sein du

patrimoine d'affectation du fiduciaire. D'autre part, la liberté contractuelle instaurée par le régime de la loi n°2007-211 du 19 février 2007 permet notamment au créancier d'isoler du patrimoine de l'emprunteur presque n'importe quel actif social détenu initialement par de dernier et de s'assurer que ce bien, le jour où la situation de remboursement se crispiera, ne sera pas totalement à la main de son débiteur. Ce schéma peut également être avantageux pour l'emprunteur lui-même : l'expérience montre que si la banque est confiante quant à la solidité de la sûreté dont elle bénéficie, elle sera plus apte à être à l'écoute des demandes de son débiteur (waivers, etc.) pendant la vie du financement.

Naturellement, dès lors que la fiducie emporte un transfert de propriété de l'actif fiduciaire au fiduciaire, sa mise en place peut impliquer un formalisme plus ou moins contraignant pour assurer la validité et l'opposabilité de ce transfert à l'égard des tiers : autorisations préalables, formalités déclaratives, publicité, enregistrement, immatriculation, etc. Ces démarches et formalités doivent être étudiées au



cas par cas, en fonction de la nature de l'actif concerné.

Si l'idée pour un créancier de bénéficier de ce type d'outil pour garantir la dette qu'il détient sur une entreprise présente des avantages indéniables, la liberté contractuelle prévue par le régime légal exige qu'une attention particulière soit portée sur la rédaction des clauses qui lieront le constituant, le fiduciaire et le bénéficiaire.

### Principaux points d'attention dans la négociation du contrat de fiducie

Le contrat de fiducie doit anticiper et prévoir un maximum de situations possible afin de permettre au créancier, en fonction de la survenance de certains éléments identifiés, de reprendre progressivement la main sur les titres ou les actifs sociaux isolés dans le patrimoine d'affectation du fiduciaire, et ce dans des conditions satisfaisantes.

Ainsi, au premier rang des négociations contractuelles concernant la mise en place d'une fiducie, se trouvent souvent celles relatives aux instructions que le fiduciaire devra obtenir dans le cadre de la gestion de l'actif dont il est propriétaire au titre de la fiducie. Dès lors que la fiducie est mise en place en tant que sûreté uniquement, le fiduciaire n'a pas vocation, *a priori*, à gérer l'actif de manière indépendante. Dans le cadre du contrat de fiducie, les parties s'accordent sur le fait de savoir auprès de qui (le constituant ou le bénéficiaire) il doit prendre les instructions nécessaires à la gestion de l'actif. Le principe général est souvent que, dès lors que la dette continue d'être remboursée conformément aux stipulations du contrat de financement, alors le consti-

**« Le contrat de fiducie doit anticiper et prévoir un maximum de situations possible afin de permettre au créancier, en fonction de la survenance de certains éléments identifiés, de reprendre progressivement la main sur les titres ou les actifs sociaux isolés dans le patrimoine d'affectation du fiduciaire, et ce dans des conditions satisfaisantes. »**

tuant reste celui vers qui le fiduciaire doit se tourner pour obtenir les instructions liées à la gestion de l'actif fiduciaire.

Aussi, notamment, lorsque la fiducie-sûreté porte sur des titres de société, le contrat de fiducie doit prévoir les conditions dans lesquelles, tant qu'aucun cas de défaut n'est notifié au fiduciaire, ce dernier s'engage à suivre les consignes du constituant dans le cadre de l'exercice de ses droits d'associé. Cela implique en particulier que le fiduciaire s'engage à informer le constituant de la convocation aux assemblées générales et à recueillir et suivre ses instructions dans l'exercice des droits de vote atta-

chés aux actions en fiducie. De même, le contrat de fiducie pourra prévoir que le fiduciaire s'engage à reverser au constituant les dividendes versés sur le compte fiduciaire, tant qu'aucune inexécution de l'obligation garantie ne lui a été notifiée. L'enjeu sera de savoir précisément à partir de la survenance de quel événement (tout ou partie des cas de défaut ou des cas d'accélération de la dette, non-respect d'une certaine catégorie d'engagement) les banques reprendront la main et seront les seules à pouvoir instruire le fiduciaire sur la marche à suivre concernant l'actif placé en fiducie.

En cas de défaillance du débiteur, les banques bénéficiaires d'une fiducie-sûreté constituée sur des titres de société pourront par exemple, selon les termes du contrat de fiducie, donner instruction au fiduciaire de prendre en sa qualité d'associé des décisions telles que le remplacement du dirigeant par un nouveau mandataire social ayant la confiance des créanciers, voire de mettre en œuvre le processus d'attribution ou de cession de l'actif fiduciaire. La réalisation et le processus d'attribution des actifs sécurisés, notamment lorsque les créanciers sont regroupés au sein d'un pool de prêteurs, est une autre clause souvent sujette à discussion dans les contrats de fiducie. Le fiduciaire étant propriétaire du bien, lorsque l'évènement entraînant la réalisation de la fiducie survient, c'est à lui de gérer la liquidité de l'actif en question, à charge pour lui ensuite de répartir le produit de cession auprès des créanciers et, le cas échéant, de reverser au constituant la part de ce produit de cession qui excède la créance des prêteurs. ■



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

# Les opérations de *distressed* M&A : déterminer le bon cadre pour les engagements des parties

Derrière l'anglicisme polysémique se cache le retournement d'une entreprise en difficulté. Toutefois, il s'agit là du but de l'opération de *distressed M&A*, reste à en découvrir les moyens. La référence au M&A indique généralement que l'opération se réalise via une acquisition de titres de la cible, cette dernière étant « *distressed* », c'est-à-dire en difficulté.

Ceci exposé, il faut déterminer le cadre d'une telle opération de reprise des titres d'une société en difficulté avec pour objectif son retour à la rentabilité notamment eu égard aux engagements de chaque partie.

## Le cadre judiciaire

La figure du *distressed M&A* est alors celle du « plan de cession par le haut ». Il s'agit de combiner au profit d'une cible en procédure collective (sauvegarde ou redressement judiciaire) l'entrée au capital d'un repreneur et l'adoption au profit de la cible d'un plan de sauvegarde ou de redressement par continuation. Dans cette figure, il sera commun de solliciter que le vendeur et le repreneur s'impliquent dans la construction du plan de continuation et que chacun souscrive les engagements permettant à la cible de présenter un plan crédible, chiffré, financé et raisonnable.

Un tel plan doit avoir pour objectif :

- le remboursement de l'ensemble des créanciers admis au passif de la cible selon un moratoire revêtu du sceau du tribunal et, éventuellement, négocié avec les créanciers (aujourd'hui, pour les dossiers de plus grande ampleur, en comité de créanciers, demain, une fois la directive européenne transposée, par classe de créanciers) ;

- la pérennité de la cible ; et

« Toutefois, les difficultés de la cible et les enjeux de retournement existants autour de l'opération imposent au vendeur et au repreneur de matérialiser des engagements spécifiques au sein du contrat de cession qu'il est recommandé d'inscrire dans le schéma d'une conciliation. »

- le maintien d'une activité, éventuellement après redimensionnement soit en période d'observation soit immédiatement après l'arrêté du plan par le tribunal.

Ces engagements seront d'abord de nature financière (apport de fonds, idéalement en fonds propres) mais également de nature opérationnelle et sociale (maintien de l'activité en France, dans le bassin historique de l'entreprise, poursuite des relations commerciales existantes, etc.). Le jugement arrêtant le plan reprendra ces engagements et leur confèrera une nature « quasi judiciaire », c'est-à-dire qu'une défaillance suffisamment grave dans leur exécution pourra se traduire par une résolution du plan et le placement de la cible dans une nouvelle procédure collective. De plus, ces engagements seront publics comme le jugement.

## Le cadre amiable

La figure du *distressed M&A* est alors celle du *share deal* intervenant dans un

contexte *in bonis*. Toutefois les difficultés de la cible et les enjeux de retournement existants autour de l'opération imposent au vendeur et au repreneur de matérialiser des engagements spécifiques au sein du contrat de cession qu'il est recommandé d'inscrire dans le schéma d'une conciliation.

Pour mémoire, ce schéma conduit la cible à solliciter du président du Tribunal la désignation d'un conciliateur (le plus souvent un administrateur ou un mandataire judiciaire) afin de conduire les négociations devant permettre le retournement. Essentiellement amiable, confidentielle et consensuelle, cette procédure permettra d'incorporer chacun des engagements (financement (mise à disposition de la cible par le vendeur de la trésorerie suffisante à la poursuite de l'activité), maintien de l'activité, maintien de l'emploi, poursuites des relations commerciales, etc.) dans un protocole de conciliation qui sera soit constaté par le président, soit homologué par le Tribunal. Ces deux issues ne pouvant survenir qu'à condition que le protocole (et les engagements qu'il contient) permette d'assurer la pérennité de la cible. Ce faisant, les acteurs de l'opération pourront se prévaloir de ce que, à la date de l'opération, celle-ci semblait de nature à assurer le retournement ce qui, en cas d'échec du retournement, leur confèrera en pratique une certaine protection contre des reproches quant à la nature ou au *quantum* prétendument insuffisants des engagements alors souscrits.

Ce n'est donc qu'en maîtrisant les cadres ainsi présentés que le *Distressed M&A* sera pour ses acteurs porteur de véritables opportunités. ■



Par **Romain Boyet**, avocat conseil en corporate/fusions et acquisitions. Il intervient principalement en matière d'opérations de fusion-acquisition, de private equity et de restructuration de groupe de sociétés, pour des clients tant français qu'étrangers.  
romain.boyet@cms-fl.com



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

# La délicate identification et prévisibilité des risques sociaux dans les opérations de cession

**L'identification des risques en droit social dans les opérations de cession est le plus souvent un exercice délicat et difficilement appréhendable avec précision.**

Délicat tout d'abord tant les mouvements de fond qui intéressent cette matière peuvent apparaître contradictoires.

## Une plus grande sécurisation des relations de travail...

Ainsi et de premier abord, les réformes que connaît notre pays depuis plus d'une douzaine d'années vont clairement dans le sens d'une plus grande sécurisation des relations de travail. Peuvent à cet égard être notamment citées l'instauration des ruptures conventionnelles avec la loi du 20 août 2008, les multiples mesures de « sécurisation de l'emploi » et particulièrement des procédures de licenciement collectif pour motif économique avec la loi éponyme du 24 juin 2013, les mesures visant à aider les entreprises à sécuriser leurs conventions de forfait en jours (loi dite El Khomri du 8 août 2016), ou encore les nombreuses réformes intervenues pour raccourcir et préciser les délais de prescription (loi du 17 juin 2008, ordonnances Macron du 22 septembre 2017). S'ajoute bien sûr, l'encadrement par ces dernières ordonnances des indemnités de rupture en cas de licenciement abusif.

## ... dans un contexte de revirements jurisprudentiels

Mais dans l'autre sens, ce mouvement de sécurisation des relations de travail se heurte à la poursuite de revirements jurisprudentiels qui continuent à rendre la matière instable. En attestent notamment l'extension du domaine du préjudice d'anxiété (Cass. soc. 5 avril 2019

n°18-17.442), la remise en cause des accords collectifs censés préserver des ruptures d'égalité de traitement (3 avril 2019, n°17-11.970), la saga jurisprudentielle des juges du fond à propos du « barème Macron » ou encore les variations autour des heures supplémentaires et des conséquences de l'illicéité des conventions de forfait en jours (Cass. Soc. 6 janv. 2021 n° 17-28234).

Ces différents mouvements conduisent certes à restreindre le périmètre des risques sociaux dans le temps et dans l'espace mais, également à devoir continuer à les assortir d'importantes réserves qui atténuent les effets de cette sécurisation.

La difficulté ne concerne du reste pas seulement l'identification des risques mais également leur possible occurrence de réalisation.

A cet égard et si certaines entreprises peuvent avoir des difficultés à faire montre d'une absolue vertu sur le plan notamment de la gestion de la durée du travail - avec des dispositions pour leur plus grande part conçues à l'époque d'un

travail industriel dominant - du recours au travail précaire ou encore dans leurs relations avec leurs sous-traitants, la réalité du contentieux dans ces domaines ne permet pas toujours de faire état d'un risque d'occurrence particulièrement élevé.

La raison en est, et c'est là tout le charme et le drame de la matière, que ces risques reposent pour l'essentiel sur le facteur humain.

## La nécessaire mesure du climat social

Or de ce point de vue, le « contrat social » qui régit les relations de travail entre les salariés, leurs représentants et la direction peut ainsi conduire à l'acceptation d'une application non nécessairement stricte de certaines dispositions légales si la politique générale de l'entreprise se montre suffisamment avantageuse à l'égard des premiers.

Et la question n'est pas aisée de savoir si ce contrat social risque d'être remis en cause à la faveur de l'opération de cession en cause, particulièrement si elle s'accompagne d'évolutions dans la direction de l'entreprise ou encore du fait du rapprochement organisationnel et social avec les activités du nouvel actionnaire.

En définitive donc et si certains risques sociaux peuvent être clairement identifiés à l'occasion des opérations de rapprochement d'entreprises ou de cession, les praticiens de ces opérations doivent aussi s'attacher à mesurer le « climat social » et sa possible préservation post cession qui sont déterminants de leur réalisation. ■

**« La difficulté ne concerne du reste pas seulement l'identification des risques mais également leur possible occurrence de réalisation. »**



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

# Les opérations de restructuration à l'aune des nouvelles règles fiscales anti-abus

**Le pouvoir de contrôle de l'administration fiscale a été récemment renforcé par l'introduction de plusieurs dispositifs anti-abus qui peuvent notamment être actionnés à l'occasion d'opérations de restructuration. Les contribuables bénéficient symétriquement de nouvelles garanties.**

## L'instauration de nouvelles règles anti-abus

L'arsenal législatif dont disposent les brigades de contrôle de l'administration fiscale a été considérablement renforcé ces dernières années. En complément de la procédure classique d'abus de droit qui demeure, l'Administration dispose désormais de nouvelles armes (procédure de mini abus de droit<sup>1</sup> et clauses anti-abus générales ou spécifiques<sup>2</sup>) lui permettant de sanctionner les opérations réalisées dans un but principalement - et non plus exclusivement - fiscal, à l'encontre de l'objet ou de la finalité du droit applicable.

L'introduction de ces nouvelles procédures anti-abus nous amène à nous interroger de nouveau sur certaines opérations de restructuration qui, par le passé, avaient pu être attaquées par l'Administration mais dont la validité avait *in fine* été confirmée par les juges.

Nous pensons par exemple aux opérations de « donation – cession » de titres, qui sont indiscutablement réalisées dans un objectif patrimonial de transmission mais qui peuvent également répondre à une logique fiscale, puisque la donation de titres avant leur cession conduit à un effet de « purge » de la plus-value latente. Peut-être que, dans certaines situations très spécifiques, l'Administration pourrait être tentée de reprendre le combat. De la même manière, la transformation de la forme sociale d'une société avant la cession de ses titres permet, dans

« L'introduction de ces nouvelles procédures anti-abus nous amène à nous interroger de nouveau sur certaines opérations de restructuration qui, par le passé, avaient pu être attaquées par l'Administration mais dont la validité avait *in fine* été confirmée par les juges. »

certain cas, de réduire le coût des droits de mutation et conduit donc à un avantage fiscal, parmi l'ensemble des autres effets ou objectifs que peut comporter ce type d'opération.

Ces exemples illustrent bien la difficulté à laquelle les redevables et leurs conseils devront faire face en pratique. En présence d'avantages multiples, l'appréciation du caractère principal de la motivation fiscale présente un caractère nécessairement subjectif qui crée de l'insécurité juridique. Le risque accru de contrôle peut à cet égard détourner des contribuables de légitimes décisions, au détriment de leur liberté de gestion.

### La voie du rescrit

Fort heureusement, l'introduction de ces dispositifs anti-abus s'est accompagnée de nouvelles garanties pour les

contribuables. Ces derniers peuvent en effet sécuriser en amont les opérations envisagées en demandant à l'Administration - par le biais de rescrits spécifiques - qu'elle se prononce sur l'application ou non de la procédure du mini abus de droit (article L.64 B du LPF) ou des différentes clauses anti-abus (article L.80 B du LPF). L'absence de réponse de l'Administration dans les six mois vaut alors accord tacite. Les contribuables peuvent également interroger en toute matière l'Administration au moyen de la procédure de rescrit général prévue à l'article L.80 B du LPF, mais le silence gardé de l'Administration ne vaut toutefois pas accord tacite dans ce cas.

Reste que l'exercice de ces garanties peut parfois se révéler incompatible avec les exigences calendaires des opérations de restructuration, ce qui implique, lorsque c'est possible, d'anticiper suffisamment en amont les problématiques afin de définir au mieux les solutions à mettre en œuvre. Nous verrons, avec le recul, si l'Administration entendra utiliser plus ou moins massivement ces nouveaux outils, dont elle n'a pas nécessairement été à l'initiative. A cet égard, elle a rappelé, dans sa doctrine, que la procédure du mini abus de droit, pas plus que l'abus de droit visé à l'article L.64 du LPF, n'a pour objet d'interdire au contribuable de choisir le cadre juridique le plus favorable du point de vue fiscal, pourvu que ce choix ou les conditions le permettant ne soient empreints d'aucune artificialité. ■



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



et **Ambroise Roux**, avocat en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises, notamment dans le cadre d'opérations transactionnelles, que de fiscalité du patrimoine.  
ambroise.roux@cms-fl.com

1. Article L.64 A du LPF  
2. Articles 205 A et 210-0 A, III du Code général des impôts, CGI

# Fusion-absorption : la dette de responsabilité de l'absorbée n'est pas couverte par l'assurance de l'absorbante

La troisième chambre civile de la Cour de cassation, par un arrêt du 26 novembre 2020<sup>1</sup>, illustre de façon inédite la double peine que peut se voir infliger une société absorbante en matière de couverture d'assurance à l'occasion d'une fusion. En premier lieu - et sans surprise - la Cour rappelle que parmi les passifs que l'absorbante se voit transmettre de plein droit par l'effet de la transmission universelle de patrimoine opérée par la fusion figure la dette de responsabilité de l'absorbée au titre de faits antérieurs à l'opération. En second lieu - et pour la première fois - les juges précisent que l'assurance de responsabilité de l'absorbante souscrite avant la fusion (il s'agissait au cas présent d'une garantie décennale construction) n'a toutefois pas vocation à garantir le paiement de cette dette « *dès lors que le contrat d'assurance couvre, sauf stipulation contraire, la responsabilité de la seule société assurée* ». Cette dernière est par conséquent l'unique bénéficiaire, à l'exclusion de tout autre société (même absorbée ensuite par l'assurée), de la garantie que l'assureur a accordée « *en fonction de son appréciation du risque* ».

## L'intuitu personae du contrat d'assurance

Comme l'invoquait un des moyens au pourvoi, étendre le bénéfice de l'assurance de responsabilité souscrite par l'absorbante aux faits commis par l'absorbée avant la fusion reviendrait à modifier le risque que l'assureur a entendu garantir. C'est précisément là que réside le fondement de cet arrêt rendu au visa,

notamment, de l'ancien article 1134 du Code civil<sup>2</sup> relatif à la force obligatoire du contrat. La couverture consentie par une compagnie d'assurance résulte en effet de l'appréciation que celle-ci a eu du risque qu'elle garantit, tant dans sa nature que dans son quantum, lors de la négociation et de la conclusion du contrat d'assurance.

Les conditions de la police ainsi souscrite, au premier rang desquelles le montant de la prime demandée à l'assuré, découlent directement du périmètre du risque garanti qui constitue logiquement un des principaux étalons du niveau d'exposition de l'assureur. Bien que la dette de responsabilité de l'absorbée soit devenue celle de l'absorbante, on conçoit aisément que l'élargissement de ce périmètre par l'effet d'une fusion-absorption vienne perturber l'économie de la police et, sauf disposition contraire prévue par les parties, que ce foyer additionnel de risques ne puisse être garanti via une assurance souscrite par l'absorbante avant la réalisation de la fusion.

## L'accomplissement de diligences adaptées

Cet arrêt invite à une vigilance accrue quant aux diligences à accomplir préalablement à une fusion, mais également,

selon nous, à un apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions. D'une part, la société absorbante devra s'attacher à vérifier que la dette de responsabilité qu'elle s'apprête le cas échéant à recevoir de la société absorbée, attachée aux fautes que celle-ci aurait commises avant la fusion, sera susceptible d'être couverte par une assurance adaptée, suffisante et valablement souscrite par l'absorbée<sup>3</sup>. Tout particulièrement, il conviendra de veiller à ce que les termes et conditions des polices d'assurance de l'absorbée ne fassent pas obstacle à un appel en garantie par l'absorbante au titre de ces fautes.

D'autre part, il incombera à la société absorbante d'auditer ses propres contrats d'assurance afin de déterminer à quelles conditions ceux-ci - voire éventuellement ceux de l'absorbée qui lui seraient transmis - pourront couvrir les fautes qu'elle viendrait à commettre elle-même, après la réalisation de l'opération, au titre des activités jusqu'alors exercées par l'absorbée.

Une relecture attentive des polices d'assurance de l'absorbée et de l'absorbante s'impose donc préalablement à l'opération projetée, au risque pour cette dernière d'hériter de risques sans couverture associée. ■

« Etendre le bénéfice de l'assurance souscrite par l'absorbante aux faits commis par l'absorbée avant la fusion reviendrait à modifier le risque que l'assureur a entendu garantir. »



Par **David Mantienné**, avocat conseil en corporate/fusions et acquisitions. Il intervient principalement en matière d'opérations de fusion-acquisition, de private equity et de restructuration de groupes de sociétés, pour des clients tant français qu'étrangers.  
david.mantienné@cms-fl.com



et **François Gilbert**, docteur en droit, avocat au sein du département doctrine juridique. Il intervient notamment en droit des sociétés et droit des marchés financiers.  
francois.gilbert@cms-fl.com

1. Civ. 3<sup>e</sup> 26 nov. 2020, n<sup>o</sup> 19-17.824.  
2. Désormais article 1103 du Code civil en vertu de l'ordonnance n<sup>o</sup> 2016-131 du 10 février 2016.  
3. Il semblerait qu'au cas d'espèce la société absorbée ne bénéficiait pas de garantie décennale construction.

# Garantir les actifs immatériels de l'entreprise

La valorisation d'une société ou d'une activité repose, bien souvent, sur un ensemble de paramètres juridiques et économiques parmi lesquels la détention d'actifs immatériels (droits de propriété intellectuelle, secret des affaires, clientèle, etc.) peut avoir une place prépondérante. Dans les opérations de fusion-acquisition, les garanties portant sur ces actifs spécifiques sont donc essentielles.

## Garanties et droits de propriété intellectuelle

Plusieurs types de garanties peuvent être obtenus pour sécuriser l'activité future de la cible ou la libre exploitation des actifs acquis.

Tout d'abord, si l'entreprise détient un portefeuille de droits de propriété intellectuelle, le vendeur doit pouvoir garantir qu'il en est bien le propriétaire et que ces droits n'ont pas été nantis ou donnés en licence. Pour les inventions brevetables, la question de la rémunération des inventeurs salariés peut aussi être couverte par une garantie spécifique.

Ensuite, l'acquéreur peut aussi se faire garantir d'une part, qu'aucun tiers ne conteste la validité des droits acquis (opposition, action en nullité) et, d'autre part, qu'aucun tiers ne contrefait lesdits droits à la date de l'opération.

Enfin, que l'entreprise détienne ou non des droits de propriété intellectuelle, il est important pour l'acquéreur de s'assurer que l'activité concernée ne porte pas atteinte aux droits des tiers. Dit autrement, aucun aspect de l'activité concernée (nom de l'entreprise, design des produits, technologies utilisées, etc.) ne doit être susceptible de faire l'objet d'une action en contrefaçon par un tiers. C'est un risque difficile à maîtriser et cette garantie fait souvent l'objet d'intenses discussions. Le vendeur pourra a minima garantir que l'activité telle qu'elle était menée avant l'opération ne portait

pas atteinte - à sa meilleure connaissance - aux droits de propriété intellectuelle de tiers.

## Garanties et informations confidentielles

Ces mêmes garanties peuvent être pertinentes pour protéger les informations confidentielles de l'entreprise telles que les secrets d'affaires (ex. listes de clients ou tarifs) ou les savoir-faire (ex. secrets de fabrication). En outre, il est essentiel d'inclure une obligation selon laquelle le cédant s'interdit d'exploiter et de divulguer d'une quelconque manière les informations confidentielles pour l'avenir. A défaut, l'acquéreur pourrait perdre l'avantage concurrentiel procuré par ces informations.

## Garanties et clientèle

La clientèle constitue l'élément principal de certaines opérations de restructuration, notamment la cession de fonds de commerce.

Confronté à une telle opération, tout cessionnaire aura à cœur de s'assurer de pouvoir bénéficier pleinement du

droit de jouissance afférent à cet actif immatériel qu'est la clientèle et d'en demander la garantie à son cédant. Cette garantie peut prendre plusieurs formes et, fréquemment, celle d'une clause de non-concurrence. A ce titre, le cédant (et éventuellement ses dirigeants sociaux pour lesquels il se porte fort) s'interdira notamment de créer, acquérir ou exploiter, directement ou indirectement, une activité ou une société ayant une activité identique ou concurrente en tout ou partie à celle du fonds cédé. Les contours d'une telle clause sont souvent âprement négociés et les discussions entre les parties se focalisent toujours sur les mêmes points : définition de l'activité concurrente, champ d'application territorial et temporel de la clause, exceptions concédées au cédant.

En définitive, il est indéniable que malgré leur caractère intangible et parfois difficilement identifiable, les actifs immatériels doivent faire l'objet d'une attention particulière dans les opérations de fusion-acquisition et donner lieu à des garanties négociées avec précaution. ■

« Les actifs immatériels doivent faire l'objet d'une attention particulière dans les opérations de fusion-acquisition et donner lieu à des garanties négociées avec précaution. »



Par **Jean-Baptiste Thienot**, avocat conseil en droit de la propriété intellectuelle. Il accompagne les entreprises dans la protection et la valorisation de leurs innovations (brevets, secret d'affaires, savoir-faire) tant en conseil qu'en contentieux. [jean-baptiste.thienot@cms-fl.com](mailto:jean-baptiste.thienot@cms-fl.com)



et **Aliénor Fevre**, avocat 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](mailto:alienor.fevre@cms-fl.com)

# Contrôle des concentrations : retour sur trois aspects des lignes directrices de 2020 intéressant les investisseurs

Comme elle en a désormais pris l'habitude, l'Autorité de la concurrence (ADLC) a publié en 2020 une mise à jour de ses lignes directrices relatives au contrôle des concentrations à destination des entreprises (LD 2020). Les LD 2020 ont pour objet d'assurer que les opérateurs économiques aient une compréhension fine des opérations soumises à ce contrôle et des exigences de la procédure de contrôle<sup>1</sup>.

## Simplification des procédures de contrôle

Les opérations qui n'apparaissent pas susceptibles de porter atteinte à la concurrence sont éligibles à la procédure simplifiée, au titre de laquelle la partie notifiante peut fournir un dossier de notification allégé et espérer son traitement sous trois semaines (15 jours ouvrés) contre 25 jours ouvrés dans le cadre de la procédure classique. Les conditions d'éligibilité aux procédures simplifiées et dématérialisées ont été présentées dans la dernière lettre de décembre 2020.

## Notion de contrôle

Les LD 2020 se veulent un véritable guide pratique dans lequel l'ADLC détaille son analyse de la notion de « contrôle » au sens du droit de la concurrence qui est fondée sur l'identification d'une « influence déterminante » et qui est susceptible d'exister même en l'absence de détention de parts sociales. Maîtriser la notion de contrôle au sens du droit de la concurrence est avant tout essentiel afin d'anticiper la nécessité d'obtenir une autorisation au titre du contrôle des concentrations préalable à la réalisation d'une opération de fusions-acquisition ou en cas de modification significative du périmètre ou du fonctionnement d'une joint-venture. A cet égard, l'ADLC rappelle dans les LD

« La notion de “ contrôle ” au sens du droit de la concurrence est fondée sur l'identification d'une “ influence déterminante ”, qui est susceptible d'exister même en l'absence de détention de parts sociales. »

2020 les grandes lignes de sa pratique en matière de sanction de la mise en œuvre anticipée d'opérations non encore autorisées (« gun-jumping »).

Mais cette maîtrise est également devenue primordiale pour identifier, au-delà des apparences créées par la répartition du capital social, les obligations préalables susceptibles de peser sur l'acquéreur au titre du contrôle des investissements étrangers en France (cf. article R.151-1 et s. CMF issu du Décret 2019-1590 du 31 décembre 2019).

## Contrôle préalable des opérations de fusion-acquisition en dehors même des seuils de notification

L'évolution récente de la pratique croisée de l'ADLC (LD 2020, §340) et

de la Commission européenne (allocation de la Commissaire à la Concurrence Vestager du 11 septembre 2020) les a conduites à considérer qu'un Etat membre peut demander à la Commission d'examiner une concentration qui n'est pas de dimension européenne et ne remplit pas les seuils de notification nationaux, mais qui risque d'affecter la concurrence de manière significative sur le territoire de cet Etat (sur le fondement de l'article 22 du Règlement Concentrations 139/2004). L'exercice de cette faculté devrait toutefois rester rare en pratique et ne concerner que les opérations que l'on anticipe comme sensibles du point de la structure de la concurrence, quand bien même elles ne franchissent pas les seuils de notification européenne et nationale.

Il est à noter que le projet de *Digital Market Act*, présenté par la Commission mi-décembre 2020, entend de son côté imposer aux plateformes qualifiées de « contrôleurs d'accès » (« gatekeepers ») de notifier à cette dernière toute opération de concentration impliquant un autre fournisseur de services de plateforme ou de tout autre service numérique, y compris lorsque l'opération ne serait pas notifiable à la Commission ou à une autorité nationale en application des régimes actuels de contrôle des concentrations. ■



Par **Virginie Coursière-Pluntz**, avocat conseil en droit de la concurrence. Elle intervient plus particulièrement en accompagnement de dossiers transactionnels et/ou internationaux.  
virginie.coursiere-pluntz@cms-fl.com

<sup>1</sup> La semaine juridique, Contrôle des concentrations : quelles évolutions dans la pratique de l'Autorité de Concurrence, 19 novembre 2020, N° 47.

# Brexit et titres britanniques : des mesures d'adaptation en matière de PEA et de fonds de capital investissement

Ces dispositifs d'investissement et leurs avantages fiscaux sont conditionnés à la localisation de l'émetteur des titres au sein de l'Union européenne (UE) ou dans l'Espace économique européen (EEE).

Or, à la suite de la sortie du Royaume-Uni de l'UE, les titres d'émetteurs britanniques sont devenus inéligibles à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2021. C'est dans ce contexte que des mesures de transition ont été mises en place par une ordonnance et un arrêté publiés respectivement les 17 et 27 décembre 2020, que l'Administration vient de commenter<sup>1</sup>.

## En matière de PEA

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2021, il n'est en principe plus possible ni de faire figurer sur le plan des titres d'émetteurs britanniques, qu'ils soient émis par des sociétés ou par des OPCVM britanniques, ni de prendre en compte les titres britanniques dans le quota de 75 % que doivent respecter les OPCVM éligibles au plan. Le non-respect de ces règles<sup>2</sup> est susceptible de provoquer une clôture du plan et les conséquences fiscales correspondantes.

L'ordonnance et l'arrêté ont toutefois prévu une période transitoire :

- demeureront éligibles jusqu'au 30 septembre 2021 les titres de sociétés ou d'OPCVM britanniques, pour autant qu'ils aient été souscrits ou acquis avant le 31 décembre 2020 ;

- s'agissant du quota de 75 % auquel sont tenus les OPCVM européens, sera maintenue jusqu'au 30 septembre 2021 la prise en compte des titres britanniques.

L'administration fiscale détaille dans

son Bofip les possibilités jusqu'à cette échéance<sup>3</sup> : céder les titres dans le cadre du plan, les retirer du plan en effectuant dans les deux mois un versement en numéraire d'un montant égal à la valeur des titres à la date du retrait, ou les retirer du plan sans versement (cette dernière situation étant traitée comme un retrait classique qui, si le plan a moins de cinq ans, emporte en principe la clôture du plan et toutes les impositions correspondantes). Elle ajoute enfin que, toutes autres conditions étant satisfaites, en cas de cession ou de retrait du plan dans le délai de neuf mois, le régime d'exonération s'appliquera à l'intégralité du gain de cession et des produits afférents aux titres britanniques.

## En matière de fonds de capital investissement

L'ordonnance et l'arrêté prévoient des mesures de transition concernant certains fonds communs de placement (les FCPR, les FCPI et les FIP) :

- concernant les FCPI et les FIP, les titres britanniques détenus par ces fonds au 31 décembre 2020 demeurent éligibles au quota d'investissement de 70 %<sup>4</sup>, sans limite de temps<sup>5</sup>. L'Ordonnance précise

« A la suite de la sortie du Royaume-Uni de l'UE, des mesures de transitions sont prévues dans certains cas d'inéligibilité des titres britanniques. »

que cette dérogation s'étend aux titres que le fonds est tenu, dans le cadre d'un accord conclu avec d'autres associés ou avec l'émetteur avant le 31 décembre 2020, d'acquies ou de souscrire à compter de cette date. Dans ses commentaires, l'Administration tire les conséquences de cette dérogation, notamment du point de vue de la réduction d'impôt sur le revenu dont peuvent bénéficier les souscripteurs de parts de ces fonds ;

- concernant les FCPR (et les FCPI), les titres admis aux négociations sur un marché au Royaume-Uni et émis par des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros, souscrits ou acquis avant le 31 décembre 2020, demeurent éligibles au sous-quota de 20 %<sup>6</sup>, jusqu'au 31 décembre 2021. L'administration fiscale indique que les gains et distributions peuvent bénéficier dans ce délai de l'exonération d'impôt sur le revenu<sup>7</sup> mais ajoute que, si à l'issue du délai, le fonds ne régularise pas son quota, les souscriptions futures ainsi que celles déjà effectuées n'ouvrent plus droit à l'exonération à l'avenir<sup>8</sup>.

Par ailleurs, concernant le quota d'investissement des FCPR (et par extension des SLP et FCPI) ainsi que celui des SCR qui conditionne l'exonération d'impôt sur le revenu des distributions et gains provenant de ces véhicules, l'Administration admet une prise en compte sans limite temporelle des titres britanniques éligibles souscrits ou acquis au plus tard le 31 décembre 2020, cette mesure étant réservée aux parts de fonds ou titres de SCR souscrits avant la même date. ■



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



et **Michel Zacharz**, avocat en banque & finance. Il est spécialisé dans la réglementation applicable aux banques, entreprises d'investissement et établissements bancaires. Il conseille les institutions financières sur l'ensemble des problématiques réglementaires qu'elles peuvent rencontrer durant leur existence. [michel.zacharz@cms-fl.com](mailto:michel.zacharz@cms-fl.com)

1. BOHNT-DG-15-10.

2. Articles L.221-31 (PEA) et L.221-32-2 (PEA-PME) du Code monétaire et financier (CMF).

3. Elle vise aussi la situation dans laquelle un OPCVM européen ne régulariserait pas son quota avant l'échéance du délai de neuf mois.

4. Prévu aux articles L.214-30 I et L.214-31 I du CMF.

5. Cette dérogation s'applique également aux avances en compte courant.

6. Prévu à l'article L.214-28 I du CMF.

7. Article 163 quinquies B et 150-0 A III du CGI.

8. L'Administration admet dans ce dernier cas de ne pas remettre en cause les exonérations obtenues au titre des cinq années précédant l'expiration du délai de 12 mois.

# Publication de fiches pratiques sur les taux d'intérêt intragroupe : le changement dans la continuité

**Les huit fiches méthodologiques de l'administration fiscale sur les taux d'intérêt étaient très attendues par les praticiens et les contribuables. Elles résument ainsi la méthodologie que doivent suivre, selon elle, les contribuables pour rapporter la preuve du caractère de marché d'un taux d'intérêt intragroupe. Si elles se contentent principalement d'entériner un certain nombre de solutions favorables aux contribuables déjà rendues par les juridictions administratives, elles traduisent un effort louable de pédagogie, notamment à destination de certains services vérificateurs particulièrement inflexibles.**

L'Administration rappelle tout d'abord que la preuve peut être rapportée par tout moyen, y compris *a posteriori*, et tant *via* des comparables internes (prêts consentis au contribuable) qu'externes (prêts consentis à d'autres contribuables présentant un risque analogue). « A défaut de mieux », la justification du taux d'intérêt intragroupe peut reposer sur l'application de modèles économiques qui tentent d'approcher le taux d'intérêt de pleine concurrence en distinguant différentes composantes (schématiquement, un taux sans risque, auquel on ajoute une prime de risque de crédit). Les avis écrits émanant de banques ne doivent pas être considérés comme apportant la preuve que le principe de pleine concurrence a bien été respecté mais ils peuvent corroborer une analyse.

Passé ces considérations générales, l'Administration développe sur plusieurs fiches la question de la comparabilité, tant en ce qui concerne le *scoring* (*i.e.*, l'établissement du risque de crédit de l'emprunteur), qu'en ce qui concerne les transactions qui peuvent être retenues comme comparables pour justifier du taux d'intérêt.

S'agissant du *scoring*, et de façon très surprenante, l'Administration consacre de longs développements aux publications méthodologiques des agences de notation, mais ne dit rien, ou presque, des logiciels de *scoring*. Or, en pratique,

**« Les huit fiches méthodologiques de l'administration fiscale sur les taux d'intérêt traduisent un effort louable de pédagogie, notamment à destination de certains services vérificateurs particulièrement inflexibles. »**

la méthodologie des agences de notation est peu pratiquée par les contribuables en raison de sa complexité et de l'insécurité juridique liée aux nombreux éléments qualitatifs à prendre en compte, contrairement aux logiciels de *scoring*.

S'agissant des comparables, l'Administration consacre plusieurs fiches aux ajustements. Pour elle, sont recevables les ajustements d'application relativement simple et aboutissant à un résultat fiable et très précis (différence de durée assez courte, différence relative à la nature variable ou fixe du taux d'intérêt, ou une différence de devise). D'autres ajustements, documentés mais aboutissant à des résultats un peu moins précis, peuvent être admis ; par exemple, un ajustement effectué pour tenir compte d'une différence de durée plus

importante ou pour tenir compte d'une subordination réelle. Tout autre ajustement semble *a priori* non recevable pour l'Administration. Deux hypothèses, courantes en pratique, sont également évoquées : celle du prêt consenti au contribuable par une banque tierce et celle des prêts miroirs. Ces prêts peuvent servir de comparables, sous réserve que l'entreprise justifie de la comparabilité, ce point n'étant qu'imparfaitement développé par l'Administration.

La possibilité de recourir à des comparables obligataires a été reconnue par le Conseil d'Etat. L'Administration apporte deux précisions intéressantes dans ses fiches. D'une part, il est en général possible d'élargir le panel à des entreprises ne poursuivant pas la même activité ou relevant d'autres secteurs que celui de l'entreprise emprunteuse. D'autre part, une émission qui ne porterait pas sur un montant comparable à celui de l'emprunt intragroupe ne devrait pas être exclue du panel pour ce seul motif.

Reste que la portée exacte de ces fiches, qui n'ont pas été publiées au Bulletin officiel des finances publiques, est encore à définir. Pour autant, le fait que l'Administration considère qu'elles ont vocation à être appliquées dans les contrôles et instances en cours devrait pouvoir les rendre opposables à l'Administration, au moins en pratique, voire en droit. ■



Par **Jean-Charles Benoît**, avocat associé. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity.  
jean-charles.benois@cms-fl.com



et **Benoît Foucher**, avocat conseil. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises, notamment en fiscalité des transactions, que de contentieux fiscal.  
benoit.foucher@cms-fl.com

# Que faut-il retenir de l'avant-projet de réforme du droit des sûretés ?

Programmée pour fin mai 2021, la réforme du droit des sûretés est sur de bons rails. Pour preuve, un avant-projet d'ordonnance a été publié par la Chancellerie le 18 décembre 2020 (l'« Avant-Projet »). Il dévoile une volonté claire de modernisation venant utilement compléter la précédente réforme opérée en 2006.

## Les traits saillants de l'Avant-Projet de réforme du droit des sûretés

Au rang des principales propositions :

- l'extension du recours à la signature électronique en matière de sûretés accordées à des fins autres que professionnelles ;
- la rationalisation des règles applicables au cautionnement afin de rassembler dans le Code Civil des règles aujourd'hui éparses et d'en profiter pour les uniformiser (par exemple, s'agissant d'une mention manuscrite désormais libre ou encore

« La réforme du droit des sûretés est sur de bons rails. »

- d'une unique obligation d'information) ;
- la suppression des régimes spéciaux de gage (gage de stocks du Code de commerce, gage automobile, nantissement de matériel et outillage, etc.) à la faveur d'un unique régime de droit commun ;
- la consécration de la cession de créance à titre de garantie, celle-ci étant aujourd'hui limitée à des instruments spécifiques (tels que la cession Dailly ou la fiducie) ;
- la création d'un régime légal de gage-espèces sous forme de cession de sommes d'argent à titre de garantie ; et
- l'assouplissement de quelques règles

relatives à la fiducie-sûreté.

## Une réforme intéressant les opérations de *private equity*

Par ailleurs, pour ce qui concerne plus particulièrement les opérations de *private equity*, on relèvera les propositions suivantes :

- la codification à droit constant des solutions jurisprudentielles relatives au sort du cautionnement en cas de fusion du débiteur principal ou du créancier (extinction de l'obligation de règlement de la caution hors cas de maintien exprès), comme l'affirmation de l'absence d'incidence de la fusion de la caution sur le cautionnement ; et
- l'assouplissement de certaines règles applicables au nantissement de fonds de commerce, notamment pour préférer l'opposition à la nullité comme sanction d'un défaut de publicité. ■

16



Par **Alexandre Bordenave**, avocat associé en droit bancaire et financier. Il intervient en matière de titrisation et de dettes ainsi qu'en financements structurés.  
alexandre.bordenave@cms-fl.com



et **Benjamin Guilleminot**, avocat conseil en droit bancaire et financier. Il conseille et assiste des banques et établissements de crédit dans le cadre de tous types d'opérations de financement.  
benjamin.guilleminot@cms-fl.com

**C/M/S/ Francis Lefebvre**  
Avocats

2 rue Ancelle 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex  
T +33 1 47 38 55 00  
cms.law/fl

 CMS Francis Lefebvre Avocats

 @cms\_fl

**Option Finance**

Supplément du numéro 1600 du Lundi 29 mars 2021

Option Finance - 10, rue Pergolèse 75016 Paris -

Tél. 01 53 63 55 55

SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327 -

Directeur de la publication : Jean-Guillaume d'Ornano

Service abonnements : 10, rue Pergolèse 75016 Paris -

Tél. 01 53 63 55 58 Fax : 01 53 63 55 60 -

Email : abonnement@optionfinance.fr

Impression : Megatop - Naintre - Origine du papier :

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

Certification PEFC, Impact sur l'eau Ptot : 0,004 kg/tonne -

N° commission paritaire : 0922 T 83896

