Option Finance
Le premier hebdomadaire des décideurs financiers

La Lettre des Fusions-acquisitions et du Private Equity

Lundi 4 octobre 2010

AU SOMMAIRE

Dossier

Les clauses d'earn-out

- Pratique en Europe des clauses d'earn-out p2
- Aperçu du régime fiscal des clauses d'earn-out en Europe p3
- Traitement fiscal des clauses d'earn-out en France : état des lieux p4
- Earn-out, ISF et bouclier fiscal p5
- Risques contentieux liés aux opérations avec clauses d'earn-out p6
- Un complément aux clauses d'earn-out : l'indexation des prêts d'associés p8

Actualités

- Attribution d'actions ou pacte d'actionnaires accessoire au contrat de travail : deux régimes juridiques très contrastés p9
- Management packages : le juge de l'impôt au secours des managers de LBO p10
- L'AIFM va-t-elle définir ce qu'est un fonds ? p12

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

Supplément du numéro 1094
du 4 octobre 2010

Cette lettre est imprimée sur du papier recyclé

EDITORIAL

Les clauses d'earn-out

Pour une large part, cette lettre sera consacrée aux clauses d'earn-out. La terminologie anglaise, qui n'a pas de traduction vraiment pertinente en français, indique l'origine de cette clause venue du monde anglo-américain qui y a fréquemment recours. Faut-il rappeler ici que la clause d'earn-out est une clause de prix variable qui fonctionne au seul bénéfice du cédant, à la différence de la clause de réduction de prix stipulée dans le seul intérêt du cessionnaire.

Le sujet, qui n'est certes pas nouveau, attire le regard de l'actualité pour diverses raisons. En temps de crise, les opérations ne se font pas nécessairement au prix qui serait souhaité par les vendeurs : ceux-ci peuvent espérer dépasser la crise en demandant qu'une partie du prix soit fonction de résultats futurs, dégagés après la crise. La période de calcul retenue pour la fixation définitive du prix peut être plus ou moins longue, et les éléments de référence éminemment variables. Comme cela sera montré dans le dossier, partout en Europe, l'intérêt de recourir à ces clauses semble parfaitement perçu et notamment pour la raison précédemment donnée.

Mais ce développement s'accompagne de l'occurrence des risques juridiques liés à cette technique. Dès le départ, les juristes français avaient perçu les dangers multiples que les clauses d'earn-out pouvaient receler : risques d'indétermination du prix ; difficulté de s'entendre au départ sur des critères indiscutables ; difficulté à la sortie de s'accorder sur la satisfaction des critères choisis ; probabilité de voir les critères modifiés unilatéralement suite, par exemple, à un changement de méthodes comptables ; conflit entre les acteurs survenant avant l'expiration de la période convenue, etc. Ces risques étaient certes parfaitement maîtrisables par les conseils des parties, mais on enseignait qu'il fallait être vigilant. Plusieurs arrêts récents de la Cour de cassation témoignent de la multiplication des litiges, multiplication qui au demeurant ne saurait condamner une technique dont les utilités sont nombreuses. Comme on le verra, l'issue de ces litiges est loin d'inciter à renoncer à l'usage d'une telle pratique. Le droit fiscal, de son côté, pose en la matière des règles aujourd'hui clairement définies qu'il convenait de rappeler tout en suscitant, plus particulièrement avec le bouclier fiscal, des problématiques nouvelles.

La crise a rappelé l'importance des exigences juridiques trop souvent négligées dans les périodes d'euphorie. La clause d'earn-out est l'exemple même d'un sujet à très fort contenu juridique qui, mal géré, n'engendre plus particulièrement pour le vendeur que désillusions et contestations. La valeur ajoutée d'équipes d'avocats expérimentés est ici incontestable et irremplaçable. ■

Alain Couret, avocat associé

Pratique en Europe des clauses d'earn-out

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

La deuxième édition de l'étude européenne CMS 2010 sur les fusions-acquisitions (CMS European M & A Study 2010[1]) confirme la progression en Europe de la pratique des clauses dites «d'earn-out». Cette étude est fondée sur une analyse rigoureuse de plus de 750 opérations de fusions-acquisitions, conseillées par les cabinets d'avocats membres du réseau CMS.

Rappelons que la clause d'earn-out a pour objet de faire bénéficier le vendeur d'un complément de prix si les performances financières futures de la société cible, envisagées au moment de la détermination du prix de cession, sont effectivement réalisées.

Le contexte de crise économique et financière que nous connaissons depuis deux ans a évidement pesé sur la valorisation des sociétés ; et les négociations entre vendeurs et acheteurs, en particulier sur le prix, sont devenues plus difficiles.

De leur côté, les vendeurs souhaitent intégrer dans le calcul du prix les performances futures de leur société tandis que les acquéreurs se montrent plus réticents à les intégrer compte tenu des incertitudes qui pèsent sur l'avenir. Il n'est donc pas surprenant de constater un regain d'intérêt pour la pratique des clauses d'earn-out au niveau européen.

Cette tendance avait déjà été soulignée lors de la première édition de l'étude européenne CMS portant sur les opérations de fusions-acquisitions réalisées en 2008. Cette étude avait déjà mis en évidence une augmentation sensible du recours à la clause d'earn-out dès le dernier trimestre 2008 (soit immédiatement après le dépôt de bilan de la banque Lehman Brothers). Ainsi, 17 % des opérations réalisées au cours du dernier trimestre 2008 y avaient eu recours, ce pourcentage étant seulement de 9 % pour les opérations réalisées au cours du premier semestre 2008. Cette tendance s'est confirmée pour les opérations réalisées en 2009 avec un taux de 16 %.

Il convient cependant de noter que la popularité de cette clause varie en fonction des pays. C'est la France qui arrive en tête – en 2009, près de la moitié des opérations comportaient une clause d'earn-out – suivie par les pays d'Europe du Sud et le Benelux. La clause d'earn-out a été en revanche beaucoup moins utilisée dans les pays germaniques, au Royaume-Uni et dans les pays d'Europe Centrale et de l'Est (environs 10 % seulement des opérations).

Une progression du recours aux clauses d'earn-out a été également constaté aux Etats-Unis. En 2008, la clause d'earn-out était utilisée selon les mêmes proportions en Europe et aux Etats-Unis. En revanche, en 2009, le pourcentage d'opérations comportant une telle clause était plus important aux Etats-Unis qu'en Europe (29 %/16 %).

Concernant les référentiels utilisés pour calculer le montant du complément de prix, ces derniers font l'objet d'âpres négociations, car ils doivent être fixés avec précision et permettre d'apprécier la rentabilité réelle de la société.

«En France, près de la moitié des opérations comportaient une clause d'earn-out en 2009.»

En Europe (comme aux Etats-Unis), on constate que l'EBIT ou l'EBITDA sont les référentiels les plus souvent retenus. Toutefois, le bénéfice ou le chiffre d'affaires peuvent également constituer des critères pour le calcul de ce complément de prix.

Enfin, la durée fixée dans les clauses d'earn-out pour le paiement du complément de prix semble s'allonger, bien qu'il n'existe pas de normes absolues. L'étude européenne CMS nous indique que, pour les opérations réalisées en Europe en 2009, 23 % des clauses d'earn-out prévoyaient un dénouement entre 24 et 36 mois, contre 27 % planifiant un dénouement au-delà de 36 mois.

Dans un environnement de crise, où il existe une réelle difficulté à trouver le juste prix, le recours à une clause d'earn-out a sans doute permis la réalisation en Europe d'un certain nombre d'opérations de fusions-acquisitions. ■

1. Etude disponible sur demande à l'adresse suivante : news@cms-bfl.com

Aperçu du régime fiscal des clauses d'earn-out en Europe[1]

La convergence des fiscalités en Europe s'applique-t-elle également aux clauses d'earn-out ? A première vue, la réponse est positive. De façon générale, le gain réalisé lors de la cession des actions relève d'un régime d'imposition allégée de plus-values sur titres. Ces régimes d'imposition allégée, voire d'exonération, dont bénéficient les sociétés soumises à l'IS se retrouvent ainsi au Pays-Bas, en Italie ou en Belgique. En revanche, dans la mesure où il n'existe pas de régime particulier pour les plus-values sur titres en Espagne ou en Russie, le gain y est taxable comme un revenu ordinaire à l'impôt sur les sociétés avec, respectivement, un taux de droit commun de 30 % et de 20 %.

Nous relèverons que, pour l'Espagne, il existe malgré tout le régime dérogatoire applicable aux ETVE qui prévoit une exonération des plus-values pour les participations détenues dans des filiales étrangères.

S'agissant de la partie variable (l'earn-out proprement dit), celle-ci est généralement analysée comme une obligation de paiement assortie d'une condition. Ainsi, l'imposition de la plus-value afférente à la mise en jeu de la clause est repoussée jusqu'à la réalisation de cette condition. Il est alors nécessaire d'un point de vue juridique que le montant dudit earn-out soit déterminable par une formule conclue entre les parties. Tel est notamment le cas en Allemagne et en Belgique. L'assiette taxable est logiquement le montant du earn-out. En Russie, les sommes reçues au titre de la part variable seront taxées au fur et à mesure de leur perception par le vendeur. Pour l'Espagne, en revanche, l'imposition de l'ensemble du résultat de cession (earn-out compris) est immédiate dès la cession, obligeant ainsi le cédant à se livrer à une estimation chiffrée de cette partie variable dès la réalisation de cette vente.

Force est de constater que l'earn-out suit généralement un régime d'imposition identique à celui prévu pour la partie fixe. A titre d'exception, on citera le cas de la Belgique où, en application d'une disposition anti-abus, l'administration fiscale peut tenter de requalifier un complément de prix en rémunération «ordinaire» pleinement taxable dans les cas où, par exemple, un cédant s'engage à poursuivre activement le développement de la société cédée (dans l'intérêt du cessionnaire) avec, pour seule contrepartie, ce complément de prix.

S'il résulte de la mise en jeu de la clause d'earn-out une moins-value, celle-ci entraîne en Allemagne un ajustement à la baisse de la base taxable de l'exercice en cours. A contrario, en Espagne, il y aura lieu de procéder à une régularisation rétrospective de la déclaration fiscale où figure l'estimation initiale de la partie variable. Ce type de régularisation n'apparaît en revanche pas possible en Russie.

«La fiscalité des clauses d'earn-out apparaît maîtrisée et convergente.»

En conclusion, la fiscalité des clauses d'earn-out apparaît maîtrisée et, dans une certaine mesure, convergente à quelques exceptions près comme la Russie, où la pratique de cette clause reste encore assez confidentielle, ou encore l'Espagne, où l'administration locale a précisé dans une instruction des règles dérogatoires aux normes des autres pays sur ce sujet.

Même si la tendance générale consiste à prévoir un régime d'imposition allégée des plus-values lors de la cession des titres de participations, il conviendra au demeurant de toujours s'assurer que les clauses d'earn-out seront rédigées de manière adéquate et que les obligations déclaratives des éventuelles plus-values – formalités spécifiques à chaque pays – seront dûment respectées. ■

1. Cet article a été rédigé grâce à la collaboration des cabinets du réseau CMS. Nous tenons notamment à remercier Angelika Thies (CMS Hasche Sigle), Santiago Diez Rodriguez (CMS Albiñana & Suárez de Lezo), Jochem de Koning (CMS Derks Star Busmann), André Loup (CMS Russie), Olivier Querinjean (CMS DeBacker) et Carlo Romano (CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni).

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

et **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'investissement et établissements financiers dans leurs opérations à dimension internationale.
thierry.granier@cms-bfl.com

Traitement fiscal des clauses d'earn-out en France : état des lieux

Par **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

Le régime fiscal des clauses d'earn-out est traditionnellement source d'incertitudes pour les professionnels, en particulier s'agissant de la date à laquelle la partie variable du prix de cession doit être soumis à l'impôt. L'administration a eu l'occasion ces dernières années de venir préciser certains aspects de ce régime fiscal, qui demeure néanmoins subordonné à la condition que son montant soit directement fonction de l'activité de la société cédée, ce qui laisse entière la question du fait générateur d'imposition lorsque l'aléa dépend de facteurs différents.

1. Régime applicable aux cédants personnes physiques

Le complément de prix perçu en exécution d'une clause d'earn-out par une personne physique relevant du régime des plus-values privées est imposable au titre de l'année au cours de laquelle il est reçu au taux de 18 % (taux qui devrait passer à 19 % d'après le projet de réforme des retraites), auxquels s'ajoutent les prélèvements sociaux au taux de 12,1 %. A la date de la transaction, la plus-value imposable est donc assise sur le seul montant du prix fixe versé au cédant et non pas sur une base estimative prenant en compte la partie variable du prix.

Si le complément de prix n'est pas déterminé en fonction d'une indexation en relation directe avec l'activité de la société (d'une filiale ou du groupe – au sens fiscal – dont elle fait partie) dont les titres sont cédés, ce n'est qu'en l'absence de véritable aléa sur le principe ou le montant de la partie variable que l'imposition de cette dernière pourra être différée.

Ce revenu peut néanmoins être imposé, selon l'administration, dans la catégorie des traitements et salaires si celle-ci considère que ce versement complémentaire ne représente en définitive que la contrepartie du maintien du dirigeant dans l'entreprise et de la rémunération de son activité (le Conseil d'Etat ayant toutefois jugé dans un arrêt du 7 novembre 2008 que cette simple circonstance ne peut caractériser l'exercice d'une activité lucrative au sens de l'article 92 I du CGI). On retiendra également avec intérêt les solutions suivantes :

- dans l'hypothèse d'un apport de titres, si le contrat d'apport prévoit le versement éventuel en numéraire d'un complément de prix, celui-ci est imposé de manière autonome selon le régime des plus-values des particuliers, mais ne remet pas en cause le sursis d'imposition appliqué à l'opération d'apport initiale ;
- les cessions ou apports de créances de complément de prix suivent le même régime que les cessions ou apports de titres ayant donné lieu à complément de prix (taxation du gain au titre de l'année de cession ou report d'imposition sur option en cas d'apport) ;
- si les titres cédés sont inscrits sur un PEA, il est impératif que le complément de prix soit versé sur le PEA d'origine ;
- le bénéficiaire de la clause de complément de prix n'est pas considéré comme disposant d'une créance imposable à l'ISF.

«Le régime fiscal des clauses d'earn-out est traditionnellement source d'incertitudes pour les professionnels.»

2. Régime applicable aux cédants soumis au régime des plus-values professionnelles

En l'absence de dispositions législatives, l'administration fiscale a précisé en 2008 que le complément de prix est imposable au titre de l'exercice au cours duquel il est acquis. Si la plus ou moins-value constatée lors de la cession initiale des titres concernés a été soumise au régime des plus ou moins-values à long terme imposées selon le cas au taux de 15 % ou de 0 %, la plus-value à long terme résultant du complément de prix est soumise au même régime, selon le taux applicable au titre de l'exercice au cours duquel ce complément est acquis.

Le complément de prix doit toutefois présenter un caractère aléatoire à la date de réalisation de la cession (s'il est déterminable à la clôture de l'exercice de cession, il doit être imposé à cette date), il ne doit pas constituer en réalité la rémunération de l'activité ou d'une prestation fournie par le cédant et doit recevoir un traitement comptable compatible avec la qualification de plus-value à long terme (produit exceptionnel). ■

Earn-out, ISF et bouclier fiscal

La réalisation d'une vente massive de titres qui avaient jusqu'alors la nature d'un bien professionnel exonéré amène le plus souvent le cédant à la douloureuse découverte de l'ISF ou de ses tranches les plus élevées.

Certes, la loi fiscale comporte ces «garde-fous» que sont le plafonnement de l'ISF et le fameux bouclier fiscal, conçus pour contenir la pression fiscale dans la limite du «raisonnable». Les contribuables avisés ne manquent pas d'anticiper leur future situation afin de bénéficier le moment venu de ces dispositifs dans les meilleures conditions. Cela étant, la perception de l'earn-out, à des horizons plus ou moins lointains, est de nature à perturber significativement les dispositions qui peuvent être prises à cet égard.

Du point de vue de l'ISF, une première question «primaire» se pose : à quel moment le complément de prix constitue-t-il un actif taxable ?

Tout dépend de la nature de celui-ci : un simple crédit-vendeur, constitutif d'une créance certaine sur l'acheteur, est intégralement taxable pour sa valeur nominale – augmentée le cas échéant des éventuels intérêts – dès le 1er janvier suivant la vente et ce jusqu'à son encaissement effectif. S'il s'agit en revanche d'un véritable earn-out, soumis nécessairement à des événements ultérieurs, il n'y aura d'enrichissement donnant prise à l'impôt que lors de la réalisation effective desdits événements : le cédant sera alors tenu de mentionner l'existence d'une créance taxable à l'ISF, ou de la somme en numéraire perçue en paiement de cette créance.

Une fois déterminé le montant de l'ISF dû en fonction de la valeur nette du patrimoine du cédant, le montant à payer au 15 juin est susceptible d'être réduit par l'application du plafonnement, déterminé sur 85 % des revenus de l'année précédente et lui-même plafonné en ce sens qu'à partir d'un certain niveau de patrimoine, les redevables doivent s'acquitter en toute occurrence d'un ISF au moins égal à 50 % de l'impôt dû avant plafonnement.

L'ISF étant dûment acquitté, le contribuable pourra ensuite en comprendre le montant pour solliciter un éventuel droit à restitution dès le 1er janvier de l'année suivante. Tel est en effet l'objet du bouclier fiscal : la somme de l'ISF, des impôts frappant les revenus (IR), de la taxe foncière (TF) et la taxe d'habitation (TH) afférente à la résidence principale ne doit pas excéder 50 % du montant du revenu (R), soit :

$$(ISF + TH + TF)n\text{-}1 + (IR + PSx)Rn\text{-}2 \leq 50\ \%\ Rn\text{-}2$$

Sans entrer plus avant dans les détails, un point fondamental ressort : le montant des revenus constitue le facteur déterminant de la performance des deux dispositifs, et plus particulièrement s'agissant du bouclier fiscal, de l'ampleur de la restitution susceptible d'être obtenue.

La bonne gestion fiscale consistera en général à maîtriser le montant des revenus dégagés dans le futur. Néanmoins, qu'un revenu exceptionnel ou différé survienne, et c'est toute l'économie du bouclier fiscal qui s'en trouve bouleversée !

«La bonne gestion fiscale consistera à maîtriser le montant des revenus dégagés dans le futur.»

La perception d'un earn-out rend exigible une imposition de plus-value globale de 30,1 % actuellement. Mais, en pratique, pour un contribuable qui bénéficie du bouclier fiscal, tout revenu supplémentaire représente un coût fiscal égal à 50 % de son montant. Dans ce cas, le earn-out perçu après l'année de réalisation de la vente génère une surimposition de 20 % comparativement à la situation où cette partie du prix aurait été perçue l'année même de la vente (laquelle ne laisse en général aucun espoir d'activer le bouclier fiscal compte tenu du montant de revenus important pris en compte en raison de la plus-value de cession).

Les cédants doivent dès lors bien avoir à l'esprit que la répartition échelonnée du prix de cession, par une clause d'earn-out, est susceptible de représenter un coût fiscal sans commune mesure avec l'avantage de trésorerie lié à l'imposition décalée de la plus-value complémentaire correspondante. ■

Par **Luc Jaillais,** avocat associé, spécialisé en fiscalité.
Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés que dans le domaine de la fiscalité des particuliers.
Il accompagne notamment des fonds d'investissement éligibles à la défiscalisation ISF TEPA.
luc.jaillais@cms-bfl.com

Risques contentieux liés aux opérations avec clauses d'earn-out

Par **Alain Couret,** professeur à l'Ecole de droit de la Sorbonne et avocat associé en droit des affaires. Il dirige l'équipe doctrine juridique du Cabinet. Il a par ailleurs une activité dans le domaine de l'arbitrage concernant des litiges relatifs aux cessions d'entreprises, aux opérations d'investissement, aux restructurations et aux conflits dans la grande distribution.
alain.couret@cms-bfl.com

Le earn-out est un mécanisme selon lequel une partie du prix d'achat est dépendante des résultats futurs de la société vendue. La clause est a priori favorable au vendeur puisqu'il a la chance d'accroître le prix de vente ; pour l'acheteur, il peut espérer que le vendeur, demeuré généralement en charge de la gestion, s'efforcera d'accroître les performances de la société afin de maximiser le prix de vente. Cette pratique est assez récente dans le contexte français qui ne l'a acculturée que difficilement. La littérature s'est beaucoup employée à souligner les risques potentiels de cette pratique et notamment le risque que la partie du prix fonction des résultats futurs soit considérée par un juge comme indéterminable ; toutefois, l'écho de ces risques dans la jurisprudence n'était guère perceptible jusqu'à ces dernières années. Dans un arrêt du 10 mars 1998[1], la chambre commerciale de la Cour de cassation avait évacué sans trop de nuances l'occurrence du risque d'indétermination du prix brandie par d'aucun : il suffit pour que le prix soit considéré comme déterminable qu'il soit fait référence dans l'acte à la valeur réelle de l'entreprise et à l'évolution des résultats «car ces éléments sont objectifs et indépendants de la seule volonté des parties». Que cette affirmation un peu rustique ait laissé sceptique beaucoup importait peu : la Cour de cassation n'était manifestement pas hostile à ces clauses.

Un arrêt d'appel en 2006[2] avait lui aussi mis en valeur un risque annoncé par la doctrine : la difficulté de s'entendre sur le constat de la réalisation des conditions du droit au complément de prix. L'arrêt nommait un expert chargé de déterminer si le cédant avait droit à ce complément. Cette maigre moisson jurisprudentielle n'accréditait pas l'idée d'une forte conflictualité liée à l'usage des clauses d'earn-out. Singulièrement, les derniers mois ont été le théâtre d'une multiplication des décisions de jurisprudence.

«Singulièrement, les derniers mois ont été le théâtre d'une multiplication des décisions de jurisprudence.»

La chambre commerciale de la Cour de cassation, dans un arrêt du 27 octobre 2009[3], rencontre la situation dans laquelle le débiteur du complément de prix a calculé la somme due à partir de comptes peu fidèles. En l'espèce, le protocole de cession prévoyait que le prix serait en partie fixe et en partie lié aux résultats après impôts constatés à l'issue des trois exercices précédents. Au moment de la détermination du complément de prix, le cédant considère que le cessionnaire a calculé le montant du complément sur la base de comptes inexacts, ce qui constitue une faute, et assigne alors ce dernier en paiement de dommages et intérêts sur le fondement de l'article 1134 du Code civil. La Cour de cassation confirme l'arrêt de la cour d'appel condamnant l'acquéreur au paiement de dommages et intérêts permettant ainsi d'obtenir l'indemnisation du cessionnaire qui s'est fondé sur des comptes sociaux de référence manifestement inexacts pour diminuer le montant d'un complément de prix.

Le pourvoi, fondé sur l'action en indemnisation plutôt que sur une action en paiement du prix, évite l'écueil de supporter le risque de voir le contrat de cession annulé pour indétermination du prix. Cet arrêt rassure ainsi les plaideurs quant à la possibilité d'obtenir le paiement d'un complément de prix malgré l'existence d'un prix potentiellement indéterminé pouvant les dissuader d'agir en exécution.

Dans un arrêt du 19 janvier 2010, la même chambre de la Cour de cassation a décidé qu'une cession comportant un complément de prix stipulé sous la condition suspensive du maintien en fonction du PDG était nulle comme dépendant d'une condition potestative pour le débiteur[4]. Le cessionnaire disposait, en sa qualité d'actionnaire majoritaire de la société cédée, de la possibilité de faire révoquer à tout moment le dirigeant de son mandat de président du conseil d'administration. Le cédant devait assigner la société cessionnaire en annulation de l'acte de cession d'actions

sur le fondement du caractère potestatif de la clause relative au complément de prix avant d'être révoqué de ses fonctions de dirigeant deux ans plus tard. Pour la Cour de cassation, la clause est potestative car le débiteur disposait ici du pouvoir de se libérer de son obligation de manière discrétionnaire. L'action en nullité sur le terrain de l'article 1174 du Code civil[5] est donc parfaitement recevable en dépit de la possible application de l'article 1178[6] du même Code, permettant de sanctionner la mauvaise foi du cessionnaire. Il pourrait donc y avoir dualité de sanctions lorsque le débiteur de l'obligation a effectivement usé du pouvoir arbitraire que lui conférait la clause du contrat, solution logique qui mérite d'être approuvée.

Un autre arrêt du 16 février de la même année[7], éclaire la difficulté de fixer le montant du complément de prix : en l'espèce, il était prévu qu'un tiers, désigné au titre de l'article 1592 du Code civil, fixerait le montant du complément et cela sans appel possible. Le prix décidé par le tiers ne convenant pas à l'acquéreur, celui-ci tentait de plaider que la décision du tiers était en réalité une sentence arbitrale susceptible de recours, ce que la Cour de cassation n'a pas admis. En effet, pour cela, il aurait fallu que les parties lui aient conféré un pouvoir juridictionnel, notamment en lui donnant la faculté d'interpréter telle ou telle clause particulière. Or, en l'espèce, celui-ci n'avait interprété que les clauses mettant en jeu les paramètres comptables indispensables à la réalisation de sa mission. Par conséquent, il n'avait fait en réalité que constater la réalisation ou la non-réalisation des conditions imposées dans le contrat de cession d'actions. La situation serait tout autre s'il y avait eu lieu à interprétation d'une clause particulière.

Un arrêt de la cour d'appel de Paris du 22 juin 2010 rappelle pour sa part qu'en l'absence d'obligations interdépendantes réciproques, garantie de passif et clauses d'earn-out procèdent de conventions distinctes et que l'on ne saurait cesser de payer le complément de prix sous le prétexte que seraient relevés des évènements de nature à justifier la mise en œuvre de garantie de passif[8]. Le cessionnaire ne peut ainsi se prévaloir de la garantie de passif au moyen d'une exception d'inexécution pour échapper au paiement du complément de prix. Certes, la décision n'est pas vraiment novatrice mais elle rappelle le caractère illicite de pratiques courantes.

On signalera pour terminer un dernier arrêt de la Cour de cassation qui éclaire sur des modalités très particulières du earn-out : un compte courant d'associé remboursé à proportion de la réalisation de certaines performances[9]. En l'espèce, un contrat de cession prévoyait la cession des titres du cédant dans le capital d'une société anonyme ayant pour objet l'exploitation d'une maison de retraite dans l'immeuble dont était propriétaire une SCI. Les cessionnaires s'étaient engagés à rembourser à la cédante le montant du compte courant qu'elle détenait dans la SCI avec un intéressement si le nombre de pensionnaires devait dépasser un certain seuil et dans un délai déterminé. La date fatidique étant dépassée, le mécanisme n'a pu jouer. ■

1. Cass. com., 10 mars 1998, Lenzer/Mayer, RJDA 7/98 n° 865.
2. CA Caen, 30 mars 2006, n° 05-1484, 1re ch. civ. com., Schuller c./SA Fimopart, RJDA 11/07 n° 1108.
3. Cass. com., 27 octobre 2009, n° 08-70102, sté Finex, Bull. Joly 2010, p. 218 et suivantes.
4. Cass. com., 19 janvier 2010, n° 08-19.376, F-D, Kouchnir c./sté Aon Conseil et Courtage.
5. «Toute obligation est nulle lorsqu'elle a été contractée sous une condition suspensive de la part de celui qui s'oblige.»
6. «La condition est réputée accomplie lorsque c'est le débiteur, obligé sous cette condition, qui en a empêché l'accomplissement.»
7. Cass. com., 16 février 2010, n° 09-11586.
8. CA Paris, 22 juin 2010, Pôle 5 – Chambre 8 n° 09/13155 ; SARL Omnisense Technologies/SARL Dasteco
9. Cass. com., 7 avril 2010, n° 09-66.494 n° 422 F-D

Un complément aux clauses d'earn-out : l'indexation des prêts d'associés

Par **Gregory Benteux,** avocat responsable de l'activité Financements et dettes structurés. Spécialisé dans les opérations de financements structurés.
gregory.benteux@cms-bfl.com

et **Alexandre Bordenave,** avocat spécialisé dans les opérations de financements et de titrisation tant domestiques qu'internationales.
alexandre.bordenave@cms-bfl.com

En ce qu'elle permet de moduler une partie du prix d'acquisition d'une société-cible en fonction des résultats futurs de cette dernière, la clause d'earn-out s'apparente à une clause d'indexation, à savoir «une modalité imprimée à une obligation de somme d'argent par une convention […] qui tend à faire varier le montant de cette obligation (en capital ou en intérêts) en fonction d'un élément de référence nommé indice»[1].

Le législateur français a posé un principe général de prohibition des clauses d'indexation dans l'ordonnance n° 58-1374 du 30 décembre 1958. En droit positif, la règle figure à l'article L. 112-2 du Code monétaire et financier. Elle est assortie d'exceptions : la principale autorise la stipulation de clauses d'indexation fondées sur le prix de biens, produits ou services ayant une «relation directe avec l'objet ou le statut de la convention ou avec l'activité de l'une des parties». En ce sens, la clause d'earn-out revêt les caractéristiques d'une clause d'indexation licite lorsqu'elle prend pour indice de référence la performance économique future de la société acquise.

En matière de financement d'acquisition, en complément d'une clause d'earn-out portant sur le prix de cession des titres, il est possible d'imaginer un schéma selon lequel un associé-vendeur titulaire d'un compte courant d'associé accepterait, plutôt que d'exiger le paiement immédiat de sa créance, d'étendre par voie d'avenant le terme du prêt consenti à la société puis d'indexer sur les résultats futurs de cette dernière la rémunération lui étant due au titre de son avance de trésorerie. Pour se conformer aux exceptions affectant le monopole bancaire, la prorogation du terme dudit prêt pourrait intervenir de manière préalable à la cession des titres de capital afin que le prêteur demeure actionnaire au moment de la prolongation de son crédit à la société. Quant à l'indexation, elle pourrait être stipulée concomitamment à la cession. Pour l'acquéreur, ce schéma présente l'avantage de ne pas priver ab initio la société de ressources en trésorerie. Pour le vendeur, c'est l'occasion de valoriser encore un peu mieux son investissement passé dans la société.

Cette perspective de revenus accrus pour le vendeur ne doit être mise en place qu'avec précaution. En particulier, le vendeur doit éviter l'application du régime des prêts participatifs qui figure aux articles L. 313-13 et suivants du Code monétaire et financier[2]. En effet, dans ce cas, le vendeur pourrait voir sa créance subordonnée à l'ensemble des créances privilégiées ou chirographaires détenues sur la société en cas de redressement judiciaire par cession de la société, de liquidation amiable ou de liquidation judiciaire de cette dernière. Or, un des traits saillants de tout prêt participatif est d'adosser une partie de la rémunération du prêteur sur les résultats de l'emprunteur : en cela, le prêt participatif ressemble à s'y méprendre à un prêt assorti d'une clause d'indexation. Pourtant, ce seul critère n'est pas suffisant pour définir un prêt participatif : à titre d'exemple, un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 7 avril 2009 a proposé d'autres éléments en la matière, tels qu'une échéance lointaine ou la faiblesse de l'intérêt fixe servi.

«Cette perspective de revenus accrus pour le vendeur ne doit être mise en place qu'avec précaution.»

Il faut également rédiger avec minutie la convention de prêt d'associé, en particulier sa clause d'indexation, afin d'éviter que l'accord ne puisse être requalifié en contrat de société. Même si ce risque paraît théorique, il convient tout de même, en l'absence de dispositions légales à cet effet, de l'exclure grâce à des stipulations non équivoques. Voilà au moins un écueil que l'application du régime des prêts participatifs, qui prévoit expressément que le prêt n'est pas constitutif d'une société, aurait eu le mérite d'éliminer. ■

1. Cf. «Vocabulaire juridique», sous la direction de G. Cornu, PUF, 8e édition, 2007.

2. Evidemment, ce risque n'existe que si le vendeur est potentiellement un prêteur participatif au sens de l'article L. 313-13 du Code monétaire et financier (à savoir, pour l'essentiel, dans le champ qui nous mobilise ici, si le vendeur est une société commerciale et non une société civile ou une personne physique).

Attribution d'actions ou pacte d'actionnaires accessoire au contrat de travail : deux régimes juridiques très contrastés

La qualification juridique retenue lors de l'attribution d'actions ou d'un droit d'achat ou de souscription d'actions à un salarié est très importante.

En effet, la Cour de Cassation, dans une décision du 18 octobre 2007, a estimé que le salarié d'une société, qui est devenu actionnaire et a signé un pacte d'actionnaires à cette occasion, ne pouvait solliciter l'attribution de dommages et intérêts de ce fait devant le conseil de Prud'hommes.

Le pacte en question fixait différemment le prix de vente des actions selon que la cessation du contrat de travail procédait d'un licenciement ou d'une démission. La Cour de Cassation a estimé que ce pacte d'actionnaires ne constituait pas un accessoire au contrat de travail.

Les demandes découlant de ces pactes relèvent donc des tribunaux de droit commun sans interférence avec le droit du travail.

En sens inverse, dès lors qu'il est établi que l'attribution d'action ou d'option est l'accessoire du contrat de travail, le conseil des Prud'hommes est compétent et le droit du travail trouve à s'appliquer.

Or, en application du droit du travail, les amendes et autres sanctions pécuniaires (article L. 1331-2 du Code du travail) sont interdites et toute stipulation contraire est réputée non écrite, étant précisé que le non-respect de ces dispositions est en outre puni par l'article L. 1334-1 du Code du travail d'une amende de 3 750 euros.

Cette règle, qui trouve à s'appliquer dans la relation du travail lors, par exemple, de retenues de salaire en cas de différences de caisse, de destruction de matériel de l'entreprise ou de suppression d'un avantage ou d'une prime en cas d'exécution fautive du contrat de travail, a fait irruption dans la sphère des stock-options.

Par décision en date du 21 octobre 2009, la chambre sociale de la Cour de Cassation a estimé que la privation de la faculté de lever les options en cas de licenciement pour faute grave stipulée dans un plan d'attribution constituait une sanction pécuniaire prohibée. On en déduit que la clause est réputée non écrite et que le salarié peut obtenir du conseil des Prud'hommes le droit de lever l'option.

De la même manière, la chambre sociale de la Cour de Cassation considère que la perte, en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse, du droit de lever les options attribuées dans le cadre du contrat de travail constitue un préjudice spécifique que le conseil des Prud'hommes doit nécessairement indemniser.

La difficulté pratique consiste à déterminer le montant du préjudice et, notamment, à quelle date il faut apprécier la valeur de l'action.

En conclusion, en fonction de la qualification juridique d'accessoire ou non au contrat de travail, les règles applicables sont donc différentes et certaines clauses peuvent être valables ou nulles.

«En application du droit du travail, les amendes et autres sanctions pécuniaires sont interdites.»

Il faut toutefois relever que, dans les deux cas de figure, la stipulation en vertu de laquelle la levée des options n'est possible que si le contrat de travail est toujours en vigueur paraît rester valable. En effet, dans une décision du 29 septembre 2004, la Cour de Cassation a estimé que la clause de présence inconditionnelle s'appliquait, et ce même en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse. Toutefois, dans ce dernier cas, le salarié peut prétendre à des dommages et intérêts devant le conseil de Prud'hommes.

Il conviendra donc, lors de la rédaction de telles clauses, de s'interroger sur le caractère d'accessoire au non au contrat de travail et examiner la validité des clauses existantes au regard de la nouvelle jurisprudence de la Cour de Cassation relative aux sanctions pécuniaires. ■

Par **Alain Herrmann,** avocat associé. Il intervient en matière sociale dont il est spécialiste sur les opérations de private equity et de fusion-acquisition tant pour le conseil que pour le contentieux. Il est en particulier intervenu dans l'analyse des clauses de «good» et «bad leaver» au regard du droit du travail.
alain.herrmann@cms-bfl.com

Management packages : le juge de l'impôt au secours des managers de LBO

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 **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

L'issue d'un LBO tient pour partie aux dirigeants de la cible que les financiers doivent associer à la réussite de l'opération au moyen du «management package», leur permettant ainsi d'appréhender une partie des plus-values espérées à la sortie du LBO. Les outils d'investissement généralement utilisés, actions, bons de souscription d'actions (BSA), obligations convertibles, voire options d'achat d'actions, aboutissent lors du débouclage du LBO à la cession des titres détenus par les managers avec, à la clé, une imposition selon le régime des plus-values mobilières des particuliers (taux actuel de 18 % majoré des contributions sociales de 12,1 %). Si en outre les titres cédés ont pu être logés dans un PEA, la plus-value n'est soumise «in fine» qu'aux contributions sociales.
Le montant des plus-values dégagées par les dirigeants ayant bénéficié de «la bulle LBO» n'a pas manqué d'attirer l'attention de certains services de vérification de l'administration fiscale qui, sur le fondement d'une instruction administrative du 12 mai 1995, ont tenté de remettre en cause l'imposition des plus-values de cession pour les taxer en tant que revenus d'activité professionnelle (traitements et salaires ou bénéfices non commerciaux). Par ailleurs, quand les titres cédés étaient logés dans un PEA, la requalification opérée entraîne en outre la clôture du PEA.
Par touches successives, la jurisprudence récente est toutefois venue apporter un éclairage qui devrait être porteur d'espoirs pour les dirigeants sous LBO.

1. Les strictes limites posées à la requalification d'une plus-value en revenus d'activité

De longue date, le juge de l'impôt n'exclut pas que les gains retirés de la cession de titres de sociétés puissent être rangés dans la «catégorie-balai» des bénéfices non commerciaux (BNC) lorsque ces gains ne résultent pas de la seule détention d'un capital mais rémunèrent en fait une activité particulière du contribuable destinée à augmenter la valeur des titres.
Toutefois, dans son arrêt Serfaty de 2006[1], le Conseil d'Etat a souligné avec force, dans le cas d'un dirigeant ayant réalisé en deux ans une plus-value égale à 200 fois sa mise, que la taxation en tant que BNC des gains réalisés par les dirigeants à l'occasion de la cession de droits sociaux de la société dans laquelle ils exercent leurs fonctions devait présenter un caractère très exceptionnel : la simple constatation d'une implication active du dirigeant dans la gestion des sociétés ne suffit pas pour permettre la requalification.
Cette jurisprudence a été confirmée en 2008 par un arrêt Fontana[2] éclairé par les conclusions du rapporteur public Laurent Olleon selon lequel la requalification en BNC n'est possible que sous trois conditions cumulatives : (i) l'activité déployée par le vendeur doit être professionnelle ; (ii) elle ne doit pas être celle qu'il exerce normalement et qui est la source de ses revenus ; et (iii) elle doit avoir pour effet de représenter une part déterminante dans l'augmentation de la valeur de la société.
Dans un arrêt Billon de juillet 2009[3], la Haute Juridiction a fait une intéressante application de ces principes, en qualifiant un gain de cession, pour partie de plus-value (pour la contrevaleur du paquet de titres détenu par l'intéressé depuis la création de la société) et pour partie de BNC à hauteur du gain réalisé sur les titres rachetés aux autres associés par l'intéressé quelques jours avant la revente en bloc de la totalité des actions de la société, ce dernier gain ayant été regardé comme «la rémunération d'une activité d'intermédiation» entre ses coassociés et l'acheteur final.
Ces critères de requalification paraissent fort éloignés des schémas classiques d'investissement de managers de LBO qui se borneraient à exercer dans la société leurs fonctions dirigeantes ou salariées dont ils perçoivent la juste rémunération, sauf le cas exceptionnel où l'administration pourrait démontrer l'existence d'un lien direct et déterminant entre une activité individuelle (et en principe non rémunérée) de l'intéressé et l'augmentation de valeur globale de la société.
Hors cas exceptionnels, le gain de sortie relève donc bien, en principe, du régime des plus-values mobilières, qui constitue du reste le droit commun applicable à la fois aux cessions d'actions et aux cessions de BSA, comme l'a opportunément confirmé un récent jugement du tribunal administratif d'Amiens[4].

2. Périls et aléas de la démonstration d'un avantage sur le prix «à l'entrée» ou «à la sortie»

L'échec probable d'une requalification globale fondée sur la seule double qualité de dirigeant et d'investisseur n'exclut bien sûr pas la possibilité pour l'administration de requalifier de prétendus avantages consentis aux managers «à l'entrée» ou «à la sortie» du LBO.

«A l'entrée», une requalification globale ne paraît en fait s'imposer que lorsque l'investissement du manager était dépourvu de toute prise de risque financier : tel est l'enseignement d'un jugement du tribunal de Cergy de 2006[5] dans le cas caricatural d'un dirigeant qui, non seulement n'avait pas décaissé le prix d'achat de ses titres mais bénéficiait en outre d'un engagement de rachat à ce prix.

Hors cette situation particulière, il appartient à l'administration de démontrer que le prix d'acquisition (ou le prix d'exercice) des supports d'investissement aurait été délibérément minoré, ce qui requiert un exercice d'évaluation très aléatoire s'agissant de titres complexes et non cotés.

Or, il semble que l'administration soit en outre soumise dans cet exercice périlleux au compte à rebours de la prescription triennale : c'est ce qu'a clairement indiqué la cour d'appel de Nancy en jugeant récemment que l'avantage en argent constitué par un prix d'achat minoré était acquis dès la date d'achat des actions de sorte que, lorsque cette date est couverte par la prescription, il n'est plus possible de taxer l'avantage ainsi obtenu…

« A la sortie » du LBO, laquelle porte en général sur une cession de 100 % du capital (négociée par définition à un prix de marché), la détection d'un éventuel avantage consenti aux managers ne peut se déduire en pratique que d'une comparaison avec les prix de cession effectivement obtenus par les autres cédants.

A cet égard, les deux arrêts Hérail et Pouzilhac[6] rendus par le Conseil d'Etat le 3 juillet 2009 permettent de considérer qu'en présence de cession conjointe par des dirigeants minoritaires et des actionnaires financiers majoritaires, le prix de référence de sortie pour les dirigeants doit être déterminé sans application d'une quelconque décote (illiquidité ou minorité) par rapport à celui obtenu par les financiers.

Corrélativement, un prix de cession majoré en faveur des dirigeants pourrait servir de base à la requalification de l'excédent en revenu professionnel, sous réserve bien entendu que les conditions juridiques de la cession par les financiers et les dirigeants soient identiques.

A ce titre, sous l'arrêt Pouzilhac précité, le rapporteur public a exclu de considérer comme significatif un écart de prix inférieur de 20 % à celui résultant de cessions comparables effectuées à des dates proches (donc a priori hors le cadre juridique d'une sortie conjointe).

Plus récemment encore, le Conseil d'Etat[7] a considéré qu'un écart de prix de 92 % ne suffisait pas à caractériser un avantage occulte en raison de l'existence d'une garantie de prix qui accompagnait le prix majoré, cet écart de prix rémunérant le risque de garantie assumé personnellement par le cédant.

«Une requalification globale ne paraît s'imposer que lorsque l'investissement du manager était dépourvu de toute prise de risque financier.»

Enfin, dans l'arrêt Fontana précité, la Haute Juridiction a jugé que le versement à un dirigeant cédant d'un earn-out étalé sur six ans, bien que subordonné à sa présence dans l'entreprise sur cette période, n'était pas non plus requalifiable en revenu d'activité.

On le voit, en définitive, le cap fixé par le juge de l'impôt est bien, sauf cas exceptionnels, d'appliquer aux plus-values de cession de titres le régime de droit commun, indépendamment d'éventuelles fonctions de direction exercées par le cédant.

Espérons que cet édifice jurisprudentiel, et le contexte économique récent où ne manquent pas les exemples de managers de LBO défaillants ayant subi la perte effective de leur investissement, conduiront à tempérer les tentatives de requalification de l'administration fiscale. ■

1. CE 18 janvier 2006, n° 26579 0 et 265791, 10e et 9e s.-s., Serfaty ; RJF 2006 n° 378.
2. CE 7 novembre 2008, n° 301642, 8e et 3e s.-s., Fontana et de Framond ; RJF 2009 n° 56.
3. CE 27 juillet 2009, n° 300456, 3e et 8e s.-s, Billon ; RJF 2009 n° 1085.
4. TA Amiens 6 novembre 2008, n° 06-2529 et 06-2527, 2e ch., Barral ; RJF 2009 n° 563.
5. TA Cergy-Pontoise 7 juillet 2006, n° 01-3868, 5e ch., Bandeville ; RJF 2007 n° 430.
6. CE 3 juillet 2009, n° 301299, 8e et 3e s.-s., Hérail, RJF 2009 n° 940 ; et CE 3 juillet 2009, n° 306363, 8e et 3e s.-s., min. c/Plessis de Pouzilhac ; RJF 2009 n° 941.
7. CE 31 mars 2010, n° 297306, 10e et 9e s.-s.

L'AIFM va-t-elle définir ce qu'est un fonds ?

Par **Jérôme Sutour,**
avocat associé, responsable
services financiers
jerome.sutour@cms-bfl.com

Le dernier projet de directive concernant les gérants de fonds alternatifs (AIFM) en date du 27 août 2010 («Projet») constitue un réel compromis tant en matière de commercialisation de fonds de pays tiers que de délégation de gestion vers des opérateurs hors de l'UE. Mais au-delà des conséquences directes qu'aurait cette directive AIFM si elle était adoptée dans la forme du Projet, il faudra tirer les conséquences plus larges de l'effort normatif entrepris. A cet égard, il faut noter que le Projet répond indirectement à la question des critères de différenciation entre les fonds d'investissement et les autres émetteurs, une question aujourd'hui particulièrement délicate.

En effet, si la directive UCITS[1] définit ce qu'est un fonds coordonné et l'article L. 214-1 du Code monétaire et financier donne une définition énumérative de ce que sont les organismes de placement collectif, on peine à trouver des caractéristiques communes entre un OPCVM monétaire et une société d'épargne forestière. Pareillement, une interprétation «a contrario» de ce qu'est un OPCVM non coordonné sur la base de la directive UCITS ne permet pas de caractériser un fonds en général.

C'est là que le Projet apporte peut-être la solution : en effet, il prévoit dans son article 3.1 (b) que l'AIFM ne s'applique pas aux sociétés holding, ces dernières étant définies comme des sociétés dont l'objet est de déployer des stratégies commerciales à travers leurs filiales, mais qui ne sont pas établies en vue de produire des revenus pour leurs investisseurs à l'occasion de la cession desdites filiales (article 4.1 (r)).

Ainsi, aux caractéristiques classiques des fonds ouverts/fermés et des diversifications d'actifs, qui ne sont pas pertinentes pour bon nombre de fonds, notamment de private equity, le Projet substitue une définition subjective et «a contrario» de ce qu'est un fonds, à savoir une société ou entité dont l'objet est de faire naître un revenu pour ses investisseurs à travers la cession de ses participations.

Si ces dispositions du Projet sont adoptées, elles constitueront en France un réel apport à l'analyse du régime applicable à la commercialisation d'instruments financiers. Toutefois, en retenant dans la définition de holding le terme de société, l'AIFM laisse supposer que toute entité n'étant pas une société ne peut être une holding et est donc un fonds d'investissement. ■

1. UCITS : Undertakings for the Collective Investment In Transferable Securities.

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 :

Me Isabelle Buffard-Bastide, isabelle.buffard-bastide@cms-bfl.com
Me Michel Collet, michel.collet@cms-bfl.com
Me Alain Couret, alain.couret@cms-bfl.com
Me Martine Ebrard-Grellety, martine.ebrard-grellety@cms-bfl.com
Me Laurent Hepp, laurent.hepp@cms-bfl.com
Me Alain Herrmann, alain.herrmann@cms-bfl.com
Me Luc Jaillais, luc.jaillais@cms-bfl.com
Me Jérôme Sutour, jerome.sutour@cms-bfl.com

Option Finance
Le premier hebdomadaire des décideurs financiers

Supplément du numéro 1094 du 4 octobre 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