

LA LETTRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

AU SOMMAIRE

Dossier

Le private equity en Europe

- Le private equity en Europe : état des lieux et tendances de marché p. 2
 - Tour d'horizon du marché du private equity en Europe : la France fait figure de bon élève ! p. 2
 - Le private equity au Royaume-Uni à l'heure du Brexit p. 3
 - Le private equity en Allemagne : un marché toujours plus actif p. 4
 - Une année record pour l'Espagne : pourvu que ça dure ! p. 6
 - Pologne : l'attractivité toujours au rendez-vous ? p. 7
- Résultats de la 10^e étude CMS sur les fusions-acquisitions en Europe p. 9

Actualités internationales

- Vers une réforme du droit français des concentrations ? p. 10
- 2018 : l'année de la redynamisation des fonds chinois à l'international ? p. 11

Actualités

- SAS : les membres du comité de surveillance aussi peuvent être responsables p. 12
- Retour sur le statu quo de la Cour de cassation sur la non-transmission d'un « passif pénal » lors d'une fusion p. 13
- *Management packages* et PEA : le comité de l'abus de droit fiscal reprend la main p. 14
- Actionnaires activistes ou actionnaires actifs ? p. 15
- Durée des pactes d'actionnaires : gare au risque de résiliation p. 16

C/M/S/ Francis Lefebvre

Avocats

Supplément du numéro 1455
du 26 mars 2018

EDITORIAL

Dans le contexte actuel d'un marché du private equity particulièrement actif en France, nous vous proposons, en ce début d'année, de faire un tour d'horizon de ce marché au niveau européen. L'état des lieux et le bilan 2017, les perspectives et les tendances de cette industrie sont autant de sujets que nous avons choisi d'aborder en ciblant quelques grands pays européens grâce à la participation à ce numéro de plusieurs bureaux de CMS qui ont contribué à ce que CMS soit reconnu par Mergermarket comme le *European Private Equity Legal Adviser of the Year* pour l'année 2017 lors de la remise des derniers *European M&A awards* à Londres.

Ainsi, la France mais aussi le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Espagne et la Pologne sont représentés dans les pages qui suivent afin de donner un éclairage sur la situation d'un marché qui semble en pleine forme. On y constate que les mêmes causes produisent les mêmes effets dans ces différents pays. L'abondance des liquidités, l'accès encore aisé au financement externe et la relative rareté des cibles de qualité conduisent à des multiples de valorisation historiquement élevés et à une concurrence féroce entre acheteurs. L'appétit croissant de nouveaux investisseurs long terme pour le non côté vient également exacerber cette compétition. Dans ce contexte, continuer à réaliser de bons rendements sur des actifs acquis à prix d'or constituera sans doute un des défis à relever pour les prochaines années. Le défi pourrait être d'autant plus important si le marché se trouvait à l'avenir bousculé par un effet « bulle » ou par des facteurs géopolitiques incertains.

D'autres sujets d'actualité à résonance internationale sont abordés dans cette lettre et notamment le projet de réforme en matière de contrôle des concentrations vue sous l'angle de l'axe franco-allemand. Nous faisons également un point sur les tendances des investissements chinois à l'international. D'une manière générale, les investisseurs étrangers semblent montrer une certaine confiance dans la politique et les réformes initiées en France (en particulier, les investisseurs britanniques qui, parfois inquiets des conséquences du Brexit, semblent de plus en plus attirés par les cibles françaises).

A l'occasion de la sortie de la nouvelle étude réalisée par CMS sur les fusions-acquisitions en Europe, nous dressons aussi la liste des principaux enseignements concernant les pratiques de marché ressortant de cette étude.

Enfin, nous évoquons différents autres sujets d'actualité nationale que mettent en lumière des jurisprudences récentes ou les dernières positions du Comité de l'abus de droit fiscal en matière de *management packages* et de plans d'épargne en actions. ■

Arnaud Hugot et Laurent Hepp, avocats associés

Le private equity en Europe : état des lieux et tendances de marché



Par **Arnaud Hugot**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions de CMS Francis Lefebvre Avocats (France). 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

Tour d'horizon du marché du private equity en Europe : la France fait figure de bon élève !

Le marché français du private equity semble traverser une période dorée ! Beaucoup d'indicateurs sont au vert : l'abondance de liquidités, l'accès à la dette aisé à des conditions (encore) très raisonnables, les perspectives macro-économiques favorables et l'image de la France à l'étranger qui s'embellit sont autant de facteurs qui ont conduit l'année 2017 à être particulièrement active.

Les levées de fonds ont encore atteint l'année passée des niveaux records grâce, notamment, aux bonnes performances dont cette classe d'actifs a su faire preuve au cours des dernières années et au manque d'attractivité des placements bancaires contraints par des taux d'intérêts bas. Les fonds disposent ainsi d'abondantes liquidités et, dans le même temps, le financement en dette reste abordable et accessible. Dans ce contexte, la compétition pour l'acquisition d'actifs de qualité fait rage et les multiples connaissent une croissance qui atteint des sommets. Selon l'indice Argos Mid-Market, le multiple moyen sur la dernière partie de 2017 atteignait 9,5

fois l'EBITDA. Cette compétition est exacerbée par l'arrivée croissante de nouveaux acteurs venant faire directement concurrence aux fonds de private equity classiques. Attirés par les bons rendements, des investisseurs long terme (fonds de pension étrangers, institutionnels, LPs, etc., mais aussi family offices) se montrent de plus

en plus attirés par des investissements directs dans le non côté. Ces investisseurs parviennent ainsi à séduire non seulement les vendeurs par des prix élevés et une capacité d'exécution rapide, mais également les équipes de management auxquelles ils apportent des perspectives de stabilité qui peuvent paraître à certains plus rassurantes et moins anxiogènes que les

objectifs de sortie à court/moyen terme - même si pour ces investisseurs long terme, la structuration de l'association des managers au capital de la cible pourra devoir être repensée pour traiter le sujet de l'horizon de liquidité plus lointain. Le dynamisme de l'activité

«Les fonds étrangers semblent séduits par notre nouveau président qui [...] a engagé des réformes en matières fiscale et sociale de nature à reconforter et redonner confiance.»

est probablement également lié à l'intérêt croissant que semblent porter les investisseurs étrangers, notamment ceux venus de Chine, au marché français. Après une période d'incertitude avant l'élection présidentielle de 2017, les fonds étrangers semblent séduits par notre nouveau président qui, en plus de donner à la France une

image plus jeune, dynamique et «business friendly», a engagé des réformes en matières fiscale et sociale de nature à reconforter et redonner confiance à des investisseurs étrangers parfois perplexes devant certains aspects du système français. Autres tendances de marché observées en 2017 : la multiplication des opérations de refinancement de LBO en anticipation d'une éventuelle hausse des taux d'intérêts, et le développement des opérations de *build-up* hors de France, particulièrement en Europe, menées depuis leurs participations françaises par les fonds français.

Dans ce contexte, quelles sont les évolutions récentes ou à venir de la pratique ? Au plan juridique, on peut noter un développement croissant du recours à l'assurance garantie de passif. Les *W&I insurances* importées de la pratique anglo-saxonne ont tendance à se développer fortement dans ce marché favorable aux vendeurs où offrir une «sortie propre» sans garantie

à la charge des vendeurs est un argument de poids dans la compétition. C'est ainsi qu'on observe le développement des conventions de garantie avec un plafond à 1 euro dégageant les vendeurs de la plupart de leurs obligations à cet égard. L'environnement fiscal est quant à lui contrasté : l'entrée en vigueur de la *flat tax* de 30 % sur les plus-values devrait permettre la mise en place de *management packages* plus attractifs, sous réserve toutefois d'une clarification favorable de la jurisprudence relative à la qualification fiscale et sociale des gains y afférents. Quant à l'évolution de la structuration fiscale des opérations de LBO, elle demeure suspendue au calendrier et aux conditions de la prochaine transposition en droit français de la directive européenne ATAD qui prévoit, en particulier, d'étendre les règles de sous-capitalisation aux dettes externes par l'application d'une limite globale de déduction des charges financières nettes égale à 30 % de l'EBITDA.

Le private equity au Royaume-Uni à l'heure du Brexit

Une collecte de fonds record et une forte activité des opérations de fusions et acquisitions témoignent de la résilience et de la confiance de l'industrie du private equity au Royaume-Uni face à l'incertitude causée par des facteurs géopolitiques. Toutefois, le principal défi demeure de déployer efficacement le capital dans un contexte de forte valorisation et de volatilité.

Collecte de fonds record

Au cours de l'année 2017, des records ont été battus en matière de levée de fonds, tant au niveau du montant total que par levée de fonds, et dans l'ensemble, la quantité de liquidité disponible, la *dry powder*, est à un niveau élevé au Royaume-Uni.

La spécialisation et la divergence des stratégies augmentent. Plusieurs gérants de fonds nouveaux ou issus de scissions se concentrent sur des stratégies, des secteurs ou des zones géographiques spécialisées. Dans le même temps, certains gestionnaires de grands fonds continuent à mettre en place des équipes spé-

cialisées ou des fonds dédiés à des cibles ou des secteurs qui ne sont pas viables pour leurs principaux fonds, telles que les *small-cap tech*, l'infrastructure et le crédit alternatif. Cependant, comme la performance des équipes de gestion est pénalisée par des valeurs d'entrée élevées et des marchés incertains, certains fonds ont opté pour des levées de fonds «opération par opération» ou ont cédé la gestion des sociétés de portefeuille existantes à d'autres gestionnaires. D'autres ont fusionné pour réunir les avantages stratégiques et les avantages en termes de volume.

Forte activité de M&A

Après s'être remise des conséquences du vote du Brexit, l'activité de fusion-acquisition reste très forte, y compris en matière d'IPO sur la bourse de Londres. On s'attend à ce que le niveau d'activité baisse à la fin de l'année, en prévision du Brexit, mais rien n'indique à ce jour un ralentissement général. Néanmoins, l'incertitude entourant le Brexit et d'autres facteurs géopolitiques ont eu une



et **Laurent Hepp**, avocat associé en fiscalité et membre du directoire de CMS Francis Lefebvre Avocats (France). Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity. Laurent est également membre de l'Executive Committee de CMS.
laurent.hepp@cms-fl.com



Par **James Grimwood**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions de CMS Cameron McKenna Nabarro Olswang au Royaume-Uni et responsable du groupe private equity de CMS. Il intervient dans le cadre d'opérations de capital-investissement de tous types et de toutes tailles, pour les fonds d'investissement et les équipes de management, tant au niveau national que transfrontalier.
james.grimwood@cms-cmno.com



et **Peter Lewis**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions de CMS Cameron McKenna Nabarro Olswang au Royaume-Uni. Il intervient en matière de fusions et acquisitions de private equity dans un large éventail de secteurs au niveau international. peter.lewis@cms-cmno.com

certaine influence sur l'activité d'investissement. Si les secteurs traditionnellement prisés des biens de consommation, de la technologie, de l'immobilier et de la santé continuent d'être les moteurs du volume des transactions, on constate ainsi un intérêt croissant pour les cibles considérées comme défensives.

Concurrence féroce pour les actifs

La concurrence pour les actifs demeure féroce, tirée par la disponibilité des liquidités, la présence de grand *corporates* ayant des bilans solides et des *family offices*, le marché des IPO et la disponibilité de la dette.

Les valorisations sont généralement élevées et les acheteurs travaillent plus que jamais pour trouver des *deals*

de gré à gré, préempter les processus d'enchères ou faire des transactions transformatrices sous un angle particulier. Les stratégies de *build-up* en sont un exemple courant, permettant aux GPs de déployer plus de capitaux et de créer de la valeur. L'écart entre les attentes élevées des vendeurs en matière de valorisations et la prudence des acheteurs face à un avenir incertain, ainsi que la nécessité de modé-

liser des rendements de sortie suffisants, sont d'autres caractéristiques du contexte actuel. On constate ainsi de nombreux exemples de structures de rémunération différée ou de compléments de prix, ou encore de réinvestissement des vendeurs, comme moyen de combler cet écart.

Importance des équipes de management

Avec des enchères toujours plus disputées, les équipes dirigeantes deviennent

au Royaume-Uni un facteur déterminant dans le déroulement des offres. Celles-ci sont mieux conseillées et s'impliquent de plus en plus tôt dans les processus.

Les valorisations élevées exercent une pression sur les *management packages* que les acheteurs sont

en mesure d'offrir. Dans ce contexte, on observe une augmentation des niveaux de *ratchet* tout en durcissant les conditions de *vesting* liées à la performance, avec pour objectif de trouver un équilibre entre le besoin de proposer des packages attractifs pour le management et celui d'obtenir des rendements suffisants pour les investisseurs.

«L'incertitude entourant le Brexit et d'autres facteurs géopolitiques ont eu une certaine influence sur l'activité d'investissement.»



Le private equity en Allemagne : un marché toujours plus actif

Le marché du private equity en Allemagne au début de l'année 2018 demeure très actif, la confiance à l'égard des fonds est forte, et les acteurs du marché s'attendent à une autre année record.

Les fonds de private equity qui interviennent sur le marché allemand se voient principalement du côté acheteur pour les prochains mois et anticipent une augmentation du nombre des transactions. On s'attend donc à une nouvelle année record, en particulier sur le segment du *mid-market* qui

devrait dépasser l'année 2017 qui a comptabilisé plus de 4,4 milliards d'euros de transactions en volume. Une croissance de l'activité des opérations de *build-up* est également attendue.

Les acteurs du marché se demandent toutefois comment les cibles seront originées. Le

nombre d'opérations secondaires et tertiaires devrait vraisemblablement continuer d'augmenter alors que les *spin-off* de conglomérats devraient se maintenir à leurs niveaux actuels, c'est-à-dire à un niveau relativement faible. Tous les acteurs ne sont pas convaincus du fait que les cessions d'un fonds à un autre aident les cibles à croître et à se développer. Les investisseurs se concentreront donc probablement davantage sur l'excellence opérationnelle que sur l'ingénierie financière.

L'augmentation attendue de l'activité sur le marché va continuer à alimenter la hausse des multiples de valorisation. Alors que les fonds de private equity ne devraient pas avoir de difficultés pour financer des prix d'achat toujours plus

élevés grâce notamment au recours à la dette externe (que ce soit auprès de banques, de fonds de dette ou d'autres fournisseurs de crédit, les parts de financement en equity restant stables à des niveaux plutôt modérés), le succès futur d'un investissement, qui dépend principalement du prix atteint à la sortie, risque de devenir de plus en plus difficile. Les attentes en termes de multiples et de TRI devront s'en accommoder.

Du côté de la dette, les fonds de dette prennent une place de plus en plus importante en Allemagne, principalement en raison de conditions agressives et favorables aux emprunteurs qu'ils proposent et que les banques ne peuvent souvent pas égaler. Les fonds de private equity tirent parti de la forte concurrence qui existe entre les différents prêteurs et réussissent souvent à négocier de très bons accords sur la dette à des conditions comparables à celles qui existaient avant la crise Lehman.

Le nombre élevé de *deals* sur le marché allemand a également un impact sur les conditions contractuelles des opérations. Un nombre limité de *reps and warranties*, des durées de garanties courtes, des *baskets* élevés et moins de *break-up fees* sont autant d'indicateurs forts pour un marché typiquement favorable aux vendeurs. Il sera donc d'autant plus essen-

tiel de réaliser des *due diligences* sérieuses. Dans ce contexte, les assurances *W&I* qui sont déjà très courantes dans les transactions de private equity allemandes, avec des assureurs et des courtiers d'assurance très professionnels, devraient prendre une place de plus en plus grande.

Les investisseurs en private equity allemands et européens ne sont pas les seuls à s'intéresser au marché allemand. Les acteurs chinois

jouent un rôle très important après une amélioration significative du professionnalisme, de la structuration et de la gestion des transactions. À la suite du récent débat au niveau européen et de l'influence historiquement forte du Comité pour l'investissement étranger aux

États-Unis (CFIUS), les responsables politiques allemands pourraient se concentrer, dans un proche avenir, sur l'augmentation des exigences en matière de contrôle des investissements étrangers afin de protéger les secteurs industriels critiques en Allemagne et créer des conditions équitables pour les investisseurs étrangers en Allemagne.

«Les investisseurs se concentreront donc probablement davantage sur l'excellence opérationnelle que sur l'ingénierie financière.»



Par **Dr. Tobias Schneider**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions de CMS Hasche Sigle (Allemagne) et co-responsable du groupe allemand de private equity. Il conseille notamment les fonds de private equity et les investisseurs dans le cadre de leurs opérations de fusion-acquisition, tant nationales que transfrontalières. tobias.schneider@cms-hs.com



Par **Ignacio Cerrato**, avocat en corporate/fusions & acquisitions de CMS Albiñana & Suarez de Lezo (Espagne). Il intervient dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition, tant à l'échelle nationale qu'internationale, et possède une vaste expertise en droit des sociétés et en droit commercial et contractuel, ainsi qu'en matière de marchés de capitaux.
ignacio.cerrato@cms-asl.com

Une année record pour l'Espagne : pourvu que ça dure !

Même les prévisions les plus optimistes ont été dépassées en Espagne. En 2017, le private equity y a battu tous les records d'investissement avec 4,96 milliards d'euros, soit près de 60 % de plus que l'année précédente. La faiblesse des taux d'intérêt, l'abondance des liquidités et l'afflux de fonds internationaux ont permis au secteur de surmonter pleinement la récession et d'intervenir sur des investissements de grande envergure.

Des levées de fonds plus efficaces et mieux utilisées

Les conditions de levées de fonds demeurent favorables, notamment en raison du soutien de l'État par le biais d'initiatives institutionnelles. Ainsi, ce sont les vendeurs qui ouvrent la voie, favorisés par la liquidité du marché et le professionnalisme des équipes de gestion des fonds ainsi que celui des équipes de management des cibles. En outre, l'appétit pour les investissements étrangers en Espagne contribue à ce dynamisme.

Le nombre d'investisseurs s'intéressant à des transactions affichant des valorisations en fonds propres comprises entre 50 et 450 millions d'euros est très important et la pression des investisseurs crée d'excellentes conditions de sortie.

Davantage de liquidités et une diversité d'alternatives : du financement bancaire mais pas seulement

L'élément clé du marché actuel est l'abondance de liquidités, tant du côté des banques que des investisseurs. La grande majorité des fonds espagnols a récemment attiré de nouvelles ressources d'investissement, les investisseurs européens et américains étant

plus présents en Espagne, ce qui s'est traduit par une augmentation du nombre d'offres d'acquisitions.

Des réserves sur les rendements potentiels

Compte tenu de la baisse actuelle de la rentabilité des actifs liquides et des faibles taux d'intérêt, le mystère reste de savoir si le versement de prix d'acquisition élevés et les leviers d'endettement importants pourraient avoir une incidence sur la performance de certains fonds qui ne seraient pas en mesure d'obtenir de bons rendements annuels. Ainsi, certains experts estiment que les espoirs de rendement des futures transactions devraient être revus à la baisse.

Tendances et défis futurs

Après la période historique d'investissement atteinte en 2017, le secteur du private equity en Espagne s'attend à une année 2018 toute aussi dynamique. À l'heure actuelle, le secteur semble en bonne santé sur la base des indices macroéconomiques, de la croissance du PIB (supérieure à 3 %) et des bons résultats affichés par les comptes des entreprises. L'un des objectifs à court terme doit être l'internationalisation des acteurs nationaux afin d'augmenter le

«La faiblesse des taux d'intérêt, l'abondance des liquidités et l'afflux de fonds internationaux ont permis au secteur de surmonter pleinement la récession et d'intervenir sur des investissements de grande envergure.»

nombre d'investisseurs espagnols capables de pénétrer d'autres marchés.

La principale préoccupation est l'incidence (à venir) de facteurs géopolitiques (tant intérieurs qu'extérieurs) qui peuvent entraver l'activité. Cependant, en principe, les perspectives pour 2018 restent extrêmement positives et permettent d'envisager une période fructueuse pour le private equity. Selon les prévisions, les

investissements resteront élevés, notamment en raison de l'augmentation des transactions significatives (supérieure à 100 millions d'euros), de la hausse du nombre de cessions et de la mobilisation de ressources supplémentaires. Après avoir surmonté la crise et s'être réinventé, le secteur a en effet connu, ces der-

nières années, une reprise spectaculaire grâce à la consolidation, la maturité et la création de richesses et d'emplois en Espagne. Cet apprentissage des difficultés et cette adaptation du secteur se sont traduits par une plus grande sophistication de l'industrie et de ses acteurs.

Pologne : l'attractivité toujours au rendez-vous ?

En 2017, le marché polonais des transactions a été marqué par une poursuite de la croissance : 3 % d'augmentation du nombre d'opérations de fusion-acquisition, avec toutefois une légère baisse en valeur par rapport aux records de l'année 2016. Sur le

long terme, les 10,6 milliards d'euros de transactions pour l'année 2017 peuvent être considérés comme le maintien d'une évolution à la hausse observée depuis 2014-2015. L'année 2017 affiche même de meilleures performances si l'on ajuste ces chiffres d'une transaction record intervenue cette année là – l'acquisition d'Allegro Group par Cinven, Permira Advisers LLP et de Mid Europa Partners LLP pour 2,96 milliards d'euros. Avec

une offre d'actifs intéressants, la Pologne et l'Europe centrale et orientale sont attrayantes pour les investisseurs, dont la France, avec 42 rachats en 2017 pour une valeur de 804 millions d'euros.

Les fonds de private equity ont ainsi été très actifs en Pologne, marché le plus large d'Europe centrale et orientale. En 2017, ces fonds ont été impliqués dans 64 transactions pour une valeur totale de 5,16 milliards de dollars, soit près de la moitié de celles annoncées en Pologne en termes de valeur. Il faut souligner

que 37 opérations constituaient des investissements, contre seulement 17 sorties de portefeuille, ce qui confirme l'attractivité du marché polonais pour les investisseurs du private equity. En 2017, 10 transactions entre fonds pour un total de 2 milliards d'euros ont été

observées, la plus significative ayant concerné le rachat de Zabka appartenant à Mid Europa Partners par CVC Capital Partners pour 1 milliard d'euros. Avec du recul, les transactions conclues l'an passé entre fonds ont fait partie des plus grosses opérations de M&A sur le marché polonais, ce qui est relativement nouveau. La participation de fonds internationaux aux récentes transactions importantes confirme que les cibles d'Europe centrale ont

un fort potentiel d'attractivité pour autant qu'elles atteignent une certaine taille, *i.e.* plus de 500 millions d'euros.

Il est à souhaiter que le niveau d'activité des transactions observé en 2017 se poursuivra au cours des mois à venir, même si certaines acquisitions envisagées en 2016 ont été repoussées jusqu'en 2017, date à laquelle les investisseurs attendaient de voir comment la situation économique et politique se développerait en Pologne. Dans les prochains mois, nous anticipons que les fonds de private equity

«Le facteur déterminant du marché polonais sera certainement la question de plus en plus importante de la transmission de nombreuses entreprises familiales [...] qui constituent un groupe d'actifs attrayants pour les fonds.»



Par **Marek Sawicki**, avocat associé, responsable des départements marchés de capitaux et corporate/fusions & acquisitions de CMS Cameron McKenna Nabarro Olswang en Pologne. Il intervient depuis plus de dix ans, auprès d'entités institutionnelles et d'entreprises privées, dans le cadre de leurs opérations de fusion-acquisition, de private equity et de capital-risque, y compris dans le secteur des *lifesciences*.
marek.sawicki@cms-cmno.com

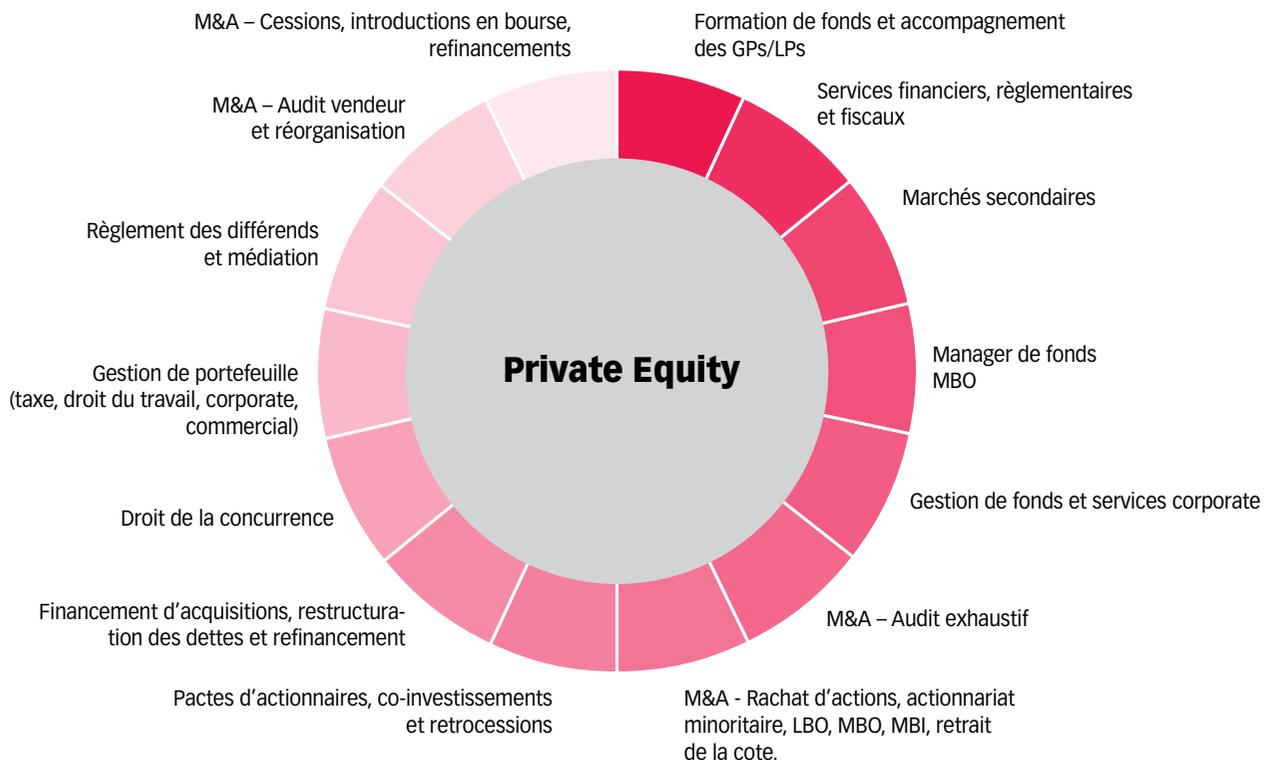
seront principalement actifs sur le segment de marché intermédiaire, à savoir entre 50 et 200 millions d'euros en raison d'une offre de cibles intéressantes, d'une concurrence moindre pour ces actifs et, par conséquent, de valorisations relativement attractives. Le facteur déterminant du marché polonais sera certainement la question de plus en plus importante de la transmission de nombreuses entreprises familiales établies au moment du changement politique en 1989, qui constituent un groupe

d'actifs attrayants pour les fonds.

À longue échéance la situation du marché transactionnel polonais dépendra également de la situation politique et de la stabilisation de l'environnement juridique et fiscal. En ce qui concerne l'avenir du private equity en Pologne, rappelons que la part moyenne des investissements des fonds de private equity par rapport au PIB est presque deux fois plus élevée en Europe qu'en Pologne, ce qui est révélateur d'un fort potentiel de croissance. ■

L'activité de private equity au sein de CMS

- Un practice group comprenant plus de 1 000 avocats en corporate/fusions & acquisitions
- Une offre globale en private equity proposant un guichet unique pour :



A propos de CMS

Fondé en 1999, CMS est le 3^e réseau de cabinets d'avocats le plus important au monde en nombre d'implantations. Disposant de plus de 74 bureaux répartis dans 42 pays et employant plus de 4 500 avocats, CMS possède un savoir-faire de longue date en matière de conseil au sein de ses juridictions locales et au-delà des frontières. CMS intervient pour de nombreuses entreprises des classements Fortune 500 et FT European 500 ainsi que pour la plupart des sociétés du DAX 30.

CMS a obtenu les prix Mergermarket *European Private Equity Legal Adviser of the Year* et *France M&A Legal Adviser of the Year* pour l'année de 2017.

Résultats de la 10^e étude CMS sur les fusions-acquisitions en Europe

CMS a publié la dixième édition de son étude annuelle sur les fusions-acquisitions en Europe, qui analyse plus de 3 650 de ses transactions de M&A non cotées et dresse une comparaison entre les affaires menées par CMS en 2017 par rapport à celles de la période 2010-2016. Le marché du M&A est resté en ébullition durant toute l'année 2017. Cette tendance a perduré dans un climat d'incertitude politique (notamment due aux élections françaises, allemandes, anglaises et hollandaises). Portée par de solides indicateurs économiques européens, la valeur des transactions a grimpé à 929,3 milliards de dollars, soit une augmentation de 14 % par rapport à 2016. Les changements structurels nés à la fois de la politique «America First» du président Trump et du Brexit, ainsi que de la forte performance de la zone euro ont continué à attirer les investisseurs étrangers, particulièrement en provenance des États-Unis et d'Asie. Les données des opérations pour 2018 suggèrent que le niveau d'activité poursuit la course entamée en 2017, indiquant une année prospère pour le M&A.

Selon l'étude, l'allocation des risques a été modifiée en 2017 par rapport à 2016. La position des vendeurs en 2017 s'est renforcée grâce à l'augmentation des transactions en *locked box*, à l'utilisation de mécanismes d'assurance de garantie de passif et à la diminution des plafonds de responsabilité.

Essor du recours aux assurances de garantie de passif

Le panorama des transactions en 2017 a ouvert la voie à l'essor des assurances de garantie de passif, se traduisant par un record décennal. Au total, ce sont 14 % des transactions européennes qui ont eu recours aux assurances de garantie de passif en 2017, comparé à 9 % en 2016. Ce constat était particulièrement marqué pour les opérations d'une valeur supérieure à 100 millions d'euros. L'étude révèle que l'augmentation du recours aux

assurances de garantie de passif a historiquement été portée par l'activité du private equity, avec un accroissement régulier dans le cadre des grosses transactions de rachat.

Accroissement de l'utilisation du mécanisme de *locked box*

L'usage de *locked box* a continué d'augmenter, les données révélant que cette structure était présente dans 25 % des transactions en Europe pour l'année 2017, comparé à 23 % en 2016. L'étude met en évidence un lien proportionnel entre la valeur d'une transaction et l'utilisation d'une *locked box* dans les transactions dépourvues de mécanisme d'ajustement de prix. Le plus haut pourcentage d'utilisation de *locked box* se retrouve dans les transactions de plus de 100 millions d'euros dépourvues de mécanisme d'ajustement de prix (88 %). Comparativement, une *locked box* était utilisée dans seulement 39 % des transactions d'une valeur inférieure à 25 millions d'euros sans clause d'ajustement de prix.

Une diminution du plafond de la garantie

Les plafonds de responsabilité, qui semblaient s'être stabilisés en 2016, ont décliné. 60 % des transactions de 2017 présentent un plafond de la garantie inférieur à la moitié du prix d'acquisition. L'usage de plafonds de la garantie inférieur à 10 % du prix d'acquisition est quant à lui passé de 14 % des transactions en 2016 à 21 % en 2017 et ces plafonds ont particulièrement été présents dans les transactions d'une valeur de plus de 100 millions d'euros. Cela démontre un renforcement du pouvoir de négociation des vendeurs. C'est la recrudescence de l'utilisation de l'assurance de garantie de passif qui explique cette diminution des plafonds de responsabilité puisque l'acquéreur peut renforcer sa protection vis-à-vis des garanties par le biais d'une couverture achetée auprès d'un assureur au-delà du plafond accepté par le vendeur. ■

«La position des vendeurs en 2017 s'est renforcée grâce à l'augmentation des transactions en *locked box*, à l'utilisation de mécanismes d'assurance de garantie de passif et à la diminution des plafonds de responsabilité.»



Par **Jean-Robert Bousquet**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions. Il traite des opérations de fusion-acquisition, particulièrement de nature internationale et/ou impliquant des opérateurs de private equity. jean-robert.bousquet@cms-fl.com



et **Alexandra Rohmert**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions. Elle accompagne les entreprises, essentiellement étrangères, dans leurs projets internationaux et plus particulièrement dans le cadre de fusions-acquisitions cross-border. alexandra.rohmert@cms-fl.com

Méthodologie de l'étude

CMS a analysé plus de 3 650 transactions, dont 438 opérations CMS en 2017 et 2 488 opérations sur la période 2010-2016. Pour faciliter la comparaison, les données ont été séparées en quatre régions européennes : le Benelux, l'Europe centrale et orientale, les pays germanophones et le sud de l'Europe. La France et le Royaume-Uni sont étudiés dans des catégories spécifiques.

En savoir plus : www.cms.law/int/M-A-Study-2018

Vers une réforme du droit français des concentrations ?



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



et **Dr. Harald Kahlenberg**, avocat associé de CMS Hasche Sigle (Allemagne) et responsable du groupe concurrence et droit européen de CMS. Il assiste et conseille les entreprises dans leurs opérations, tant au niveau national qu'européen et mondial, notamment en matière de concurrence, de procédures de contrôle des concentrations et des fusions, de structuration de joint-ventures, de coopération commerciale et de distribution. harald.kahlenberg@cms-hs.com

L Autorité de la concurrence (ADLC) a lancé en octobre 2017 une vaste consultation publique relative à une possible modernisation du droit français des concentrations. Scindée en trois parties, cette consultation avait pour vocation de recueillir l'avis des opérateurs économiques sur l'opportunité de l'instauration d'un nouveau seuil de contrôle des opérations, sur de nouvelles mesures de simplification des procédures, et enfin sur le rôle et le travail des mandataires. Nous avons choisi ici de nous arrêter sur l'hypothèse d'un nouveau cas de contrôle des concentrations. La réflexion est présentée comme un point d'étape du droit français depuis notamment l'instauration d'un contrôle obligatoire sur la base de critères de seuls chiffres d'affaires par la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 et au regard d'autres modèles existant dans d'autres pays. Sont ainsi abordés les régimes allemand, espagnol (comportant toujours un critère de parts de marché), anglais (contrôle *ex post*) et suédois (contrôle préalable mais pouvant devenir *ex post* en cas

de préoccupations substantielles de concurrence). Si la consultation publique précise que plus de 96 % des opérations ont été autorisées sans engagement sur la période 2013-2016, la réflexion est en réalité principalement liée à quelques opérations, peu nombreuses mais considérées par l'ADLC comme pouvant poser des problèmes de concurrence et échappant au contrôle en raison des seuils actuels ; ce serait en particulier le cas dans certains secteurs innovants avec des chiffres d'affaires faibles mais pour lesquels les montants de transaction peuvent être élevés, comme celui de l'économie digitale. Plusieurs voies d'évolution sont avancées, de façon non exhaustive, dans la consultation comme :
- le retour à un seuil en parts de marché, en dépit de son insécurité pour les entreprises car il implique des définitions précises et stables des marchés ;
- un système ajoutant une possibilité de contrôle *ex post* par l'ADLC, tout aussi incertain pour les entreprises ;

«Il est proposé de s'inspirer du droit allemand ayant instauré en juin 2017 un nouveau seuil de contrôle des concentrations fondé notamment sur la valeur de la transaction.»

- voire même la référence à une jurisprudence européenne antérieure au contrôle européen des concentrations selon laquelle le renforcement d'une position dominante pourrait être un abus de position dominante, alors même que depuis des textes ont été instaurés pour le contrôle des concentrations selon des seuils étudiés pour appréhender les opérations, en particulier celles significatives. On relèvera surtout qu'il est proposé de s'inspirer du droit allemand ayant instauré en juin 2017 un nouveau seuil de contrôle des concentrations fondé notamment sur la valeur de la transaction. Ainsi, le droit allemand prévoit qu'une opération est notifiable dès lors que les parties ont un chiffre d'affaires mondial combiné de plus de 500 millions d'euros, qu'au moins une entreprise a un chiffre

d'affaires en Allemagne supérieur à 25 millions d'euros et qu'au moins une autre a un chiffre d'affaires allemand excédant 5 millions d'euros. La dernière évolution entrée en vigueur en juin 2017 conduit à ajouter à cette règle un cas de notification obligatoire même si le critère de la deuxième entreprise ayant un chiffre d'affaires allemand supé-

rieur à 5 millions d'euros n'est pas rempli, dès lors que la valeur de «la contrepartie de la transaction» dépasse 400 millions d'euros et que la cible acquise a une activité significative en Allemagne. L'appréciation des notions de valeur de la contrepartie de la transaction et du caractère significatif de l'activité de la cible en Allemagne peut donner lieu à interprétations, sources d'une certaine insécurité pour les entreprises, même si des lignes directrices de l'Autorité allemande de la concurrence devraient apporter d'utiles précisions. Toutes les options d'évolution sont possibles pour le droit français, y compris le statut quo. Si toutefois ils devaient s'inspirer du droit allemand, espérons que les Pouvoirs publics français attendront de voir la pratique allemande concernant les opérations soumises à ce nouveau seuil compte tenu des questions d'interprétation évoquées précédemment. ■

2018 : l'année de la redynamisation des fonds chinois à l'international ?

Depuis l'arrêt factuel de toute approbation des investissements chinois à l'étranger imposée par l'Etat chinois en décembre 2016, le contrôle gouvernemental s'est progressivement assoupli. Le contexte est propice : les réserves en devises de l'Etat chinois ont augmenté en 2017 et le RMB (yuan ou renminbi) s'est revalorisé. Si l'activité des fonds d'investissement chinois à l'étranger demeure limitée et strictement réglementée, certains signes annoncent la reprise des opérations d'acquisition à l'étranger par des fonds chinois, pour des acquisitions en adéquation avec la stratégie de développement industriel de la Chine.

Le principe : un cadre réglementé

Avant décembre 2016, la Chine a connu une hémorragie de fonds chinois transférés à l'étranger, pour diverses raisons et hors du contrôle de l'administration chinoise. L'objectif principal de la nouvelle série de réglementations, promulguées depuis le second semestre 2017, a donc été d'assurer que les investissements chinois à l'étranger, y compris ceux réalisés par des fonds d'investissement, n'échappent plus au contrôle des autorités chinoises. D'autres réglementations récentes ont même exigé que les acquisitions réalisées par des structures étrangères, effectivement contrôlées par des ressortissants chinois, soient aussi soumises à l'approbation du gouvernement chinois.

En réinstaurant un cadre juridique au contrôle des investissements à l'étranger, le Gouvernement a signalé sa volonté de les promouvoir. Le contrôle administratif demeure, en principe, une simple procédure déclaratoire et tout refus doit être motivé par une raison grave¹. Par contre, l'obligation d'information de l'investisseur a été élargie et renforcée, et porte sur toute la chaîne financière, et cela jusqu'au bénéficiaire définitif. Certains types d'investissement seront particu-

lièrement promus et d'autres seront fortement découragés. Si les listes définitives ne sont pas encore connues, certains éléments communiqués par les administrations chinoises donnent une première idée des industries qui seront favorisées. Ainsi, l'Etat chinois a établi en mai 2017, une liste des investissements dits «sensibles» et donc déconseillés, celle-ci est même devenue classique et a été renforcée par une réglementation de janvier 2018. Outre, les secteurs sensibles², la création de fonds d'investissement directement à l'étranger reste clairement à «décourager» pour l'Etat chinois.

Les assouplissements prévisibles pour les fonds

Les projets d'investissement par les fonds chinois ont été spécifiquement visés par les réglementations chinoises récentes. Ainsi, dans une réglementation en date du 1^{er} mars 2018, la *National*

Development and Reform Commission a prévu les détails de l'obligation d'information d'un fonds chinois ayant la forme d'une société équivalente à la «société en commandite par actions», dans le cadre d'une acquisition *outbound*. Cette mention est un élément positif, étant donné que dans la pratique chinoise, l'absence de règles signifie non pas l'autorisation, mais bien plus souvent l'interdiction³.

Par ailleurs, nous remarquons que l'octroi de licences aux *Qualified*

*Domestic Limited Partners*⁴ a repris en Chine. Cela signale également l'assouplissement des contrôles chinois quant à la sortie de fonds vers l'étranger. Au vu de cette évolution réglementaire en Chine, nous estimons que les fonds d'investissement chinois joueront un rôle plus important sur le marché international. Ils devraient se comporter surtout comme des investisseurs financiers stratégiques et se focaliser sur les projets susceptibles d'apporter des synergies économiques aux cibles d'acquisition⁵. ■



Par **Xinyu Hu**, avocat conseil en corporate/fusions & acquisitions et responsable du China desk. Il accompagne les entreprises et les investisseurs chinois dans leurs opérations transactionnelles vers la France et l'Europe, mais également les investisseurs français vers la Chine. xinyu.hu@cms-fl.com



et **Hugo Winckler**, avocat en corporate/fusions & acquisitions et membre du China desk. Il conseille et assiste les investisseurs chinois dans leurs opérations transactionnelles vers la France, mais également les investisseurs français vers la Chine. hugo.winckler@cms-fl.com

1. Telle que la violation de la loi ou l'atteinte à la sécurité de l'Etat.
2. Le domaine des loisirs, les clubs sportifs, l'immobilier, l'hôtellerie et les médias.
3. Par exemple, l'investissement à l'étranger directement par des individus.
4. Filiales chinoises, de fonds d'investissement et de banques d'affaires étrangers, autorisées à lever des fonds en Chine pour les investir sur les marchés financiers à l'étranger.
5. Recherche et développement complémentaire, croissance envisagée sur le marché chinois.

SAS : les membres du comité de surveillance aussi peuvent être responsables

L'organe de surveillance créé par les statuts d'une société par actions simplifiée (SAS) participe de la direction de la société et ses membres, comme tous dirigeants, sont susceptibles d'être personnellement responsables vis-à-vis des tiers de leurs fautes séparables de leurs fonctions.



Par **Virginie Corbet-Picard**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Elle intervient pour le compte d'industriels, de fonds d'investissement et de managers dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition et de private equity, ainsi que dans le cadre de réorganisations de groupes. virginie.corbet-picard@cms-fl.com

La lecture de deux arrêts de la chambre commerciale de la Cour de cassation rendus à propos d'une même affaire (Cass. com., 20 décembre 2017, n° 16-16.015 et Cass. com., 4 novembre 2014, n° 13-20.158) apporte un éclairage intéressant sur la responsabilité des membres d'un comité de surveillance de SAS. Les faits dont avaient eu à connaître les juges dans cette affaire concernaient une SAS comportant un organe *sui generis* de contrôle dénommé «comité de surveillance». Comme dans la plupart des SAS réunissant des associés managers et des associés investisseurs, ce comité avait non seulement un pouvoir de contrôle *a posteriori* mais il était, également, chargé d'autoriser certaines décisions des dirigeants. Lors de la révocation du président de la SAS, la société avait conclu avec l'intéressé un protocole prévoyant le versement échelonné d'une indemnité de 160 000 euros en contrepartie de la renonciation de l'ex-président à toute contestation de sa révocation. Après paiement de deux échéances, le nouveau président avait informé l'ancien dirigeant de sa décision de «mettre en œuvre une politique drastique de sauvegarde de la trésorerie» et de placer les sommes qui restaient dues à l'intéressé en «compte courant d'associé». La SAS ayant ensuite été mise en liquidation judiciaire, l'ancien président avait déclaré le solde de sa créance et assigné en dommages-intérêts deux membres du comité de surveillance. Le demandeur soutenait qu'ils avaient commis une faute en laissant le président suspendre l'exécution du protocole. Dans son arrêt du 4 novembre 2014, la Cour censure, au visa des articles L.227-5 et L.227-8 du Code de commerce, l'arrêt de la Cour d'appel (CA Paris, 23 mai 2013, n° 12/08766) qui avait refusé la qualification de faute détachable

des fonctions en relevant que le demandeur «[avait parlé] de faute de négligence, notion qui s'accorde mal avec la notion de faute détachable des fonctions». Elle reproche aux juges du fond d'avoir retenu des motifs «impropres à établir (...) que la faute imputée aux membres du comité de surveillance ne revêtait pas les caractères d'une faute séparable de leurs fonctions».

En renvoyant à l'article L.227-5 du Code de commerce, la Cour sous-entend qu'un comité de surveillance de SAS participe de la direction de la société. Par suite, la qualification de faute détachable et la responsabilité y attachée des membres de cet organe ne pouvaient pas être écartées *a priori* par la Cour d'appel. L'arrêt du 20 décembre 2017 ne remet pas en cause cette solution mais

«En renvoyant à l'article L.227-5 du Code de commerce, la Cour sous-entend qu'un comité de surveillance de SAS participe de la direction de la société.»

approuve la Cour d'appel ayant estimé que la preuve d'une faute séparable n'était pas rapportée : les juges ont retenu à juste titre que «*quand bien même le comité de surveillance aurait par son abstention facilité l'exécution d'une décision fautive du président de la société, M. X ne démontre pas la particulière gravité de la faute imputée aux membres du comité de surveillance au regard des enjeux économiques et financiers qui étaient ceux de la société à la même période et qui mobilisaient toute l'attention des membres du comité*» (CA Paris, 23 février 2016, n° 14/24308).

Bien que ces arrêts soient finalement favorables aux mis en cause, il en ressort qu'être simple membre d'un comité de surveillance de SAS n'exempte pas de toute responsabilité à l'égard des tiers. Si, notamment par sa gravité et son caractère intentionnel, la faute de surveillance répond aux critères de la faute détachable, la responsabilité des membres du comité peut être engagée. ■

Retour sur le statu quo de la Cour de cassation sur la non-transmission d'un «passif pénal» lors d'une fusion

Appiquant une jurisprudence constante, la Cour de cassation a réaffirmé dans un arrêt du 25 octobre 2016¹ que des poursuites pénales ne pouvaient être engagées à l'encontre de la société absorbante pour des faits commis par la société absorbée. La Cour applique strictement le principe de la personnalité des peines garanti par l'article 121-1 du Code pénal («*nul n'est responsable de son propre fait*») et en tire les conséquences suivantes : la responsabilité pénale étant attachée à la personne, la disparition de la société absorbée entraîne l'extinction de sa responsabilité pénale par le simple effet de la fusion. Étant éteinte au jour de la fusion, cette responsabilité ne peut être transmise à la société absorbante contrairement aux autres passifs qui eux subsistent et sont transmissibles².

La Cour réaffirme avec insistance l'autonomie du droit pénal alors que le contexte prétorien est pourtant favorable à une évolution. Celle-ci a débuté par des décisions relatives à la transmission des sanctions pécuniaires émanant de l'Autorité des marchés financiers³ ainsi que de l'Autorité de la concurrence⁴. En droit de la concurrence, cette transmission est plus ancienne mais elle trouve son fondement dans le fait que c'est la notion d'entreprise qui est prise en considération. Puis, par une décision du 5 mars 2015⁵, la Cour de justice de l'Union européenne a jugé qu'une fusion entraînait la transmission à la société absorbante de l'obligation de payer une amende infligée pour des infractions au droit du travail commises par la société absorbée avant ladite fusion. Par ailleurs, le Conseil constitutionnel, dans le cadre d'une question prioritaire de constitutionnalité⁶, a également décidé, mais en dehors du droit pénal, que le prononcé d'une sanction pécuniaire à l'encontre d'une société

absorbante en raison d'infractions commises par l'absorbée était conforme à la Constitution. Malgré ces vents nouveaux, la Cour de cassation maintient son statu quo.

Cependant, si le raisonnement de la Cour nous semble indiscutable s'agissant de personnes physiques, son application aux personnes morales nous semble plus contestable. L'interprétation à la lettre dudit article 121-1 par la Cour semble ne pas tenir compte du fait que la personne morale n'est qu'une fiction juridique. De ce fait, sa responsabilité ne peut être enga-

«La responsabilité pénale étant attachée à la personne, la disparition de la société absorbée entraîne l'extinction de sa responsabilité pénale par le simple effet de la fusion.»

gée qu'en raison de l'action de ses représentants. Dès lors, ne pourrait-on pas considérer que la société absorbée ne disparaît pas, mais qu'elle poursuit sa personnalité juridique sous une autre forme ? La résistance de la Cour pose nécessairement la question de l'évolution de

certaines textes du Code pénal afin que ceux-ci s'adaptent encore un peu plus aux personnes morales !

Une nouvelle approche permettrait de concilier la rigueur des textes avec une réalité économique bien différente et d'éviter qu'une fusion ne constitue un moyen pour une société d'échapper aux conséquences des infractions qu'elle aurait commises⁷.

Le rôle de la Chambre criminelle n'étant pas d'interpréter les dispositions du Code pénal afin de se prémunir contre une éventuelle fraude des sociétés, une intervention du législateur pourrait donc être souhaitable sur cette question. ■



Par **Alexandre Delhay**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions. Il intervient pour le compte d'industriels, de fonds d'investissement et de managers, ainsi que dans le cadre de réorganisations de groupes.
alexandre.delhay@cms-fl.com

1. 16-80.366.

2. À noter toutefois la réserve de la Chambre commerciale dans l'hypothèse où une fusion serait décidée dans l'unique but d'éviter toute poursuite pénale à l'encontre de la société absorbée.

3. CE, 30 mai 2007, n° 293423, sté Tradition securities and futures.

4. Cass. com., 28 févr. 2006, n° 05-12.138.

5. Aff. 343/13.

6. Cons. const., déc. QPC n° 2016-542, 18 mai 2016.

8. CJUE, préc., consid. 33.

Management packages et PEA : le comité de l'abus de droit fiscal reprend la main



Par **Philippe Gosset**, avocat 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 **Floriane Dienger**, avocat en fiscalité. Elle intervient essentiellement en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés, des actionnaires et des dirigeants. floriane.dienger@cms-fl.com

Les affaires de *management packages* ne cessent de fleurir dans le paysage juridique français.

Après un arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles rendu en matière fiscale¹, puis une décision retentissante prise par la cour d'appel de Paris en matière sociale², c'est au tour du Comité de l'abus de droit fiscal (CADF) de préciser sa doctrine. Le groupe Webhelp, véritable *success story* à la française, avait fait l'objet d'un LBO³ en 2007 au cours duquel un fonds avait investi de manière minoritaire au côté des deux fondateurs du groupe et de plusieurs cadres opérationnels.

Plusieurs catégories de titres avaient été émises à cette occasion par la holding de reprise :

– des titres de capital (actions ordinaires, actions de préférence et ABSA⁴) avaient été souscrits à la fois, d'une part, par le fonds

et, d'autre part, par les managers, fondateurs et cadres, au travers de leur plan d'épargne en actions (PEA) ;

– des obligations convertibles en actions (OCA) avaient par ailleurs été souscrites par le fonds et présentaient la particularité de n'être convertibles que si, en cas de cession, le taux de rentabilité interne réalisé par le fonds restait inférieur à 18 % et le multiple inférieur à 2.

Ce mécanisme financier, dit de *reverse ratchet*, avait donc pour effet de diluer les actionnaires managers au profit du fonds, via la conversion des OCA, si les objectifs de valorisation financière du groupe n'étaient pas atteints à la sortie.

La cession du groupe a finalement eu lieu en 2011. Les objectifs ayant été atteints, le fonds d'investissement est sorti sans que les OCA ne soient converties. Les managers ont également cédé et/ou apporté leurs titres et ont, ce faisant, réalisé des plus-values qui ont été exonérées dans le cadre de leur PEA. C'est cette exonération qu'avait contestée l'administration fiscale. Cette dernière a considéré que le mécanisme de *ratchet* avait pour seul objectif de dissimuler un «dispositif d'intéressement» et a ainsi requalifié la partie du gain générée par la non-conversion des OCA en un salaire taxable au taux plein.

L'Administration a néanmoins été déboutée par le CADF. Le Comité a tout d'abord relevé que les managers étaient à l'origine de cette structure financière et de l'entrée du fonds dans le groupe. Il a également constaté que leur investissement représentait une part substantielle de leur patrimoine s'agissant des fondateurs, et de leurs revenus s'agissant des cadres. Il a dès lors estimé que les managers avaient encouru un risque en tant qu'investisseurs et n'avaient pas agi en tant que salariés.

Ces avis du CADF, favorables aux contribuables, sont intéressants à plusieurs titres.

Tout d'abord, le CADF réitère sa doctrine selon laquelle des managers peuvent tout à fait co-investir dans le groupe qui les emploie sans que cet investissement soit considéré comme un vecteur d'inté-

ressement salarial. L'investissement en PEA, pour autant qu'il soit techniquement éligible⁵, n'est alors pas considéré comme abusif si le manager prend un véritable «risque encouru en tant qu'investisseur», risque qui s'apprécie au regard des critères – factuels – de l'investissement réalisé.

Ces avis ont par ailleurs été rendus, pour la première fois à notre connaissance, dans le cadre d'un mécanisme de *reverse ratchet*, organisé via des OCA, qui est une structuration financière assez répandue dans ce type d'opérations de capital-investissement. Enfin, l'administration fiscale a choisi de se ranger aux avis du CADF. La prudence demeure malgré tout de mise : nous comprenons en effet que la décision de l'Administration a été prise «*compte tenu des circonstances d'espèce*» et notamment du fait que le groupe était contrôlé par les fondateurs et managers, qui détenaient environ 70 % du capital. Dans ces circonstances, refuser aux managers la qualité d'actionnaire et les conséquences favorables de son régime fiscal peut en effet sembler être une position bien délicate à défendre... ■

«Le CADF réitère sa doctrine selon laquelle les managers peuvent tout à fait co-investir dans le groupe qui les emploie sans que cet investissement soit considéré comme un vecteur d'intéressement salarial.»

1. CAA Versailles, 26 janv. 2017, n° 14VE02824, min. c/ Lefevre.

2. CA Paris, 6 juill. 2017, n° 14/02741, Lucien Barriere.

3. Leverage buy-out.

4. Actions à bons de souscription d'actions.

5. Il n'est plus possible, depuis 2014, d'inscrire en PEA des actions de préférence.

Actionnaires activistes ou actionnaires actifs ?

Longtemps regardé comme un phénomène anglo-saxon, l'activisme actionnarial s'est progressivement développé partout en Europe et notamment en France. Il s'agit de fonds spéculatifs (*hedge funds*) qui, par une prise de participation dans une société, exercent une certaine influence : infléchir la stratégie, restructurer l'entreprise par voie de cession d'actifs, modifier la gouvernance (en demandant souvent un siège au conseil), revoir la politique de distribution de dividendes, contester les termes d'une opération de fusion ou d'acquisition, etc.

On dénombre aujourd'hui une douzaine de grands fonds activistes particulièrement présents en Europe (Guy Wiser-Pratte, The Children Investment Fund, Elliott, Centaurus, Parus, etc.) qui prennent des participations dans les sociétés avant de réclamer des changements de management, de stratégie ou d'allocation d'actifs.

En parallèle, on constate un nombre croissant d'actionnaires qui, sans être nécessairement activistes, sont dits actifs, car soucieux d'exercer leurs droits.

Il est vrai qu'en France, les actionnaires disposent d'un double droit à l'information : de manière permanente et surtout préalablement à toute assemblée générale afin de disposer de l'ensemble des éléments utiles pour exercer au mieux leurs prérogatives.

Au-delà de ce droit à l'information, les actionnaires peuvent également se faire entendre lors des assemblées générales. Ainsi, tout actionnaire, quelle que soit la fraction du capital qu'il détient, peut préalablement à sa tenue ou lors de l'assemblée générale questionner le conseil. Il peut s'agir de questions écrites auxquelles la société répondra pendant l'assemblée ou préalablement en faisant figurer la réponse sur son site Internet dans une rubrique dédiée. Mais l'actionnaire peut également choisir d'interpeller le management ou le conseil pendant la séance des «questions-réponses» de l'assemblée générale où la déten-

tion d'une seule action est suffisante pour qu'il puisse poser toutes les questions qu'il souhaite. De plus, lorsque l'actionnaire détient un pourcentage minimal (5 % pour les sociétés dont le capital est supérieur à 750 000 euros mais seulement 0,5 % pour les sociétés dont le capital est supérieur à 15 millions d'euros) il peut déposer un point ou un projet de résolution.

Ces actionnaires «actifs» ont conduit les sociétés à engager un véritable dialogue avec leurs principaux actionnaires tout au long de l'année sans se limiter aux quelques semaines précédant l'assemblée générale. Ainsi, depuis quelques années toutes les résolutions proposées par les sociétés ne sont plus systématiquement adoptées ou parfois avec des résultats particulièrement faibles.

En effet, les actionnaires se prononcent de plus en plus en assemblée et n'hésitent pas à contester et à s'opposer à certaines résolutions, y compris

celles concernant la nomination de certains administrateurs. Ceci dans un contexte où leurs prérogatives s'accroissent, notamment avec l'introduction en France ces dernières années du vote sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux : le *Say on Pay*. Tout d'abord consultatif, en 2018 celui-ci sera doublement contraignant : vote *ex ante* sur la politique de

rémunération puis vote *ex post* sur la rémunération versée au titre de l'exercice précédent. Les rémunérations variables et exceptionnelles ne pourront d'ailleurs être versées aux dirigeants qu'après avoir été approuvées en assemblée générale.

Face à ces actionnaires actifs et attentifs, outre la nécessité d'une réflexion continue autour de la gouvernance de la société et de l'optimisation de ses performances, il appartient donc aux sociétés cotées d'anticiper les éventuelles actions activistes en entretenant une discussion ouverte avec leurs actionnaires minoritaires comme avec les agences de conseils en vote dont l'influence ne doit pas être sous-estimée. ■



Par **Véronique Bruneau-Bayard**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Elle intervient plus particulièrement sur les sujets d'information réglementée (document de référence, rapport de gestion, avis de convocation, etc.), de gouvernance (organisation et structuration de la gouvernance des sociétés), d'éthique et de compliance (notamment dans la mise en œuvre des obligations découlant de la loi Sapin II du 9 décembre 2016).
veronique.bruneau-bayard@cms-fl.com



et **Louis-Nicolas Ricard**, *Professional Support Lawyer* en corporate/fusions & acquisitions.
louis-nicolas.ricard@cms-fl.com

Durée des pactes d'actionnaires : gare au risque de résiliation



Par **Thomas Hains**, avocat counsel en corporate/fusions & acquisitions. Il assiste des industriels, des fonds d'investissement et des managers dans le cadre de tous types d'opérations de fusion-acquisition, de joint-venture et de private equity, tant nationales qu'internationales. thomas.hains@cms-fl.com

La stipulation dans un pacte d'actionnaires d'un terme extinctif implicite ne suffit pas en tant que tel à conférer à celui-ci une durée déterminée.

Les contrats conclus pour une durée indéterminée peuvent être résiliés à tout moment par chacune des parties, sous réserve que soit respecté le délai de préavis contractuellement prévu ou, à défaut, un délai raisonnable (article 1211 du Code civil).

Une partie à un pacte d'actionnaires en a fait l'amer découverte (Cour de cassation, chambre commerciale 20/9/2017, n° 16-22099).

Le capital d'une société de gestion était détenu à hauteur de 25 % par la société CFL dont Monsieur X était actionnaire majoritaire et président. Un accord relatif aux conditions de sortie de la société CFL et de Monsieur X du capital de la société de gestion avait été conclu en 2000. Il y était convenu que la société CFL bénéficierait pour l'avenir des mêmes conditions d'investissement que celles dont bénéficiait la société de gestion dans les fonds qu'elle gérait «pour autant que la famille X conserve directement ou indirectement le contrôle de la société CFL et que Monsieur X en soit personnellement actionnaire».

La société de gestion a mis fin à l'accord susvisé moins d'un an après sa conclusion, en considérant que celui-ci était résiliable à tout moment puisqu'il avait été conclu pour une durée indéterminée. La société CFL avait alors soutenu que le fait que l'avantage ait été accordé, pour autant que Monsieur X soit personnellement actionnaire de la société, était constitutif d'un terme extinctif implicite dudit avantage et que l'accord concerné ne pouvait donc pas être considéré comme conclu pour une durée indéterminée.

La Cour de cassation a rejeté cette argumentation et a validé la position de la société de gestion en confirmant expressément que l'engagement pris par celle-ci était à durée indéterminée et que sa résiliation était dès lors valide.

Ce nouvel arrêt de la Haute juridiction vient rappeler d'une manière particulièrement explicite l'importance qu'il convient d'accorder à la rédaction des clauses de durée dans les pactes d'actionnaires. ■

C/M/S/ Francis Lefebvre

Avocats

2 rue Ancelle 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex
Tél. 01 47 38 55 00
cms.law/fl

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

 twitter.com/cms_fl

Retrouvez toutes les informations relatives à notre activité en Private Equity :



Supplément du numéro 1455 du Lundi 26 mars 2018

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 : France - Taux de fibres recyclées : 100 % - Certification FSC Recycled.

Impact sur l'eau : Ptot : 0,008 kg/tonne

N° commission paritaire : 0922 T 83896



PEFC™ 10-31-1523 / Certifié PEFC / Ce produit est issu de forêts gérées durablement et de sources contrôlées. / pefc-france.org