

LA LETTRE

Lundi 27 juin 2011

DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

AU SOMMAIRE

Dossier

Les clauses de non-concurrence

- Les clauses de non-concurrence dans le champ du contrôle des concentrations p2
- Droit au licenciement en cas de cession de contrôle : licéité de la clause p3
- Salarié et pacte d'actionnaires : attention danger ! p4
- Les clauses de non-concurrence non rémunérées sont-elles condamnées ? p5

Actualités

- Les nouveaux principes en matière de rémunération à l'épreuve de la réalité p6
- Déduction des frais d'acquisition des LBO : première jurisprudence favorable p7
- Etude : CMS publie son troisième rapport annuel sur les fusions-acquisitions en Europe p8
- Titres, sicav, carried et PEA : faut-il craindre l'exit tax ? p10
- De la «double peine» en cas de recours à une «double LuxCo» ? p11

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

Supplément du numéro 1131
du 27 juin 2011

EDITORIAL

Clauses de non-concurrence : le conflit de principes

Le régime juridique des clauses de non-concurrence a été construit par les juges qui ont dû arbitrer entre des principes très forts, mais qui s'opposent inexorablement. L'existence de ces clauses est justifiée par la nécessaire protection de l'entreprise : celle-ci a le droit de se protéger contre les agissements concurrentiels qui pourraient être le fait d'anciens salariés, d'anciens dirigeants, d'anciens propriétaires. Ignorer ce droit de protection serait profondément irresponsable. La jurisprudence parle volontiers des intérêts légitimes de l'entreprise. Cette considération a conduit parfois le législateur et souvent les juges à valider les diverses clauses de non-concurrence. Mais on voit bien ainsi la force des principes que ces clauses vont mettre à l'épreuve. Pour les salariés, c'est la liberté du travail, droit constitutionnellement reconnu (Cass. soc., 19 novembre 1996). Pour les cédants de fonds de commerce ou de droits sociaux, pour les anciens dirigeants, c'est la liberté d'entreprendre, la liberté du commerce et de l'industrie qui sont en cause. Or, ces libertés sont constitutionnellement reconnues également (décision du Conseil constitutionnel du 16 janvier 1982; décision du 20 mars 1997). Chaque fois, les clauses de non-concurrence limitent ces libertés. Ne pouvant arbitrer au profit d'un principe et au détriment des autres, les juges ont constamment recherché le point d'équilibre. Jusqu'où pouvait-on aller dans le respect de chacun sans atteindre le point de rupture du principe antagoniste ?

D'abord, les juges ont mis en œuvre l'idée que les clauses devaient être limitées dans l'espace et dans le temps. Certains arrêts ont pu sembler moins vigilants sur ce point à certaines périodes, mais l'exigence est indubitablement très prégnante. Puis leur souci a été de s'assurer que la restriction de la liberté avait une cause véritable : le fait que le débiteur de l'obligation de non-concurrence ait une activité nouvelle ne pouvait être reproché dès lors que la clause de non-concurrence n'était pas indispensable à la protection des intérêts légitimes de l'entreprise. Enfin est venue l'idée d'une nécessaire contrepartie financière, exigence requise par la chambre sociale de la Cour de cassation et dont la portée sera précisée dans le présent dossier.

L'extrême difficulté de trouver un juste équilibre entre des principes contradictoires explique le caractère évolutif de la jurisprudence et la nécessité d'observer avec une certaine vigilance les décisions rendues. Un récent arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation a ainsi suscité beaucoup d'interrogations, probablement exagérées au demeurant. La pratique redoute toujours un alignement général de la jurisprudence sur celle qui est la plus exigeante, à savoir la jurisprudence de la chambre sociale. Il convient toutefois de savoir raison garder en ce domaine, le fondement des exigences de cette chambre étant moins pertinent au regard d'autres situations du droit des affaires. Ce juste équilibre, l'avocat rédacteur doit le traduire lors de la rédaction des clauses dans des termes garants de la sécurité des divers acteurs. Les professionnels rédacteurs du présent dossier ont tous acquis en ce domaine une réelle maîtrise. ■

Alain Couret, avocat associé

Les clauses de non-concurrence dans le champ du contrôle des concentrations



Par **Elisabeth Flaicher-Maneval**, avocat de l'équipe Doctrine juridique.

Elle participe notamment à l'analyse et à la traduction en conseils pratiques des évolutions de la réglementation juridique ainsi qu'à la fixation de la doctrine du cabinet en la matière. elisabeth.flacher-maneval@cms-bfl.com

Difficile, pour ne pas dire impossible, d'envisager une acquisition ou une prise de contrôle sans assortir cette opération d'un engagement de non-concurrence du cédant envers l'acquéreur. Si cette option se conçoit aisément d'un point de vue stratégique, elle est loin d'être neutre au regard du droit de la concurrence, les accords de non-concurrence pouvant restreindre sensiblement la liberté d'action des opérateurs économiques sur le marché et, partant, tomber sous le coup de la prohibition des ententes et abus de position dominante.

Mais les clauses de non-concurrence peuvent aussi être validées par l'Autorité de la concurrence en amont de la réalisation d'une opération de concentration lorsqu'elles constituent une restriction accessoire de celle-ci. L'ADLC, compétente depuis 2009 en matière de contrôle des concentrations, accepte

en effet expressément d'apprécier, dans le cadre des autorisations qu'elle délivre, les restrictions de concurrence portées à sa connaissance par les parties notifiantes. Pour être considérées comme des restrictions accessoires et être englobées dans le périmètre de l'au-

torisation de la concentration, les clauses de non-concurrence doivent présenter certaines caractéristiques. Selon les lignes directrices sur le contrôle des concentrations, qui s'inspirent de la communication européenne de 2005 sur les restrictions accessoires, de telles clauses seront considérées «comme directement liées et nécessaires parce qu'en leur absence, la concentration ne pourrait pas être réalisée ou sa viabilité serait remise en cause». Sans elles, la concentration ne pourrait objectivement pas se faire ou dans des conditions beaucoup plus aléatoires (en termes de coût, de délai ou de difficulté de réalisation).

En pratique, les clauses de non-concurrence ne sont justifiées par l'objectif de réalisation de la concentration que si leurs durée, champ d'application territorial et portée matérielle et per-

sonnelle n'excèdent pas ce qui est raisonnablement nécessaire à cette fin. En général, l'ADLC valide les clauses pour une durée maximale de trois ans lorsque la cession de l'entreprise inclut la fidélisation de la clientèle (transfert de fonds commercial et de savoir-faire).

Toutefois, la limitation du droit du vendeur d'acheter ou de détenir des parts d'une société concurrente ne pourra être considérée comme directement liée et nécessaire si elle empêche un achat ou une détention de ces parts uniquement à des fins d'investissement, sans que cela lui confère, directement ou indirectement, des fonctions de direction ou une influence substantielle dans l'entreprise concurrente.

Ainsi, la clause mettant à la charge des cédants de titres une obligation de non-concurrence d'une durée de 10 ans a été considérée comme constituant une restriction accessoire mais uniquement dans la limite de 3 ans et dans la

mesure où elle ne limitait pas la possibilité pour les cédants d'acheter ou de détenir des parts d'une société concurrente à des fins d'investissement (décision 09-DCC-74 du 14 décembre 2009). Même si les parties à la concentration n'ont

«Une fois validées par l'Autorité, ces clauses ne peuvent plus être contestées sur le terrain des pratiques anticoncurrentielles.»

aucune obligation de soumettre à l'ADLC leurs clauses de non-concurrence, il est très certainement de leur intérêt de le faire. Une fois validées par l'Autorité, elles ne peuvent plus être contestées sur le terrain des pratiques anticoncurrentielles, ce qui à l'évidence est un gage de sécurité juridique. Attention, toutefois, pour qu'il en soit ainsi les entreprises ne doivent pas omettre d'intégrer les éventuelles limitations exigées par l'ADLC. Les protocoles de cession assortis de restrictions de concurrence excessives doivent donc être révisés selon les contraintes posées par l'ADLC. A défaut, cette dernière se réserve le droit de se saisir d'office de la question sur le terrain des pratiques anticoncurrentielles. ■

Droit au licenciement en cas de cession de contrôle : licéité de la clause

La chambre sociale de la Cour de cassation s'est pour la première fois prononcée, aux termes d'un arrêt en date du 26 janvier 2011¹, sur les conditions de validité d'une clause dite «d'autolicensing», c'est-à-dire permettant à un salarié d'exiger, dans certaines circonstances, que soit mise en œuvre une procédure de licenciement à son égard et, subséquemment, que des indemnités de rupture lui soient versées. Cet arrêt concernait le cas d'un cadre dirigeant dont le contrat prévoyait que tout changement significatif d'actionnariat ou fusion-absorption entraînant une modification importante de l'équipe de direction serait considéré comme une modification portant sur un élément essentiel de son contrat de travail et comme une rupture unilatérale dudit contrat imputable à l'employeur.

A la faveur précisément d'un tel changement de contrôle de la société et d'une modification importante de son équipe de direction survenus deux ans après son embauche, la salariée a sollicité la mise en œuvre de cette clause. Celle-ci lui ayant toutefois été refusée, elle a pris acte de la rupture aux torts exclusifs de son employeur et saisi les tribunaux.

La Cour d'appel a fait droit aux demandes de la salariée et condamné l'employeur à lui verser près de 1,5 million d'euros. Ce dernier s'est pourvu en cassation et a en particulier cherché à justifier la soustraction à son engagement par la violation des règles d'ordre public relatives à la rupture du contrat de travail, et à l'indétermination de l'objet de la clause de même que la violation de la liberté d'entreprendre.

La Cour de cassation a rejeté tous ces arguments et confirmé l'arrêt de la Cour d'appel : la clause de rupture, qui permet à un dirigeant d'invoquer un changement significatif d'actionnariat entraînant une modification importante de l'équipe de direction – caractérisé au cas d'espèce – est licite, sous réserve toutefois d'être justifiée par les fonctions du salarié et de ne pas porter atteinte à la faculté de résiliation des deux parties.

Le champ d'application de ce type de clause

apparaît donc cantonné aux cadres dirigeants ou plus généralement aux cadres dont l'identité de l'actionnaire majoritaire peut constituer une condition déterminante de leur engagement, eu égard à la nature de leurs fonctions et de l'activité de l'entreprise. Ainsi et contrairement à la clause de conscience, qui permet à tout journaliste professionnel, et ce quel que soit son niveau de qualification, de quitter son employeur sans préavis tout en bénéficiant de l'indemnité de licenciement en cas de changement notable d'orientation ou de philosophie de l'entreprise²,

«Le champ d'application de ce type de clause apparaît donc cantonné aux cadres dirigeants.»

la clause de rupture est, quant à elle, limitée à une petite partie de la population salariée, toutes professions confondues.

En outre, la licéité de la clause repose également sur l'absence d'atteinte à la faculté de résiliation

des deux parties. La clause de rupture ne doit donc ni empêcher le salarié de démissionner, ni l'employeur de licencier. Cette condition semble d'autant plus aisée à remplir que, comme son nom l'indique, la clause de rupture a pour objet principal de faciliter la rupture du contrat de travail pour une partie (le salarié), sans pour autant limiter la possibilité pour l'autre (l'employeur) de mettre en œuvre la procédure de licenciement. Pour limiter les risques de remise en cause, la rédaction de ce type de clause doit donc faire l'objet d'une attention particulière. ■



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

1. Cass. Soc., 26 janvier 2011, n° 09-71.271

2. Article L. 7112-5 du Code du travail

Salarié et pacte d'actionnaires: attention danger!



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



Et **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

Au cours de ces dernières années, plusieurs décisions de jurisprudence ont rappelé aux praticiens des opérations de LBO les limites à la liberté contractuelle en matière de rédaction des pactes d'actionnaires en présence d'actionnaires ayant également la qualité de salariés.

Ainsi, dans un arrêt récent en date du 15 mars 2011 (lire notre article p. 5), la chambre commerciale de la Cour de cassation a décidé d'accorder à l'associé salarié tenu à une clause de non-concurrence insérée dans un pacte d'actionnaires la même protection qu'à un salarié et notamment exige le versement d'une contrepartie sous peine de nullité de la clause de non-concurrence. Dans le même ordre d'idée et sur le sujet cette fois-ci de la compétence juridictionnelle, la chambre sociale de la Cour de cassation

a reconnu la compétence du juge prud'homal pour statuer sur l'exécution d'un pacte liant un salarié-actionnaire.

Au cas particulier, un pacte prévoyait, en cas de licenciement d'un salarié-actionnaire, la cession de ses actions à un prix déterminé annuellement par la majorité des actionnaires. A la suite de son licenciement, le salarié avait intenté une action devant le juge prud'homal afin d'obtenir des dommages-intérêts en réparation du préjudice causé par les conditions de cession de ses actions. La Cour d'appel avait rejeté sa demande au motif qu'elle n'était pas fondée sur le contrat de travail mais sur sa qualité d'actionnaire. La chambre sociale de la Cour de cassation casse cette décision, considérant que la réparation du préjudice causé par les conditions particulières de cession des actions en raison de la perte de la qualité de salarié, du fait d'un licenciement, constitue un différend né à l'occasion du contrat de travail relevant de la compétence prud'homale. Cette question de compétence des juridictions en cas de conflit n'est pas une question neutre, la lecture des conseils des prud'hommes et

celles des juges consulaires pouvant fortement varier sur l'appréciation de certaines opérations. Un autre sujet de préoccupation en présence d'actionnaires salariés est la nullité et l'éventuelle sanction pénale de certaines clauses sur le fondement des sanctions pécuniaires prohibées en droit du travail. Celles-ci ont été rappelées par la chambre sociale de la Cour de Cassation s'agissant d'une clause de perte des stock-options en cas de faute grave. Cette décision, appliquée de manière extensive, pourrait remettre en cause des pratiques bien établies dans les opérations de LBO lorsqu'il s'agit de traiter, à travers les mécanismes dits de «bad leaver», les salariés actionnaires qui font l'objet de licenciement pour faute et qui doivent alors céder leurs actions à prix décoté.

Même lorsqu'ils ne sont pas actionnaires, la jurisprudence sociale a admis que, dans certaines circonstances, des salariés pouvaient se prévaloir à leur bénéfice des dispositions d'un pacte d'actionnaires. La Cour de cassation a en effet admis qu'un tiers pouvait se prévaloir d'une convention à laquelle il

«La coexistence des qualités d'actionnaire et de salarié rend de plus en plus perméable la frontière existant entre les règles applicables en droit du travail et celles relevant du droit civil ou des sociétés.»

n'était pas partie, lorsque la situation qui résulte de son exécution ou de son inexécution lui cause un dommage. La chambre sociale de la Cour de cassation a fait sienne cette jurisprudence en affirmant que la violation de l'engagement conclu dans un pacte (autorisation par un organe social de certains licenciements) pouvait être invoquée par le salarié lésé et constituait pour lui une garantie de fond dont la violation rend le licenciement sans cause réelle et sérieuse. Il ressort de l'ensemble de ces décisions que la coexistence des qualités d'actionnaire et de salarié rend de plus en plus perméable la frontière existant entre les règles applicables en droit du travail et celles relevant du droit civil ou des sociétés et qu'une particulière attention s'impose en matière de rédaction des pactes d'actionnaires auxquels sont partie des salariés-actionnaires. ■

Les clauses de non-concurrence non rémunérées sont-elles condamnées ?

Pour la première fois, la Cour de cassation a décidé d'étendre à une clause de non-concurrence figurant dans un pacte d'actionnaires les conditions qu'elle imposait traditionnellement aux seules clauses figurant dans un contrat de travail (arrêt du 15 mars 2011). Reprenant en des termes quasi identiques la solution dégagée en 2002 par la chambre sociale¹, la chambre commerciale décide que la clause de non-concurrence signée par un salarié, actionnaire ou associé, «n'est licite que si elle est indispensable à la protection des intérêts légitimes de l'entreprise, limitée dans le temps et dans l'espace, qu'elle tient compte des spécificités de l'emploi du salarié et comporte l'obligation pour la société de verser à ce dernier une contrepartie financière, ces conditions étant cumulatives». Cet arrêt remet-il en cause la pratique consistant à ne pas rémunérer les clauses de non-concurrence figurant dans les pactes d'actionnaires ?

La décision de la Cour de cassation paraît d'abord s'inscrire dans la continuité des solutions dégagées précédemment puisqu'elle concerne une clause de non-concurrence conclue par une personne qui est, certes actionnaire, mais également salarié.

La nouveauté réside cependant dans le fait que la chambre commerciale fonde sa décision sur la notion d'absence de cause de la clause litigieuse. Cette notion s'appliquant à tous, salariés ou non, on peut se demander si l'exigence d'une contrepartie financière devrait être étendue à toute clause souscrite par un actionnaire, même non salarié, et notamment par un actionnaire mandataire social.

Cette lecture est contestable. Elle est contredite par les termes employés par la Cour de cassation, qui vise dans son arrêt le «salarié, actionnaire ou associé de la société qui l'emploie». En outre, il ressort des circonstances de l'espèce que la personne concernée est avant tout un

salarié et que sa qualité d'actionnaire apparaît comme une sorte d'accessoire de son contrat de travail (les actions lui ayant été attribuées en rémunération de services rendus). Enfin sur le fond, la solution de la Cour de cassation est parfaitement justifiée par la volonté d'empêcher que les règles du droit du travail puissent être contournées en faisant souscrire à des salariés actionnaires des clauses de non-concurrence dans un pacte plutôt que dans leur contrat de travail afin d'échapper à leur rémunération. Il est donc permis de penser que l'exigence d'une contrepartie financière aux engagements de non-concurrence doit être limitée aux seuls pactes conclus par des actionnaires ou associés qui sont par ailleurs salariés de la société concernée. Cette contrepartie financière pourra d'ailleurs, selon nous, prendre la forme d'une rémunération en numéraire ou de toute autre forme de rémunération (attribution d'actions, prix de cession

de titres lors de la sortie du pacte, etc.).

Compte tenu des incertitudes entourant l'arrêt du 15 mars 2011, les plus prudents des rédacteurs de pactes seront tentés d'assortir systématiquement d'une contrepartie financière les clauses de non-concurrence stipulées entre actionnaires. A tout le moins, certaines précautions de rédaction devront désormais être

prises afin que l'engagement pris par l'associé le soit bien en sa seule qualité d'associé, notamment en stipulant l'engagement au bénéfice d'un ou de plusieurs actionnaires et non de la société, en «bilatéralisant» la clause entre les différents actionnaires ou encore en liant sa durée à celle de la qualité d'actionnaire, et non à celle du pacte. De telles précautions semblent désormais essentielles pour éviter non seulement la remise en cause de la clause, mais également le paiement de dommages-intérêts auxquels pourrait prétendre une personne en réparation du préjudice subi pour avoir respecté une clause de non-concurrence illicite. ■



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



et **Arnaud Hugot**, avocat en Corporate-M&A. 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-bfl.com

¹ Cass. soc., 10 juil. 2002, Bull. civ. 2002, n°239

Les nouveaux principes en matière de rémunération à l'épreuve de la réalité



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

Depuis le 1^{er} janvier 2011, les sociétés membres actifs de l'AFIG, de l'AFIC et de l'ASPIM, associations professionnelles impliquées dans les métiers de la gestion (les «Sociétés»), sont tenues de mettre en œuvre des politiques de rémunération de leurs salariés conformes aux recommandations rendues par ces associations et publiées le 23 novembre 2010 (les «Recommandations»).

Ces Recommandations s'inscrivent dans le droit fil des évolutions réglementaires ayant affecté les marchés financiers et, notamment, celles sur les «bonus» et les rémunérations des acteurs de marché. Ainsi, les règles résultant des Recommandations applicables aux politiques salariales des sociétés de gestion sont très similaires à celles prévues aux autres textes applicables en matière de rémunération des professionnels de marché (notamment le Règlement CRBF97-02). Sans surprise, les principes de l'équilibre entre rémunération fixe et rémunération variable y figurent, de même que ceux de la prise en compte des risques dans la politique de rémunération, de la performance sur la durée, des critères quantitatifs ou qualitatifs et d'intégration du résultat global de la Société pour l'appréciation de la performance du salarié.

Toutefois, un certain nombre de dérogations est apporté à ces principes pour tenir compte des particularités des métiers de la gestion et, notamment, ceux du capital-investissement. Si les politiques visées aux Recommandations sont applicables à l'ensemble des salariés des Sociétés et, particulièrement, à ceux impliqués dans la gestion des actifs, les fonctions de conformité et les fonctions commerciales, elles, n'ont pas vocation à s'appliquer aux parts ou actions de *carried interests* attribuées aux salariés. Les membres de l'organe exécutif d'une société active dans le secteur du capital-investissement et ceux de ses salariés, dont l'activité est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'exposition de la société au risque, ne sont pas soumis à certaines des Recommandations

autrement applicables (notamment celle relative au paiement de la rémunération variable réalisé sur plusieurs années).

La justification de ces dérogations est largement fondée sur le fait que la structure de rémunération dans le capital-investissement tient effectivement compte de facteurs tels que la performance obtenue dans la durée pour les investisseurs et la convergence d'intérêts que ces derniers ont avec les gérants.

Toutefois, malgré leurs relatives clarté et souplesse, les Recommandations soulèvent toujours des difficultés.

Tout d'abord, la mise en œuvre des Recommandations dépend de l'arbitrage entre la logique réglementaire qui implique la mise en œuvre de recommandations et celle du droit social où l'opposabilité des changements envisagés par les Sociétés reste soumise à l'accord des salariés auxquels ces changements sont imposés. Les négociations qui en résultent ont soulevé, comme lorsque leurs équivalents ont

été mis en place dans les banques, de nombreuses discussions au sein des Sociétés. A ce titre, une «montée en puissance» des Recommandations

«Les Sociétés sont tenues de trouver un équilibre entre les objectifs réglementaires et la paix sociale.»

peut être nécessaire car, celle-ci se retrouvant couplée à l'obligation de transparence exigée au bénéfice des délégués du personnel concernant les principales caractéristiques de la politique de rémunération, les Sociétés sont tenues de trouver un équilibre entre les objectifs réglementaires et la paix sociale.

Au-delà, cette mise en œuvre impose d'objectiver des éléments parfois très subjectifs (qualité de relations internes et externes) afin de les intégrer à la politique de rémunération.

Enfin, les Recommandations peuvent influencer des choix au-delà des seules rémunérations : ainsi, la non-soumission aux Recommandations des parts de «*carried interests*» a pu rendre leur attribution plus souple, l'avantage fiscal qu'elles procurent étant de nature à satisfaire les salariés concernés. ■

Déduction des frais d'acquisition des LBO : première jurisprudence favorable

La plupart des opérations de LBO sont réalisées à l'initiative d'une société de gestion qui choisit la société cible et crée avec ses co-investisseurs la société holding «de reprise» en octroyant une participation majoritaire dans son capital à un fonds d'investissement qu'elle anime.

La réussite de l'opération exige le recours à de nombreux prestataires externes (banques d'affaires, «sponsors», auditeurs, avocats, etc.) dont le coût est le plus souvent facturé à la société holding de reprise.

Ces dernières années, certains services vérificateurs de l'administration fiscale se sont attachés à remettre en cause la déduction d'une partie de ces sommes, notamment lorsqu'elles ont été exposées antérieurement à la décision d'investissement, au motif principal que la dépense serait aussi engagée dans l'intérêt des actionnaires de la société holding.

Saisi du sujet, le tribunal administratif de Montreuil (qui présente la particularité d'être la juridiction territorialement compétente pour connaître des dossiers de redressement des grandes entreprises et des groupes internationaux) apporte à notre connaissance la première réponse du juge de l'impôt à cette offensive de l'administration¹.

Dans cette affaire, une société holding de reprise avait conclu, quelques semaines seulement avant la signature de l'acte d'acquisition des titres de la cible, un contrat de prestations de services avec une société de gestion. Les services fournis comprenaient classiquement des études portant sur l'opportunité et la rentabilité de l'investissement envisagé ainsi que la fourniture d'une assistance dans le cadre de la restructuration de l'investissement, de la recherche et de la négociation d'un financement bancaire et de la négociation des modalités d'acquisition. Certaines des études facturées avaient en pratique été réalisées avant la conclusion du contrat de prestations de services.

«Qui mieux que la société procédant à l'acquisition pourrait légitimement être amenée à en supporter (et en déduire) la charge ?»

L'administration fiscale avait refusé la déduction des frais engagés antérieurement à la date de la première offre faite pour l'acquisition de la société cible. Selon elle, il s'agissait de frais acquittés dans l'intérêt des seuls actionnaires, et non dans l'intérêt de la société holding.

Le tribunal juge au contraire que la seule circonstance que la réalisation de ces prestations ait pu comporter un intérêt éventuel pour les actionnaires de la société holding ne suffit pas à établir qu'elle aurait été étrangère à l'intérêt propre de cette société. L'administration ne rapportait donc pas la preuve qui lui incombe que les prestations en cause n'auraient présenté aucun intérêt pour la holding et que la charge qui en résulte aurait procédé d'un acte anormal de gestion.

Le tribunal reprend ainsi à son compte, dans le contexte particulier des LBO, la jurisprudence traditionnelle du Conseil d'Etat selon laquelle une dépense engagée dans l'intérêt de l'entreprise n'est pas remise en cause sous prétexte qu'elle bénéficie aussi à d'autres personnes².

On remarquera également que ce jugement s'inscrit avec cohérence dans le prolongement non seulement de la volonté formellement exprimée en 2007 par le législateur

d'assurer la déduction fiscale effective de leurs frais d'acquisition par les holdings de LBO³, mais aussi de la toute récente jurisprudence du Conseil d'Etat⁴ consacrant d'une façon générale l'intérêt économique et financier des opérations de LBO en tant que technique d'acquisition via une société holding de reprise dont l'intérêt propre à opérer l'acquisition ne saurait être ignoré.

Or, cet intérêt propre apparaît d'autant plus incontournable que, selon la doctrine comptable⁵, il faut entendre par «frais d'acquisition» les dépenses externes qui n'auraient pas été engagées en l'absence de l'opération d'acquisition : dès lors, qui mieux que la société procédant à ladite acquisition pourrait légitimement être amenée à en supporter (et en déduire) la charge ? ■



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

Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et Private Equity, notamment dans le cadre de structurations fiscales. Il intervient auprès de fonds d'investissement s'agissant de la fiscalité des fonds et des porteurs de parts.

laurent.hepp@cms-bfl.com



Et **Pierre Sappey**, avocat en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et Private Equity.

pierre.sappey@cms-bfl.com

1. TA Montreuil 3 février 2011, n° 0906114, Sté Bonhom SAS

2. CE 29 mars 1978 n°4062

3. Cf. les travaux préparatoires préalables à l'adoption de l'article 21 de la loi de finances pour 2007 conduisant à la déduction fiscale étalée des frais d'acquisition de titres de participation.

4. CE 27 janvier 2011 n° 320313 Bourdon

5. Avis CU CNC n° 00-D du 21 décembre 2000

Etude : CMS publie son troisième rapport annuel sur les fusions-acquisitions en Europe



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 dans le domaine des cessions d'entreprises, des opérations d'investissement et de restructuration.
alain.couret@cms-bfl.com
et l'équipe Corporate du cabinet.

En 2010, CMS avait publié une étude relative à l'évolution des pratiques contractuelles dans les opérations de fusions-acquisition au lendemain de la crise financière. En 2011, le réseau réitère l'analyse en compilant les données de plus de 1000 opérations de fusions-acquisitions depuis 2007, dont 300 pour la seule année 2010, opérations dans lesquelles il est intervenu comme conseil.

La matière continue en effet d'attirer l'attention puisque l'année 2010 a connu un retour progressif des opérations de fusions-acquisitions, surtout marqué par des *jumbo deals*, et qui s'est confirmé au début de l'année 2011.

1. Les grandes tendances

L'étude indique que certains vendeurs ont été en position de pouvoir négocier en raison de la qualité de leurs actifs quand, lors de l'année précédente, on était plutôt dans un marché véritablement acheteur.

Les principales tendances de l'année 2010 en Europe confirment ce constat. Elles concernent notamment les pratiques d'ajustement des prix d'achat, les mécanismes de *locked*

box, d'*earn-out*, de seuils individuels (*minimis*) ou de seuil global (*basket*), et de plafonnement d'indemnisation. Les tendances générales européennes qui ressortent de l'étude méritent toutefois d'être affinées tant il existe de nombreuses divergences entre les Etats européens. Par ailleurs, la mise en regard avec la pratique américaine est un point de comparaison porteur. Ainsi, entre 2009 et 2010, on constate une diminution de plus de 13 % de la pratique d'ajustement *post closing* des prix d'achat en faveur d'un usage plus important, en Europe continentale, du mécanisme de *locked box*, qui base le prix sur des comptes arrêtés avant la

cession et interdit au vendeur un certain nombre de transactions qui fausseraient ces comptes. Au Royaume-Uni, une attention particulière est portée aux ajustements de prix d'achat prenant en compte la stabilité des fonds de roulement, ce qui se rapproche davantage de la pratique américaine.

Les périodes d'*earn-out* sont devenues plus courtes (la moyenne de 24 mois était constatée pour 65 % des opérations en 2010, contre 51 % en 2009), signe que les vendeurs tablent sur des retombées plus rapides. Par exemple, en France, un tiers des opérations comprennent des clauses d'*earn-out*, alors que, dans les pays du sud de l'Europe (notamment en Espagne et en Italie),

celles-ci ont considérablement décru, tout comme en Europe centrale (Pologne, République tchèque, etc.), où elles ont été plutôt rares (seulement 8 %).

Concernant les seuils de déclenchement indemnitaires, le nombre d'opérations comportant des clauses de *minimis* a subi une légère baisse. En cas de survenance d'un litige, les parties leur ont le plus souvent substitué un seuil global de déclenchement de l'indemnisation de

«Certains vendeurs ont été en position de pouvoir négocier en raison de la qualité de leurs actifs, quand, lors de l'année précédente, on était plutôt dans un marché véritablement acheteur.»

l'acheteur par le vendeur, et ont recouru au système de la franchise, signe peut-être d'un mouvement progressif vers les normes américaines en la matière. En effet, outre-Atlantique, les seuils globaux de déclenchement du mécanisme indemnitaires, bien que plus répandus, tendent à être plus bas : 89 % d'entre eux sont fixés à moins de 1 % du prix d'achat, ce taux n'atteignant que 49 % en Europe.

Concernant les plafonds d'indemnisation, le pourcentage de transactions dans lesquelles le plafond de responsabilité a excédé 50 % du prix d'achat a décliné comparé aux deux derniers trimestres de l'année 2009. En revanche, dans les

pays germanophones ainsi qu'en France et au Royaume-Uni, on a constaté une réduction des montants stipulés par ces clauses en dessous de 50 % du prix d'achat. Il demeure que, dans ces pays, il y a eu un accroissement notable du nombre de clauses limitatives de responsabilité. La proportion des transactions comportant des périodes de garantie générale excédant 24 mois a plafonné autour de 27 % depuis sa pointe au second trimestre de 2009 et a sensiblement baissé au dernier trimestre de 2010. Néanmoins, dans les pays du Benelux, dans 50 % des opérations cette période s'étend sur plus de 24 mois. Par ailleurs, les séquestres ont été plus fréquemment utilisés afin de «garantir la garantie» (d'actif et de passif).

S'agissant des conditions de financement, la France a le plus haut taux d'opérations sujettes à des conditions de financement de l'acheteur. Il s'agit d'une spécificité française que ne pratiquent pas la Grande-Bretagne ou l'Allemagne. En France, le transfert de propriété étant réalisé dès l'échange des consentements sur la chose et sur

le prix, la condition de financement est nécessaire au vendeur pour se protéger. En tout état de cause, le marché du financement reste tendu en France, le retournement progressif du marché est timide. En effet, d'une manière générale, si les investisseurs sont prêts à s'engager, la situation macro-économique actuelle mine quelque peu leur confiance.

Enfin, concernant les MAC clauses (clauses de changement significatif), offrant une porte de sortie en cas d'événement significatif défavorable avant le *closing*, si celles-ci sont présentes dans 80 % des cas aux Etats-Unis, ce taux chute à 16 % en Europe. Ainsi, dans les pays du Benelux, la stipulation de telles clauses s'est raréfiée.

2. Les évolutions de la jurisprudence

Cette étude est l'occasion de faire le lien avec les tendances observées dans les dernières décisions de jurisprudence en matière de fusions-acquisitions.

Deux arrêts concernant l'*earn-out* ont été rendus par la chambre commerciale de la Cour de cassation en 2010. Dans un arrêt du 19 janvier

2010¹, la Cour 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.

Un autre arrêt du 16 février² éclaire la difficulté de fixer le montant du complément de prix.

En l'espèce, il était prévu qu'un tiers fixerait le montant du complément 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.

On notera un arrêt de la cour d'appel de Paris du 22 juin 2010³ qui décide que, lorsqu'un même acte contient une garantie de passif et une clause d'*earn-out* les obligations qui naissent de ces deux engagements ne sont pas interdépendants et réciproques.

En définitive, l'actualité 2010 en matière de fusions-acquisitions démontre que l'intérêt de la pratique pour ces mécanismes est toujours vivace et laisse augurer des perspectives encourageantes pour 2011. ■

«L'actualité 2010 en matière de fusions-acquisitions démontre que l'intérêt de la pratique pour ces mécanismes est toujours vivace.»

1. N° 08-19.376, F-D, KOUCHNIR c./ Sté AON CONSEIL et COURTAGE

2. Cass. Com. 16 février 2010, n° 09-11586, *Jurisdata* : n° 2010-051632 ; *Dr. Société* n° 6, juin 2010, *comm. 108*, *com. M.-L. COQUELET* ; *JCP E* n° 24, 17 juin 2010, 1591, *com. D. COHEN*

3. Pôle 5, chambre 8, *Bull. Joly* 2010 p. 872 et s.

Titres, sicav, carried et PEA : faut-il craindre l'exit tax ?



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

Le projet de loi de Finances rectificative pour 2011 adopté par l'Assemblée Nationale (15 juin 2011) prévoit l'instauration d'une *exit tax* visant à rendre imposables les plus-values latentes sur « droits sociaux, valeurs et titres » dès lors que le foyer fiscal détiendrait une participation directe ou indirecte représentant au moins 1 % du capital de la société émettrice (française ou étrangère) ou, à défaut, une valeur d'au moins 1.3 million lors du transfert de domicile vers un pays étranger. Les créances nées d'une clause d'*earn out* seraient également dans le champ.

Le paiement effectif de l'impôt (19 %) et des contributions sociales (12,3 %) n'interviendrait principalement qu'à la date de cession effective des titres, de leur rachat, remboursement ou annulation ou de la perception du complément de prix si cet événement devait intervenir dans les 8 ans alors que le contribuable ne serait pas

rentré en France. L'impôt le cas échéant payé dans l'Etat de résidence serait imputable sur l'*exit tax* dans une certaine mesure. L'imposition serait donc déferée automatiquement à l'occasion d'un départ vers un pays membre de l'Union Européenne («UE») ou la Norvège. Autrement, un sursis de paiement serait accordé après désignation

d'un représentant fiscal et constitution de garanties (sauf si transfert pour des raisons professionnelles dans un Etat conventionné).

Seuls les contribuables ayant été résidents fiscaux de France pendant au moins 6 ans au cours des 10 dernières années en seraient redevables.

A la veille de l'examen du texte par le Sénat, ce dernier apparaît peu clair. On peut surtout s'interroger sur la portée réelle de ce dispositif. L'*exit tax* en l'état pourrait être considérée comme une entrave aux libertés d'établissement et de circulation des capitaux garanties par le droit de l'Union Européenne dans la mesure où le texte s'oppose aux possibilités de compensation avec des moins-values latentes, existantes ou en report reconnues normalement au contribuable non candidat à l'expatriation.

Notons néanmoins que le texte ne devrait pas viser

les participations détenues dans un PEA. En effet, le transfert de domicile fiscal entraîne nécessairement sa dissolution avec exonération fiscale, quelle que soit son ancienneté, (et sociale dans un contexte européen) des revenus et gains.

Les titres de SICAV devraient être exonérés sauf à ce que l'amendement présenté par la commission des finances du Sénat visant à étendre le champ d'application aux titres dans des OPCVM soit adopté.

Le texte actuel ne permet pas de déterminer avec netteté si les parts ou actions de *carried interest* auxquelles est applicable le régime des plus-values mobilières entrent dans le champ sauf en ce qui concerne les parts de FCPR si l'amendement devait être repris. Pour les *carried* relevant de la fiscalité des traitements et salaires, il nous semble d'ores et déjà qu'ils devraient être hors champ, la fraction du

gain se rapportant à «l'activité française» restant imposable en France.

L'*exit tax* ne s'appliquerait également pas en cas de cession après 8 ans ou à compter de 2014 s'il est possible de faire jouer l'exonération pour durée de détention des actions détenues au 1^{er} janvier 2006, voire avant si la cession est motivée par un départ à la retraite.

Les prélèvements sociaux de 12,3 % resteraient néanmoins

dus intégralement.

Un apport cession préalable dans une société holding étrangère pourrait permettre d'opérer la vente en neutralité fiscale à condition que les titres reçus à l'échange ne fassent pas l'objet d'un transfert rendant exigible l'impôt afférent à la plus-value placée en sursis et que la société vendeuse réinvestisse le produit de la vente dans les conditions permettant au contribuable d'échapper au grief d'abus de droit. En cas de décès ou de donation non motivée par un but exclusivement fiscal, l'impôt serait éteint. Il en serait de même en cas de retour en France avant 8 ans en l'absence de cession.

Le texte prévoit son application rétroactive aux transferts de résidence intervenus à compter du 3 mars 2011. Cette disposition laisse présager de sévères discussions sur la date de transfert en l'absence d'obligation déclarative ou de *quitus*. ■

«L'exit tax pourrait être considérée comme une entrave aux libertés d'établissement et de circulation des capitaux garanties par le droit de l'Union Européenne.»

De la «double peine» en cas de recours à une «double LuxCo» ?

Jusqu'à une époque récente, l'usage de holdings luxembourgeois dans la structuration de LBO à dimension internationale se justifiait souvent par l'attractivité clairement affichée de ce pays en matière de fiscalité, notamment au regard de la taxation particulièrement favorable applicable aux plus-values de cession de titres de participation.

Néanmoins, aujourd'hui, ce tropisme fiscal a largement perdu de son éclat et, désormais, l'objectif plus ou moins avoué du recours aux holdings luxembourgeois dans des financements français serait plutôt d'ordre juridique : éviter l'application du droit français des entreprises en difficulté. Celui-ci permet, en effet, la mise sous sauvegarde d'un débiteur «*qui, sans être en cessation des paiements, justifie de difficultés qu'il n'est pas en mesure*

de surmonter» (C. com., art. L. 620-1). Cette perspective, qui suscite de vives inquiétudes depuis l'affaire «Cœur Défense»¹, se traduit par le recours à une structure de «double LuxCo», laquelle n'est pas sans générer de lourdeurs juridiques et fiscales.

1. De la «peine juridique» .../...

Dans ce type de schéma, l'emprunteur est une société française (l'«Emprunteur») dont le capital est détenu par un holding luxembourgeois («LuxCo n°1»). Pour garantir les obligations de l'Emprunteur au titre du financement, LuxCo n°1 constitue une sûreté sur les titres de l'Emprunteur. Cette sûreté n'a pas pour vocation première le paiement de la dette garantie : elle permet aux prêteurs de prendre, en la réalisant, le contrôle de l'Emprunteur et, ainsi, de décider de l'opportunité de son placement sous sauvegarde.

Puisque LuxCo n°1 est une société constituée hors de France, s'applique le principe établi par l'article 3.1 du Règlement (CE) n°1346/2000 relatif aux procédures d'insolvabilité (le «Règlement») selon lequel le juge français n'est pas compétent pour ouvrir une procédure collec-

tive à son égard. Aussi, le risque de la voir mise sous sauvegarde, ce qui empêcherait de réaliser la sûreté susmentionnée, est écarté. En partie seulement, car les tribunaux français gardent, sur le fondement du même article, la possibilité de considérer que le centre des intérêts principaux (le «CIP») de LuxCo n°1 se situe en France, ce qui redonne compétence quant aux procédures d'insolvabilité la concernant. S'agissant d'un holding, cette crainte paraît fondée. Pour la dissiper, sont suggérées des précautions pratiques visant à renforcer le rattachement au Luxembourg de LuxCo n°1².

Pour pallier cette faiblesse de LuxCo n°1, a été imaginée l'adjonction d'un second holding, détenant le capital de LuxCo n°1 («LuxCo n°2»).

Cette structure permet aux prêteurs d'obtenir une sûreté portant sur les titres de LuxCo n°1. Ladite sûreté est présentée comme particulièrement efficace. D'une part, puisque LuxCo n°2 a pour objet la détention de titres d'une société luxembourgeoise, la probabilité qu'un tribunal français considère que le CIP de LuxCo n°2 se

situe en France est plus faible que s'agissant de LuxCo n°1. Cela devrait exclure définitivement l'ouverture d'une sauvegarde concernant LuxCo n°2, laissant une large latitude à prendre le contrôle de LuxCo n°1 (et, partant, de l'Emprunteur) en réalisant le nantissement constitué par LuxCo n°2. D'autre part, ce nantissement devrait bénéficier des dispositions avantageuses de l'article 5 du Règlement, qui neutralise les effets des procédures collectives nationales pour ce qui est des droits réels constitués au profit de tiers dans une juridiction étrangère où le débiteur n'a pas d'établissement secondaire, dès lors que l'on admet que les titres nantis sont des biens localisés au Luxembourg. Une opinion semble s'être forgée autour de l'idée que cette localisation au Luxembourg est encore facilitée si lesdits titres sont des actions, car on peut alors prévoir une obligation contractuelle pour LuxCo n°1 de conserver au



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



et **Alexandre Bordenave**, avocat, secrétaire de la conférence du barreau des Hauts-de-Seine. Il est spécialisé dans les opérations de financements structurés et de titrisation tant domestiques qu'internationales.
alexandre.bordenave@cms-bfl.com

1. Cass. Com., 8 mars 2011.

2. Par exemple, le contrat de prêt peut stipuler que les réunions des organes sociaux doivent se tenir effectivement au Luxembourg.

Luxembourg les registres d'actionnaires qu'elle tient. En revanche, si ces titres étaient des parts sociales, ces dernières pourraient, selon certains, être analysées comme des créances, rendant alors leur localisation au Luxembourg plus délicate. Néanmoins, l'article 2 g) du Règlement, qui précise qu'une créance est située au lieu du CIP de son débiteur (ici, le Luxembourg), pourrait jeter un doute certain en la matière et permettrait de conforter l'analyse selon laquelle le recours à une Sarl s'agissant de LuxCo n°1 ne prive pas définitivement les prêteurs du bénéfice de l'article 5 du Règlement.

Cela étant dit, malgré ses atouts, le recours à la «double LuxCo» pourrait tenir de la «peine juridique». Non seulement, il induit une complexification certaine des financements (et donc, un renchérissement de leurs coûts de structuration et de fonctionnement), mais il repose sur l'idée optimiste que les prêteurs sont enclins à assumer la responsabilité de la gestion consécutive à la prise de contrôle de l'Emprunteur. Par ailleurs, ne conviendrait-il pas de reconnaître humblement, qu'à ce jour, rien ne garantit avec

certitude que ce montage résistera sans encombre à la revue sagace du juge français ?

2. .../... à la «peine fiscale»

La mise en place de la «double LuxCo» entraîne par ailleurs certaines conséquences préjudiciables en matière fiscale, notamment au regard de la déductibilité des intérêts au niveau des sociétés françaises détenues par LuxCo n°1. Ainsi, l'octroi aux prêteurs du nantissement des titres de LuxCo n°1 par LuxCo n°2 pour garantir l'emprunt accordé aux filiales françaises fait basculer les intérêts payés par les sociétés débitrices dans le nouveau champ d'application des règles prévues pour lutter contre la sous-capitalisation.

Dans la mesure où l'on peut raisonnablement présumer qu'un montant significatif d'intérêts ne pourra alors être admis en déduction d'un point de vue fiscal, ce qui limite les capacités d'investissement des capitaux étrangers en France, il ne reste plus qu'à espérer une inflexion législative afin d'adoucir pour l'avenir cette rigueur fiscale. ■

C/M/S Bureau Francis Lefebvre

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

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

M^e Christophe Blondeau, christophe.blondeau@cms-bfl.com
M^e Isabelle Buffard-Bastide, isabelle.buffard-bastide@cms-bfl.com
M^e Michel Collet, michel.collet@cms-bfl.com
M^e Alain Couret, alain.couret@cms-bfl.com
M^e Laurent Hepp, laurent.hepp@cms-bfl.com
M^e Alain Herrmann, alain.herrmann@cms-bfl.com
M^e Jérôme Sutour, jerome.sutour@cms-bfl.com



Supplément du numéro 1131 du 27 juin 2011

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 : Jean-Guillaume d'Ornano

Service abonnements : B 310 - 60732 Ste-Geneviève Cedex. Tél. 03 44 62 43 74

Impression : Megatop - Naintre - N° commission paritaire : 0411 T 83896