

LA LETTRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 10 décembre 2018

AU SOMMAIRE

Dossier

Le projet de loi PACTE

- PACTE : vers un assouplissement des règles d'attribution d'actions gratuites et de BSPCE p. 2
- Projet de loi PACTE : une réforme technique du régime des actions de préférence p. 3
- Le projet de loi PACTE encourage le développement des dispositifs d'épargne salariale dans les PME p. 4
- Loi PACTE et droit des entreprises en difficulté, morceaux choisis p. 5
- PACTE : la mise en œuvre des procédures de retrait obligatoire bientôt facilitée p. 6
- Loi PACTE et ICOs : des jetons et des hommes p. 7
- Loi PACTE : un renforcement du contrôle des conventions réglementées dans les SA et SCA p. 8
- Loi PACTE : des mesures en faveur de la protection de l'innovation ? p. 9
- Investisseurs et loi PACTE : vers un assouplissement du PEA en 2019 p. 9

Actualité internationale

- Déduction fiscale des charges financières : l'harmonisation européenne est en marche ! p. 10

Actualités

- Réforme de l'offre au public : peu d'impact sur les offres à gros ticket d'entrée p. 13
- De l'importance du délai impératif d'information du cédant dans les garanties de passif p. 14
- LBO Dutreil : vers un assouplissement important du dispositif p. 15
- Des perspectives plus nuancées pour les opérations de fusion-acquisition en Europe p. 16

C'M/S/ Francis Lefebvre

Avocats

Supplément du numéro 1489
du 10 décembre 2018

EDITORIAL

La loi PACTE (plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises), dont l'adoption est attendue pour le printemps 2019, est actuellement le sujet majeur du droit des affaires. Le droit des sociétés (et incidemment celui des fusions-acquisitions et du private equity) est concerné au premier chef par le texte en cours d'adoption. La société, même lorsqu'elle n'est pas la cible première des nouvelles mesures, en est souvent à tout le moins la porte d'entrée.

La transposition de la directive «droits des actionnaires» du 17 mai 2017 conduira par exemple à réformer plusieurs points du régime des conventions réglementées dans les sociétés anonymes.

Le recul du rôle des commissaires aux comptes (CAC) ne consiste pas à dire simplement que l'on peut se passer du CAC : il faut que le législateur précise, lorsqu'un rapport était requis de la part de cet organe de contrôle, si l'on se dispense désormais purement et simplement de rapport, ou bien si celui-ci est demandé à un autre organe, ou bien encore si l'on doit procéder à la désignation exceptionnelle d'un CAC appelé à rédiger ponctuellement le rapport.

Parmi les autres dispositions du projet de loi PACTE, certaines présentent une utilité évidente pour nos domaines d'intérêt, comme les nouvelles possibilités admises en matière d'actions de préférence, l'introduction d'une réglementation relative aux *Initial Coin Offerings (ICOs)* ou la souplesse accrue du droit des procédures collectives.

L'incidence de certaines autres mesures de PACTE sur les fusions-acquisitions et le private equity est moins aisément discernable. Le débat qui a jusqu'à présent eu le plus fort écho médiatique et politique a bien entendu été celui de l'ouverture des objectifs de l'entreprise : élargissement de l'intérêt social, introduction d'une raison d'être et reconnaissance du statut de société à mission.

Ces nouveaux objectifs assignés aux entreprises, qui doivent se traduire par des retouches du droit des sociétés, pourraient en théorie conduire une société à préciser que sa raison d'être est la réalisation d'un profit, ceci afin de permettre le remboursement des investisseurs entrés à son capital... Ce n'est vraisemblablement pas ce type d'objectif que les rédacteurs des textes avaient en tête, mais ne peut-on cueillir l'occasion de la réforme pour mieux définir les règles de fonctionnement du groupement sociétaire ?

Le projet de loi initial était déjà important et le texte n'a cessé de croître lors de son examen par l'Assemblée nationale. PACTE devrait encore s'enrichir de nouvelles dispositions lors de son passage devant le Sénat. Il ne faut maintenant pas faiblir mais continuer à scruter le droit des sociétés en devenir que dessine cette importante réforme et en comprendre les impacts sur les fusions-acquisitions et le private equity. ■

Bruno Dondero, of counsel, professeur de droit

PACTE : vers un assouplissement des règles d'attribution d'actions gratuites et de BSPCE



Par **Arnaud Hugot**, avocat associé 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 et de private equity, tant nationales qu'internationales. arnaud.hugot@cms-fl.com



et **Thierry Romand**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Il intervient en matière de plans d'actionnariat salarié, de plans de retraite et prévoyance, d'aménagement du temps de travail, de réorganisations, de restructurations nationales et internationales, etc. thierry.romand@cms-fl.com

Parmi les grandes orientations du projet de loi dite «PACTE»¹, adopté le 9 octobre 2018 en première lecture par l'Assemblée nationale, figure celle de la stimulation des dispositifs d'actionnariat salarié. Si l'ambition n'est pas nouvelle, le projet de loi PACTE vient confirmer qu'un assouplissement des mécanismes d'actionnariat salarié, au-delà de répondre à une demande forte des entreprises, est un avantage significatif au maintien de leur attractivité.

Pour cela, plusieurs mesures sont prévues, dont deux portent plus particulièrement sur les plans d'attribution gratuite d'actions et les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE).

Attributions gratuites d'actions : vers un assouplissement du plafond de capital attribuable

Les attributions gratuites d'actions doivent être effectuées dans les limites d'un plafond de capital social qui est actuellement fixé à 10 % du capital social de la société (sauf quelques exceptions). Ce plafond s'apprécie aujourd'hui en considération de l'ensemble du nombre d'actions attribuées historiquement, tout au long de la vie de la société. Les dispositions actuelles impliquent donc une extinction du dispositif à plus ou moins long terme dès lors que, une fois le plafond de 10 % atteint, il n'est plus possible d'attribuer gratuitement des actions à capital constant (y compris dans les situations où le nombre d'actions attribuées définitivement à la fin de la période d'acquisition est moindre, du fait par exemple des conditions de présence et/ou de performance du plan non atteintes).

Conscient des difficultés pratiques que soulèvent les modalités de calcul de cette limite, le législateur a ainsi prévu de redéfinir les règles de calcul du plafond.

Il prévoit ainsi d'exclure du calcul de ce plafond les actions gratuites qui n'ont pas été définitivement attribuées au terme de la période d'acquisition ainsi que les actions gratuites devenues

disponibles et cessibles à l'issue de la période de conservation (article 59 bis du projet de loi). Ces nouvelles dispositions, si elles sont adoptées, promettent un nouveau souffle aux plans d'attribution gratuite d'actions en libérant un important volant d'actions disponibles pour de nouvelles attributions. Elles permettront également la mise en place de plans comportant plusieurs tranches successives (une fois une première tranche de 10 % d'actions gratuites émises et pour lesquelles la période de conservation serait expirée, une nouvelle tranche de 10 % serait susceptible d'être émise). Ce dispositif est de nature à contribuer à un regain d'intérêt pour ces instruments, notamment dans le cadre de la mise en place de *management packages* dans les opérations de capital-investissement.

BSPCE : vers un élargissement de la liste des bénéficiaires

A l'instar des actions gratuites, les BSPCE permettent d'associer efficacement les salariés et dirigeants de jeunes entreprises à leurs résultats. Instrument d'intéressement privilégié dans les

start-up, les BSPCE ne peuvent actuellement être attribués qu'à une liste de bénéficiaires limitativement définie (salariés et dirigeants de la société soumis au régime fiscal des salariés mais également, sous conditions, certains salariés et dirigeants appartenant à des sociétés filiales de la société émettrice).

Le projet de loi PACTE se propose d'étendre la liste des bénéficiaires aux membres des conseils d'administration ou de surveillance qui, en tant que tels, ne sont ni salariés ni dirigeants. Le législateur entend donc ici étendre la logique de motivation et de fidélisation caractéristique de ce dispositif à un public plus large que celui aujourd'hui prévu.

Il apparaît ainsi que les mesures prévues par le projet de loi PACTE en matière d'actionnariat salarié poursuivent un mouvement engagé par la loi du 6 août 2015 visant à faciliter la mise en place de tels dispositifs, ce dont on ne peut que se féliciter. ■

«Ces nouvelles dispositions, si elles sont adoptées, promettent un nouveau souffle aux plans d'attribution gratuite d'actions.»

1. Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.

Projet de loi PACTE : une réforme technique du régime des actions de préférence

Si la définition des actions de préférence (ADP) est extrêmement large («actions [...] avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature¹»), le législateur n'a pas accordé aux associés une totale liberté dans la structuration des ADP.

Le projet de loi PACTE² met en place plusieurs mesures afin de tenter d'assouplir le régime des ADP.

La possible suppression du droit préférentiel de souscription (DPS) de toutes les actions de préférence comportant des droits financiers limités

Le Code de commerce prévoit que seules les ADP dépourvues de droit de vote lors de leur émission et auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes sont privées, sauf clause contraire, de DPS. Cela peut conduire à des situations incongrues dans lesquelles des titulaires d'ADP comportant des droits financiers limités mais non dépourvues de droit de vote doivent voter en assemblée spéciale pour autoriser la suppression de leur propre DPS préalablement à l'assemblée générale statuant sur l'augmentation de capital. Faute d'atteinte du *quorum*, ou en cas de vote majoritaire négatif de cette assemblée spéciale, la levée de fonds envisagée peut, en conséquence, être mise en échec. L'article 28 de la loi PACTE vise à assouplir ce régime de manière à faciliter les levées de fonds en permettant de retirer le DPS à toutes les ADP comportant des droits financiers limités, dépourvues ou non de droit de vote.

Pour éviter un traitement inégalitaire entre associés, cette clause étant supplétive, il sera toujours loisible de prévoir une clause contraire dans les statuts de la société.

La création possible d'actions de préférence assorties de droits de vote multiple dans toutes les sociétés par actions non cotées

La loi PACTE prévoit par ailleurs la possibilité de créer des ADP assorties de droits de vote double ou multiple dans les sociétés anonymes (SA) et les so-

ciétés en commandite par actions (SCA) non cotées sans avoir à respecter les dispositions du Code de commerce³ (i.e., détention des actions depuis plus de deux ans et libération intégrale desdites actions). Cette réforme tend à harmoniser le régime applicable à ces sociétés et aux sociétés par actions simplifiées (SAS). Toutefois, la grande souplesse offerte dans l'organisation des SAS limite grandement l'intérêt de recourir aux SA, en particulier sur les opérations de private equity, de sorte qu'il nous semble que cette mesure n'aura, en pratique, qu'un effet très limité dans les opérations de fusion-acquisition.

La clarification des hypothèses d'intervention du commissaire aux avantages particuliers

La loi PACTE élargit les cas de recours obligatoire à un commissaire aux avantages particuliers en cas d'émission d'ADP au profit de tiers acquérant la qualité d'associé du fait de la souscription. Curieusement, aujourd'hui, la mise

en œuvre de la procédure des avantages particuliers n'est formellement prévue que lorsque les actions sont émises au profit d'un ou plusieurs associés nommément désignés.

Cette mesure permettra de mettre fin à l'insécurité juridique qui résultait de cette ambiguïté en précisant quelque peu le domaine d'intervention du commissaire aux avantages particuliers, même si, en pratique, la

procédure était toujours respectée par les praticiens, peu important que la souscription ait été réservée à des associés existants ou à des tiers nommément désignés.

Cette réforme reste toutefois en deçà des préconisations de la Chambre de commerce de Paris⁴ et du Haut comité juridique de la place financière de Paris⁵, notamment s'agissant des sociétés cotées et les pistes d'amélioration du régime des ADP demeurent nombreuses (assouplissement du processus juridique de création des ADP dans les sociétés cotées, standardisation éventuelle desdites ADP, etc.). ■



Par **Thomas Hains**, avocat conseil 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



et **Célia Mayran**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Elle intervient dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition de sociétés, de capital-investissement et de private equity, tant nationales qu'internationales, pour le compte d'industriels, de fonds d'investissement et de managers. celia.mayran@cms-fl.com

1. Article L.228-11 du Code de commerce.

2. Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.

3. Article L.225-123 du Code de commerce.

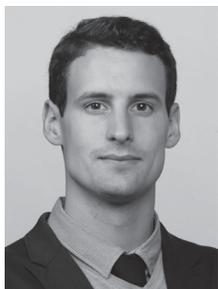
4. 6 juillet 2017.

5. 26 janvier 2018.

Le projet de loi PACTE encourage le développement des dispositifs d'épargne salariale dans les PME



Par **Pierre Bonneau**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Il est notamment le conseil de plusieurs établissements bancaires et financiers et il intervient régulièrement sur des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises.
pierre.bonneau@cms-fl.com



et **Dorian Moore**, juriste en droit du travail et protection sociale.
dorian.moore@cms-fl.com

«**P**rès de 70 % des salariés ont accès à un dispositif d'intéressement ou de participation dans les entreprises de plus de 250 salariés, contre moins de 10 % dans les plus petites entreprises»¹.

Cet insuffisant succès des dispositifs d'épargne salariale (intéressement, participation ou plan d'épargne) au sein des petites et moyennes entreprises (PME) aurait pour principale cause, selon l'étude d'impact du projet de loi PACTE², «l'incertitude sur la stabilité de la norme de prélèvement social»³.

En effet, le passage de 8 % à 20 % en 2012 du taux de forfait social, applicable aux sommes versées par l'entreprise au titre des dispositifs d'épargne salariale, a contribué à en freiner le développement dans les PME. L'introduction par la loi n° 2015-990 du 6 août 2015⁴ du taux de forfait social réduit pour les sommes versées au titre d'un dispositif d'épargne salariale facultatif n'aurait d'ailleurs pas eu pour effet de remédier à cette situation.

Face à ce constat, l'Assemblée nationale a adopté en première lecture, le 9 octobre 2018, les articles 57 et 58 du projet de loi PACTE, visant à encourager la diffusion des dispositifs d'épargne salariale dans les entreprises de moins de 50 salariés et à développer la conclusion d'accords d'intéressement pour les entreprises de moins de 250 salariés.

A ce titre, le forfait social serait supprimé pour les entreprises dont l'effectif est inférieur à 50 salariés pour toutes sommes versées en application d'un dispositif d'épargne salariale, ainsi que pour les entreprises qui emploient moins de 250 salariés pour les sommes versées au titre d'un accord d'intéressement.

Prévue initialement dans le cadre du projet de

loi PACTE, la suppression du forfait social sur les dispositifs d'épargne salariale des PME a été reprise dans le PLFSS pour 2019⁵, pour entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2019.

En outre, pour faciliter le développement des dispositifs d'épargne salariale dans les entreprises de moins de 50 salariés, les branches professionnelles devraient négocier un accord d'intéressement et de participation et ce, avant le 31 décembre 2020⁶.

Cette négociation au niveau des branches impliquerait en particulier l'élaboration d'accords types d'intéressement et de participation tenant compte des spécificités des entreprises em-

ployant moins de 50 salariés.

Aussi, ces entreprises, qui ne disposent le plus souvent pas de services juridiques spécialisés, bénéficieraient d'accords «clé en mains» en adhérant à l'accord de branche applicable.

Signalons enfin que l'article 58 du projet de loi, qui supprime la condition de disposer d'un plan d'épargne entreprise depuis trois

«Prévue initialement dans le cadre du projet de loi PACTE, la suppression du forfait social sur les dispositifs d'épargne salariale des PME a été reprise dans le PLFSS pour 2019, pour entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2019.»

années pour mettre en place un PERCO dans le but de favoriser la mise en place de ce produit d'épargne longue, tend à assurer une meilleure information des salariés bénéficiaires d'un dispositif d'épargne salariale, en particulier dans les PME.

Les relevés annuels de situation des épargnants établis par les sociétés gestionnaires d'actifs seraient ainsi harmonisés par décret⁷, ce qui permettrait aux salariés d'avoir une meilleure lisibilité sur leurs placements et leurs avoirs.

Des mesures ainsi destinées - pourvu qu'elles soient pérennes - à poursuivre l'ambition originelle de l'épargne salariale : «Assurer la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion de l'entreprise»⁸. ■

1. *Projet de loi PACTE, débats parlementaires, Assemblée nationale, séance du 4 octobre 2018.*

2. *Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.*

3. *Projet de loi PACTE, étude d'impact, p. 493.*

4. *Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, art. 171.*

5. *Projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2019, art. 11 ter.*

6. *Projet de loi PACTE, art. 57, III.*

7. *Projet de loi PACTE, art. 58, II.*

8. *Loi n° 67-482 du 22 juin 1967 d'habilitation à prendre les mesures propres à assurer la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion de l'entreprise, art. 1^{er} alinéa 2.*

Loi PACTE et droit des entreprises en difficulté, morceaux choisis

A chaque étape de son travail récent sur le Livre VI du Code de commerce, le législateur entend ne pas bouleverser ce qui fonctionne : le traitement amiable des difficultés des entreprises et, quant au traitement judiciaire de ces difficultés, donner corps au droit au rebond. A ce titre, il est regrettable que le gel des créances fiscales postérieures au jugement d'ouverture ait disparu du projet transmis au Sénat.

Ainsi, est renforcée la confiance témoignée au dirigeant de l'entreprise en redressement judiciaire qui voit le principe du maintien de sa rémunération affirmé. L'article 14 du projet de loi PACTE¹ prévoit que le premier alinéa de l'article L.631-11 du Code de commerce intégrera un principe de maintien de sa rémunération sauf décision contraire du juge-commissaire.

Ce faisant, le législateur entend renverser le système actuel qui impose une intervention systématique du juge-commissaire rendant suspecte la rémunération du chef d'entreprise. De portée limitée sur un plan juridique, d'autant que la pratique des redressements judiciaires a su s'écarter de la suspicion de principe à l'encontre du chef d'entreprise, cette mesure semble essentielle sur le plan du symbole et de la confiance témoignée à ceux qui entreprennent.

Ensuite, le législateur entend écarter un obstacle fréquemment rencontré dans les reprises d'entreprises en difficulté. Dans les schémas de reprise en plan de cession, l'article L.642-7 du Code de commerce permet au reprenneur de solliciter le transfert des contrats de crédit-bail, de location ou de fourniture de biens ou services nécessaires au maintien de l'activité. Ont émergées, dans ces contrats, surtout de bail, des clauses dites de «solidarité inversée» selon lesquelles le reprenneur demeure, en cas de transfert du contrat concerné, solidairement responsable des dettes du cédant. Contrairement aux clauses plus classiques, spécialement dans les baux, selon lesquelles le cédant demeure solidaire avec le cessionnaire², les clauses de solidarité inversée

ne sont pas écartées dans une reprise en plan de cession ou une reprise d'un fonds de commerce hors plan de cession³. L'article 19 du projet de loi remédie, partiellement, à cette situation en complétant l'article L.642-7 : «Par dérogation [au principe selon lequel les contrats doivent être exécutés aux conditions en vigueur au jour de l'ouverture de la procédure], toute clause imposant au cessionnaire d'un bail des dispositions solidaires avec le cédant est réputée non écrite.»

Nous relèverons, en espérant que ce point soit corrigé, qu'il n'est pas cohérent d'écarter les clauses de solidarité inversée pour le seul contrat de bail inclus

dans un plan de cession. La mise à l'écart devrait être générale tant quant au type de contrat qu'au type de transmission de ce dernier. Enfin, les praticiens savent que de nombreux projets échouent en raison de la difficulté pour les entreprises à trouver, au cours de la période d'observation (permettant de construire une reprise par exemple) ou au cours des premières années d'exécution d'un plan de sauvegarde ou de redressement, les financements permettant

de conforter les besoins de trésorerie. L'article 16 du projet de loi habilitant le Gouvernement à légiférer par voie d'ordonnance afin de prévoir «les conditions permettant d'inciter les personnes à consentir un nouvel apport de trésorerie au profit d'un débiteur faisant l'objet d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire avec poursuite d'activité ou bénéficiant d'un plan de sauvegarde ou de redressement [...]» devrait faciliter l'accès au crédit des entreprises en cause par l'instauration de ce qui pourrait être un privilège de *Post-Money*.

Ces morceaux choisis témoignent de la confiance du législateur dans la faculté de rebond des entreprises amenées à connaître des dispositions du Livre VI du Code de commerce et/ou des entrepreneurs les animant. Sa portée exacte ne pourra toutefois se mesurer qu'au regard des ordonnances attendues (sûretés et transposition de la directive Insolvabilité). ■



Par **Guillaume Bouté**, avocat, membre de l'équipe Restructuring-Insolvency. Il traite l'ensemble des problématiques soulevées par la défaillance d'entreprises, amiable ou judiciaire. Il intervient tant en conseil qu'en contentieux. Il est chargé d'enseignement à l'Université Paris II Panthéon-Assas et à l'ULCO. guillaume.boute@cms-fl.com

1. Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.

2. Dont l'application est écartée par l'article L.642-2 al. 5 du Code de commerce.

3. Elles ont même été validées en cas de reprise de fonds de commerce hors plan de cession : Com., 27 sept. 2011, n° 10-23.539.

PACTE : la mise en œuvre des procédures de retrait obligatoire bientôt facilitée



Par **Véronique Bruneau-Bayard**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Elle intervient notamment en droit boursier et sur les sujets d'information réglementée (document de référence, rapport du Conseil, etc.), de gouvernance (organisation et structuration, évaluation du Conseil, etc.) et d'éthique et compliance. veronique.bruneau-bayard@cms-fl.com



et **François de Gabrielli**, avocat conseil en corporate/fusions & acquisitions. Il intervient notamment auprès de sociétés cotées et non cotées dans le cadre d'opérations, tant nationales qu'internationales, de fusion-acquisition, de droit boursier, de transmissions d'entreprises familiales et de restructurations intra-groupe. francois.degabrielli@cms-fl.com

Actuellement, le droit français autorise un actionnaire détenant, seul ou de concert, au moins 95 % des droits de vote d'une société cotée sur Euronext Paris ou sur Euronext Growth, à mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions détenues par les actionnaires minoritaires à l'issue d'une offre publique de retrait ou de toute autre offre publique lorsque les actions non détenues par l'actionnaire majoritaire, et les personnes agissant de concert avec lui, ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote.

Il ressort de notre expérience que ce seuil de 95 % peut parfois s'avérer difficile à atteindre compte tenu notamment de l'existence d'actions indisponibles (options de souscription, actions de performance, etc.). Il existe toutefois des solutions pratiques pour préserver ces dernières.

La directive OPA du 21 avril 2004 a fixé à 90 % du capital et des droits de vote le seuil à partir duquel une procédure de retrait obligatoire peut être mise en œuvre à l'issue d'une offre portant sur la totalité des actions d'un émetteur coté mais a laissé aux Etats membres la latitude de fixer un seuil plus élevé, pour autant qu'il ne dépasse pas 95 % du capital et des droits de vote. Actuellement, la plupart des Etats membres de l'Union européenne ont retenu ce seuil de 90 % à l'exception de l'Italie, la Lituanie, le Luxembourg, les Pays-Bas et la France qui ont retenu un seuil de 95 % du capital et des droits de vote.

Afin de rendre plus attractives les introductions en bourse, en facilitant les possibilités ultérieures de retrait, le projet de loi PACTE¹ prévoit, comme le permet la directive OPA, que l'actionnaire d'une société cotée sur Euronext Paris pourra, à l'issue de toute offre publique, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'offre, mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des titres non présentés

à l'offre par les minoritaires lorsque les actions non détenues par l'actionnaire majoritaire et les personnes agissant de concert avec lui ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote. Comme précédemment, l'indemnisation des actionnaires minoritaires sera égale au prix de la dernière offre ou, le cas échéant, d'une évaluation sur la base d'une approche multicritère avec l'intervention d'un expert indépendant.

Corrélativement, le projet de loi PACTE prévoit d'abaisser à 90 % des droits de vote le seuil à partir duquel une offre publique de retrait pourrait être mise en œuvre à la demande d'un minoritaire ou à l'initiative du principal actionnaire.

Ces nouvelles dispositions visent à faciliter les conditions de sortie de la cote tout en renforçant la protection des actionnaires minoritaires et des investisseurs en leur permettant de demander à l'Autorité des marchés financiers (AMF) de requérir du ou des actionnaires majoritaires la mise en œuvre d'une offre publique de retrait s'ils détiennent 90 % ou plus des droits de vote. En effet, il a été constaté une baisse des introductions en bourse

« Ces nouvelles dispositions visent à faciliter les conditions de sortie de la cote tout en renforçant la protection des actionnaires minoritaires et des investisseurs. »

au cours des dernières années qui s'expliquerait notamment par le seuil restrictif des 95 %.

Il est probable qu'Euronext demandera à l'AMF l'application de ces nouvelles règles aux sociétés cotées sur Euronext Growth. Se posera en revanche la question du maintien de l'actuelle procédure de demande de radiation des négociations d'instruments financiers à l'initiative d'un émetteur détenant plus de 90 % des droits de vote. En effet, à la suite de la réforme projetée, cette procédure présenterait moins d'utilité.

Si ce projet de loi est adopté en 2019, certains émetteurs, dont les titres cotés sont peu liquides et qui ne font pas appel au marché, pourraient saisir cette opportunité pour sortir de la cote et se libérer ainsi des coûts et des contraintes d'une cotation. ■

¹ Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.

Loi PACTE et ICOs : des jetons et des hommes

Le projet de loi PACTE¹ introduit un nouveau dispositif légal applicable aux émissions de jetons électroniques ou tokens. En application de ce nouveau régime, le Code monétaire et financier (CMF) serait complété par un nouveau chapitre concernant les jetons qui seraient définis à l'article L.552-2 du CMF comme «*tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien*».

Tout émetteur, établi en France, de jetons ne constituant ni de la monnaie électronique² ni des instruments financiers ou des biens divers³ aura la faculté de demander à l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'apposer son visa sur le document d'offre au public⁴ des jetons. L'apposition par le régulateur de son visa sera conditionnée à la vérification par ce dernier de ce que la documentation d'offre précise les conditions de sécurité de l'offre pour les investisseurs potentiels. Ces conditions visent en particulier les mécanismes de garantie et d'information de l'offre.

Ce nouveau régime s'étendra au-delà des offres de jetons puisqu'il couvrira l'ensemble des acteurs intervenant sur ces actifs. Le CMF définira ainsi des services sur jetons selon la même typologie que celle retenue pour les prestataires de services d'investissements (PSI) (réception, transmission, conseil, gestion, etc.).

Toutefois, le projet de loi introduit une différence entre les prestataires intervenant en matière de conservation ou de conversion des jetons en monnaie fiduciaire qui seront tenus d'obtenir une autorisation de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACPR) sous peine de sanction pénale, de ceux intervenants en «simple prestation de services» qui ne seront soumis qu'à un régime d'enregistrement optionnel. Dans les deux cas, ces acteurs devront se soumettre à des règles d'organisation et de bonne conduite inspirées de celles applicables aux PSI.

«Ce nouveau régime s'étend au-delà des offres de jetons puisqu'il couvre l'ensemble des acteurs intervenant sur ces actifs.»

En contrepartie de cette autorisation ou de cet enregistrement, les prestataires de services sur jetons intégreront de plein droit le régime des personnes soumises aux obligations de lutte contre le blanchiment (LAB) de l'article L.562-1 du CMF. Cette exigence est logique dans la mesure où l'opacité entourant les transactions sur *tokens* a été une des justifications données par les établissements de crédit classiques pour refuser d'ouvrir des comptes aux émetteurs et prestataires sur *tokens*.

Justement, et cela mérite d'être souligné, le projet introduit une obligation pour les établissements de crédit de mettre en place des règles

objectives, non discriminatoires et proportionnées pour régir l'accès de ces nouveaux acteurs aux services bancaires. Le projet précise d'ailleurs qu'en cas de refus persistant des banques : – les émetteurs ayant obtenu un visa ou les prestataires agréés pourront obtenir des

services de la Caisse des dépôts et consignations ; et

– les établissements récalcitrants devront justifier de leur refus auprès des régulateurs.

Après l'introduction du régime d'établissement de la propriété sur les titres financiers par inscription dans une *blockchain*, la France continuerait ainsi, avec la loi PACTE, de se doter d'un régime juridique souple et optionnel pour devenir un acteur majeur sur les actifs digitaux. Il faut espérer que ces développements positifs soient couronnés de succès. ■



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

1. Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.

2. Selon la directive 2009/110 CE, une valeur monétaire qui est stockée sous une forme électronique représentant une créance sur l'émetteur, qui est émise contre la remise de fonds aux fins d'opérations de paiement qui est acceptée par une personne autre que l'émetteur de monnaie électronique.

3. Voir en ce sens : K. Lachgar et J. Sutour, « Le token, un objet digital non identifié ? », *Option Finance*, novembre 2017.

4. La définition d'offre au public de jetons retenue par la loi PACTE est largement inspirée de celle en matière de titres financiers.

Loi PACTE : un renforcement du contrôle des conventions réglementées dans les SA et SCA

Le projet de loi PACTE¹ adapte le droit français à la directive UE 2017/828 du 17 mai 2017 sur les droits des actionnaires. Pour atteindre ce but, le texte prévoit notamment un ajustement de la procédure de contrôle des conventions réglementées prévue par le Code de commerce.



Par **Christophe Lefaillet**, avocat associé en corporate/fusions & acquisitions et en fiscalité (droits d'enregistrement et IFI). Il intervient particulièrement dans les opérations de fusion-acquisition du secteur immobilier. christophe.lefaillet@cms-fl.com



et **Marion Houdu**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Elle intervient en matière d'opérations de fusion-acquisition, de private equity, de restructurations internes et de droit des sociétés. marion.houdu@cms-fl.com

Il est prévu que les nouvelles dispositions entrent en vigueur à une date fixée par décret et au plus tard le 10 juin 2019. Il n'est pas encore certain, toutefois, que le calendrier national permette de respecter le terme fixé. Parmi les règles nouvelles figurerait l'obligation, pour les sociétés «cotées», de publier sur leur site Internet des informations relatives aux conventions réglementées.

La liste précise de ces informations devra être fixée par décret. Néanmoins, le projet de loi prévoit d'ores et déjà que

le défaut de publication sera sanctionné par un mécanisme d'injonction sous astreinte du président du Tribunal, dont l'initiative appartiendra à toute personne intéressée.

Le texte prévoit également la mise à disposition, aux actionnaires de sociétés anonymes (SA) et de sociétés en com-

mandite par actions (SCA), de la liste des conventions courantes conclues à des conditions normales.

Ces conventions, effectuées dans le cadre de l'activité ordinaire de la société, échappent au dispositif de contrôle des conventions réglementées. Aucune procédure de contrôle interne de ces conventions n'était actuellement prévue.

Le projet de loi ravive par ailleurs la notion d'intérêt indirect. L'information du conseil sur l'existence d'une convention réglementée incomberait désormais non seulement à la personne directement intéressée à la convention, mais aussi à celle qui l'est indirectement. Cette personne ne pourra prendre part ni aux délibérations ni au vote de l'autorisation sollicitée. De même, lors de l'approbation des conventions réglementées par l'assemblée générale, l'actionnaire directement ou indirectement intéressé ne pourra prendre part au vote.

Cependant, le projet de loi ne donne toujours pas de définition de la notion d'intérêt indirect, source d'insécurité juridique.

En outre, les voix des personnes directement ou indirectement intéressées à la convention réglementée seraient désormais prises en compte uniquement dans le calcul du *quorum* et non dans celui de la majorité. Cette mesure est favorable aux droits des actionnaires minoritaires. Elle permettrait en effet un vote utile de l'assemblée sur les conventions soumises à

son approbation, dès la première convocation. Le texte prévoit par ailleurs de modifier le champ des conventions qui doivent être mentionnées dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise. Ce rapport devait jusqu'ici mentionner les conventions intervenues, directement ou par personne interposée, entre les dirigeants et actionnaires à plus de

«Parmi les règles nouvelles figurerait l'obligation, pour les sociétés "cotées", de publier sur leur site Internet des informations relatives aux conventions réglementées.»

10 % et une société dont la SA ou la SCA posséderait, directement ou indirectement, plus de la moitié du capital. Le contrôle devra désormais être apprécié en fonction des droits de vote : le projet de loi prévoit de remplacer la possession directe ou indirecte de plus de la moitié du capital par le contrôle de la SA ou de la SCA, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, sur l'autre société.

Enfin, le projet de loi PACTE envisage que certaines SA et SCA ne soient désormais plus tenues de désigner un commissaire aux comptes, lorsque certains seuils ne sont pas dépassés. Il appartiendrait alors au président du conseil d'établir le rapport spécial sur les conventions réglementées à l'assemblée générale des actionnaires, ainsi que le rapport visant à couvrir la nullité en cas de défaut d'autorisation préalable du conseil. ■

¹ Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.

Loi PACTE : des mesures en faveur de la protection de l'innovation ?

Le projet de loi PACTE¹ tel que voté par l'Assemblée et déposé le 10 octobre 2018 porte en son sein diverses mesures destinées à «dynamiser l'innovation» dont certaines concernent la propriété industrielle. Plus précisément, le constat a été fait que les PME n'avaient pas suffisamment recours au dépôt de brevets par rapport à leurs concurrents étrangers ou aux grands groupes. La solution proposée consiste, d'une part, à allonger la durée de protection des certificats d'utilité de six à dix ans et, d'autre part, à permettre sous certaines conditions la transformation d'un certificat d'utilité en brevet (article 40).

L'approche vise donc à proposer des titres à coûts réduits. L'intention est louable mais force est de constater que les taxes de l'INPI² – au moins pour les premières années – sont déjà très raisonnables et que des systèmes de réduction pour les PME existent déjà. L'économie qui sera faite par les utilisateurs devrait donc être assez marginale dans la mesure où les principaux coûts sont ceux liés au travail de rédaction de la demande de brevet ou de certificat d'utilité.

Parallèlement, l'INPI reçoit de nouvelles missions. En effet, le texte (article 42) prévoit de mettre en place une procédure d'opposition devant l'INPI afin de permettre aux tiers de s'opposer «à moindre coût» à l'enregistrement d'un brevet français. Aujourd'hui, cette procédure n'existe pas : si un tiers souhaite remettre en question la validité d'un brevet, il doit saisir le Tribunal. D'autre part, le texte (article 42 bis) accroît aussi la tâche de l'INPI en modifiant la procédure d'examen : en plus de l'examen de la nouveauté de l'invention, l'office sera désormais tenu d'examiner la condition d'activité inventive.

Sur ces deux derniers points, la réforme est importante et rapproche le système français de celui de l'Office européen des brevets, qui est certainement un bon modèle. Cela étant, si la réforme pourrait alléger les coûts initiaux d'un dépôt, la réforme de la procédure d'examen des demandes et l'introduction d'une procédure d'opposition pourraient – au contraire – compliquer la tâche des entreprises souhaitant obtenir un brevet... Ces questions doivent encore être débattues au Sénat. ■



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

1. Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.
2. Institut national de la propriété industrielle.

Investisseurs et loi PACTE : vers un assouplissement du PEA en 2019

Dans un PEA, les plus-values et les dividendes ne deviennent taxables qu'en cas de retrait du plan. La fiscalité n'obère donc pas le réinvestissement et, dans le cas où le premier retrait n'intervient qu'au-delà de la cinquième année, les gains constatés à cette occasion supportent seulement 17,2% de prélèvements sociaux. Le contribuable échappe ainsi à l'impôt sur le revenu et à la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (soit une économie d'au moins 12,8%).

Ce dispositif est toutefois fortement encadré. Certains titres ne peuvent y être inscrits et il est difficile, en pratique, d'y inscrire des titres non cotés. Chaque contribuable ne peut ouvrir qu'un PEA et un PEA-PME (pour un foyer soumis à imposition commune, le double), avec des plafonds de versement respectivement fixés à 150 000 et 75 000 euros. Et les retraits entraînent la clôture ou l'impossibilité d'effectuer de nouveaux versements.

Le projet de loi PACTE apporterait plusieurs assouplissements¹, notamment les suivants :

- les retraits entre cinq et huit ans n'entraîneraient plus la clôture du plan, mais seulement un blocage des versements ;
- un premier retrait au-delà de huit ans n'entraînerait plus le blocage des versements ;
- en cas d'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire à l'encontre d'une société, les titres de cette société pourraient être retirés du PEA sans entraîner la clôture du plan ou le blocage des versements ;
- le seuil des versements pour un PEA-PME serait porté à 225 000 euros (moins ceux effectués sur un PEA classique) et le financement participatif y deviendrait éligible ainsi que (malgré des réserves du gouvernement) les obligations convertibles en actions non cotées et les parts de fonds professionnels de capital-investissement (FPCI). ■



Par **Florent Ruault**, avocat au sein du département de doctrine fiscale.
florent.ruault@cms-fl.com

1. Le projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises est en cours d'examen et il devrait être adopté définitivement au 1^{er} semestre 2019.

Déduction fiscale des charges financières : l'harmonisation européenne est en marche !



Par **Laurent Hepp**, avocat associé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity. laurent.hepp@cms-fl.com



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

Les acteurs économiques français ont cru pouvoir attendre 2024 pour voir le dispositif de limitation de la déduction fiscale des charges financières évoluer pour se rapprocher de celui applicable chez leurs voisins européens. Mais c'est finalement dès le 1^{er} janvier 2019 que cette complète redistribution des cartes devrait intervenir. En effet, comme ses partenaires européens, le gouvernement français a choisi de transposer dès la fin de cette année la directive européenne de lutte contre l'optimisation fiscale (ou «ATAD» pour *Anti Tax Avoidance Directive*) et les conséquences d'une telle réforme devraient être significatives pour le secteur du private equity, en France comme ailleurs en Europe.

En France : des cartes rebattues, qui pourraient faire quelques gagnants... et de grands perdants

Les entreprises le savent, le dispositif régissant la déductibilité des charges financières figure parmi les casse-têtes fiscaux les plus complexes élaborés par le législateur français. La réforme proposée par le Gouvernement tente à la fois de simplifier le régime existant et de l'adapter aux contraintes posées par la directive ATAD.

Nouvelle donne

Sur le premier plan, la simplification se traduirait schématiquement par la suppression du dispositif de lutte contre la sous-capitalisation, celui tenant à

localisation du centre de gestion des participations acquises par endettement (l'«Amendement Carrez») et celui du «rabet fiscal» (qui conduit à la réintégration de 25 % des charges financières nettes si celles-ci excèdent 3 millions d'euros chez un emprunteur ou au sein d'un groupe fiscalement intégré).

Sur le second, la transposition en droit interne de la directive ATAD prendrait la forme d'une nouvelle limite de déduction consistant à plafon-

ner la déduction fiscale des «charges financières nettes» d'une entreprise au plus élevé des deux montants suivants : 3 millions d'euros ou 30 % d'un «EBITDA fiscal».

Surtout, et c'est ici qu'intervient le changement d'approche fondamental, les charges financières visées correspondraient aux paiements reçus ou versés à raison de «toutes les formes de dettes», que celles-ci soient internes au groupe ou contractées auprès de tiers, indépendamment de leur date de souscription/tirage. Les sommes à prendre en compte ne seraient pas limitées aux intérêts, mais porteraient sur un certain nombre d'autres versements, parmi lesquels les «frais de dossier liés à la dette», les «frais de garantie relatifs à des opérations de financement» ou encore les paiements au titre des contrats de swap.

S'agissant de l'agrégat de référence pour déterminer le montant de charges financières nettes déductibles, celui-ci ne coïnciderait pas avec le solde intermédiaire de gestion comptable usuellement utilisé, mais correspondrait davantage

à un résultat fiscal reconstitué¹, l'idée sous-jacente étant que la base d'imputation des charges financières nettes ne pourrait être calculée que sur la base d'un résultat taxable (après exclusion, en particulier, des revenus exonérés).

Pour les groupes fiscalement intégrés, la détermination des charges financières

«Pour les groupes fiscalement intégrés, la détermination des charges financières nettes déductibles à proportion de l'EBITDA fiscal s'opérerait au niveau du résultat d'ensemble.»

nettes déductibles à proportion de l'EBITDA fiscal s'opérerait au niveau du résultat d'ensemble. Par ailleurs, l'actuel régime de sous-capitalisation resurgirait en filigrane puisqu'une entreprise dont le ratio dette «liée»/fonds propres excéderait le chiffre de 1,5 verrait en effet la limite de déduction de ses charges financières nettes afférentes à une telle dette liée divisée par trois : un million d'euros ou 10 % de l'EBITDA fiscal. Diverses clauses de sauvegarde permettraient

1. Modalités de calcul de «l'EBITDA fiscal»

Résultat fiscal taxable avant imputation des déficits fiscaux reportables
+ charges financières nettes
+ amortissements admis en déduction nets des reprises imposables
+ provisions pour dépréciation admises en déduction nettes des reprises de provisions imposables
+ gains et pertes soumis au taux des plus-values à long terme
= EBITDA fiscal

cependant aux entités ou groupes fiscaux mieux capitalisés ou moins endettés que le groupe consolidé auquel ils appartiennent de bénéficier d'un complément de déduction.

Enfin, les charges financières nettes non déductibles (auxquelles s'ajoutent transitoirement les éventuels stocks d'intérêts différés dans le cadre du régime actuel de sous-capitalisation) seraient reportables en avant sur les résultats des exercices futurs sans limite de temps et sans décote, sauf en cas de sous-capitalisation, auquel cas les intérêts déductibles afférents à la dette liée subirait une décote forfaitaire de deux tiers la première année. La capacité de déduction inemployée sur un exercice pourrait quant à elle être reportée sur les cinq exercices suivants.

Premier diagnostic

Au-delà de la conformité avec la norme constitutionnelle de certains dispositifs visés ci-dessus qu'il conviendra de réexaminer une fois le texte finalisé, cette réforme est susceptible de bouleverser l'écosystème fiscal du private equity. En effet, il existe intrinsèquement sur ce marché une asymétrie marquée entre, de manière très simplifiée, le profil fiscal des véhicules d'acquisition (endettés et ne réalisant pas d'EBITDA significatif) et celui des cibles (supportant le cas échéant une simple dette d'investissement et réalisant un EBITDA conséquent). Le principe général qui sous-tend la directive ATAD selon lequel la dette doit être placée au niveau des entités réalisant la marge opérationnelle n'est donc pas très adapté dans ce type de secteur et les règles ainsi édictées pourraient s'avérer nocives dans certains cas. Devraient cependant être plutôt gagnantes les structures fiscalement intégrées, fortement capitalisées et générant un EBITDA fiscal significatif. Celles-ci pourraient en effet déduire intégralement leurs charges financières nettes, là où 25 % de ces dernières sont aujourd'hui réintégrées en application du «rabet fiscal».

«Si certains Etats membres ont d'ores et déjà une réglementation équivalente qui ne nécessiteraient que des ajustements mineurs pour s'aligner sur la directive, nombreux sont ceux qui doivent encore transposer la règle de limitation de la déductibilité des charges financières.»

En revanche, sauf à pouvoir se prévaloir d'une clause de sauvegarde, les groupes non intégrés fiscalement (soit par choix, soit par contrainte notamment réglementaire) devraient être les principaux perdants. Il devrait en aller de même des groupes sous-capitalisés, par exemple du fait de difficultés économiques et financières opérationnelles et sans que celles-ci ne traduisent une quelconque optimisation fiscale. Plus généralement, ce dispositif risque de se traduire par des conséquences procycliques,

améliorant ainsi la déductibilité fiscale des charges financières nettes en période de croissance et la restreignant considérablement lors de crises économiques.

Reste enfin à espérer que l'attachement louable de la France à anticiper la transposition des textes européens ne se révélera pas néfaste pour la compétitivité fiscale des entreprises françaises au sein de l'Union. Ce faisant, la France s'alignera à tout le moins sur plusieurs Etats membres

qui ont d'ores et déjà mis en place des mesures équivalentes à celles prévues par la directive, aux premiers rangs desquels l'Allemagne.

Au sein de l'Union européenne

La transposition de la directive doit en principe intervenir avant le 31 décembre 2018, sauf à disposer d'une réglementation interne équivalente (la transposition pouvant alors être différée jusqu'au 1^{er} janvier 2024).

Si certains Etats membres ont d'ores et déjà une réglementation équivalente qui ne nécessiteraient que des ajustements mineurs pour s'aligner sur la directive, nombreux sont ceux qui doivent encore transposer la règle de limitation de la déductibilité des charges financières. Le tableau ci-après présente la situation de cinq Etats membres (Allemagne, Belgique, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni) en la matière². ■



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



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

² Comparatif établi avec le concours de Herman Boersen (CMS Pays-Bas), Aaron Fairhurst (CMS UK), William Jean-Baptiste (CMS Luxembourg), Dr. Tillman Kempf (CMS Allemagne) et Olivier Querinjean (CMS Belgique), avocats associés et Claire Aylward (CMS France), avocat.

Actualité internationale

Etat membre	Dispositif préexistant en droit interne	Réintégration au-delà de :	Définition de l'EBITDA	Application du dispositif au niveau des groupes ou sur une base individuelle
Allemagne	Oui, dispositif déjà applicable (modifications mineures envisagées).	Charges financières nettes déductibles à hauteur de : – 3 M€ ; ou – 30 % de l'EBITDA, si ce montant est plus élevé.	EBITDA fiscal : revenu imposable : – augmenté des intérêts, dépréciations et amortissements ; – corrigé des distributions déguisées et diminué des revenus exonérés (dividendes, produits de participation).	Application au niveau des groupes (définition large faisant référence aux entités sous contrôle commun). Clause anti-abus permettant l'application du dispositif aux entités <i>stand-alone</i> détenues à au moins 25 % par un associé détenteur d'un compte courant et dont les intérêts payés représentent au moins 10 % des charges. Clause de sauvegarde fondée sur le ratio dette/equity du groupe financièrement consolidé. Recours constitutionnel en cours.
Belgique	Non, le dispositif entrera en vigueur en 2020.	Charges financières nettes déductibles à hauteur de : – 3 M€ ; ou – 30 % de l'EBITDA, si ce montant est plus élevé.	EBITDA corrigé : – augmenté des amortissements et des intérêts déductibles ; et – diminué d'un certain nombre de déductions fiscales (notamment transferts intra-groupe, régime mère-fille, déductions liées aux revenus de brevets et d'innovation, des revenus exonérés en vertu d'une convention fiscale, partenariats public-privé).	Application au niveau des groupes (entités <i>stand-alone</i> exclues). Répartition du seuil d'application de 3 M€ et du ratio de 30 % de l'EBITDA entre les sociétés et établissements stables belges du groupe (selon décret à paraître). Possibilité de conclure une convention de déduction d'intérêts avec une autre société belge du groupe.
Luxembourg	Non, le dispositif entrera en vigueur en 2019.	Charges financières nettes déductibles à hauteur de : – 3 M€ ; ou – 30 % de l'EBITDA, si ce montant est plus élevé.	L'EBITDA est défini comme le total des revenus nets, majoré des intérêts d'emprunt nets, des amortissements et des dépréciations. Sont exclus de l'EBITDA les revenus exonérés d'impôt et les dépenses d'exploitation présentant un lien économique avec ces revenus.	Application au niveau des groupes. Toutefois, pour les groupes fiscalement intégrés, la limite de déduction des intérêts est calculée sur une base <i>stand-alone</i> .
Pays-Bas	Non, le dispositif entrera en vigueur en 2019.	Charges financières nettes déductibles à hauteur de : – 1 M€ ; ou – 30 % de l'EBITDA, si ce montant est plus élevé.	La notion d'EBITDA s'entend de l'EBITDA fiscal, c'est-à-dire qu'il ne tient pas compte des revenus exonérés.	Application au niveau des entités individuelles (<i>stand-alone</i>). Les groupes fiscalement intégrés sont considérés comme une entité individuelle. Absence de clause de sauvegarde sur la base sur ratio dette/equity du groupe.
Royaume-Uni	Oui, dispositif déjà applicable (modifications mineures envisagées).	Charges financières nettes déductibles à hauteur de : – 2 M€ ; ou – 30 % de l'EBITDA, si ce montant est plus élevé.	La limitation de la déduction des intérêts est appliquée en fonction : – soit de l'EBITDA fiscal, calculé au niveau des entités britanniques sur la base des règles fiscales locales ; – soit d'un plafond au niveau du groupe (<i>modified debt cap</i>) : dans ce cas, les intérêts nets payés par des sociétés UK ne peuvent excéder les intérêts nets ajustés du groupe.	Application au niveau des groupes. Le ratio de 30 % est appliqué à raison de l'EBITDA fiscal agrégé des groupes britanniques. Toutefois, l'EBITDA individuel des sociétés peut aussi être pertinent dans la mesure où il peut permettre un niveau de déduction différent de celui pratique à l'échelle du groupe.

Réforme de l'offre au public : peu d'impact sur les offres à gros ticket d'entrée

«**L** Autorité des marchés financiers (AMF) a initié le 21 juillet 2018 une réforme de l'offre au public de titres financiers dans le cadre de l'entrée en vigueur du règlement UE 2017/1129, dit «Prospectus 3». Cette modification actuelle ou en cours du règlement intérieur et des instructions et positions de l'AMF a un impact différent selon les offres hors du champ de l'offre au public de titres financiers. Pour mémoire, le Code monétaire et financier définit cinq cas distincts d'offres par nature hors du champ de l'offre au public, qui peuvent être regroupées en deux catégories d'exclusion du champ :

- à raison du montant émis ou souscrit (article L.411-2 I 1, 2 et 3) ; ou
- à raison des personnes auxquelles s'adresse l'offre, qualifiée dans ce cas de placement privé (article L.411-2 II 1 et 2).

Au sein de la première catégorie, une nouvelle subdivision peut être effectuée entre, d'une part les offres de faible montant (article L.411-2 I 1) et, d'autre part, les offres portant sur des titres au nominal d'au moins 100 000 euros ou sur un montant à souscrire d'au moins 100 000 euros, dites «offres à gros ticket d'entrée» (article L.411-2 I 2 et 3).

Pour mémoire, la réforme susvisée a impacté les offres de faible montant de deux manières :

- en les réunissant en une seule catégorie : les offres dont le montant est inférieur à 8 millions d'euros (article 211-2 1° du règlement général de l'AMF - RGAMF) ; et
- en imposant à l'émetteur non coté qui réalise une telle offre (hors site Internet de financement participatif) la publication d'un document d'information synthétique («DIS», articles 212-43 s. RGAMF et instruction DOC-2018-17).

En revanche, cette réforme n'a eu à ce jour aucun impact sur les offres à gros ticket d'entrée mais ceci pourrait évoluer à la marge avec la modification, toujours en cours, de la position AMF n° 2013-03.

Cette position précise le contenu de la communication financière liée aux offres à gros ticket

d'entrée des sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé. Cette communication financière est effectuée en deux temps. Le premier document à établir est le communiqué de lancement de l'offre dans lequel l'émetteur doit veiller à donner au marché toute l'information utile et suffisante, dont le contenu minimum est indiqué dans la position n° 2013-03 (nature et montant de l'opération, cadre juridique, nombre de titre émis, motifs, le fait que l'offre ne donne pas lieu à un prospectus soumis au visa de l'AMF, etc.). A l'issue de l'offre, la position susvisée prévoit un second document : le communiqué de résultat, diffusé pour informer le marché des modalités définitives de l'émission (montant émis, dilution et, le cas échéant, nouvelle répartition du

capital). Ces communiqués sont diffusés électroniquement et placés sur le site Internet de l'émetteur. Le projet de réforme de la position n° 2013-03, qui peut encore évoluer, tendrait notamment à maintenir ces deux communiqués en en détaillant les rubriques, en insistant sur la participation des principaux actionnaires et dirigeants et en étendant

le champ de cette communication aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociations non organisé. S'agissant des sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé, l'AMF avait précisé que leur obligation essentielle est une bonne information des actionnaires préalable au vote en assemblée générale extraordinaire des résolutions afférentes aux émissions de titres constituant une offre à gros ticket d'entrée. Cette information peut figurer notamment dans un communiqué publié ou encore dans un dossier transmis à chaque actionnaire, dans un délai suffisant avant l'assemblée générale. ■



Par **Thibault Jabouley**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Il intervient en matière de droit des sociétés cotées, de gouvernance d'entreprise, d'opérations de restructuration et de réorganisation de groupes familiaux. Il conseille également d'importantes sociétés françaises sur des opérations de droit boursier.
thibault.jabouley@cms-fl.com

De l'importance du délai impératif d'information du cédant dans les garanties de passif



Par **Benoît Gomel**, avocat en corporate/fusions & acquisitions. Il intervient dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition de sociétés, de capital-investissement, de restructurations et de private equity. benoit.gomel@cms-fl.com



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

Par trois contrats datés du 28 mai 2010, une société Gemma cédait à plusieurs acheteurs des droits sociaux contre un prix payable en plusieurs échéances. Une clause de garantie de passif avait été négociée, sa mise en jeu étant subordonnée à ce que les acheteurs avisent «le cédant de toute réclamation et notamment, de toute vérification fiscale, parafiscale ou sociale dont la société [cédée] pourra faire l'objet et l'avoir mis à même d'assurer la défense de ses intérêts», ceci pendant quatre ans, jusqu'au 30 juin 2014. Plus de deux années après avoir été informés d'un contrôle douanier susceptible d'entraîner une condamnation à payer divers droits et amendes douanières au titre de l'exploitation commerciale antérieure à la cession, les acheteurs ont fait part au vendeur de leur intention de se prévaloir de la garantie de passif stipulée dans leurs contrats de cession de droits sociaux. À cette fin, le solde des prix de cession fut unilatéralement placé sous séquestre sur un compte CARPA de leur avocat, à hauteur de la somme de 226 007 euros. Le vendeur obtint le paiement des sommes restant dues devant les juges du fond, à défaut pour les acheteurs de justifier de la réalité de l'application d'un redressement douanier ou fiscal prenant sa source antérieurement au 31 mai 2010 et donc susceptible d'impacter la valeur des parts sociales de la société cédée à cette date. Confrontée au pourvoi en cassation des acheteurs, la société cédante forma pourvoi incident contre le rejet de sa demande de déchéance du bénéficiaire de la clause de garantie de passif. L'intérêt de ce rejet est double¹.

Rappel de l'équilibre établi entre l'exigence de bonne foi du contractant et la force obligatoire du contrat

La décision rappelle en effet la portée des pouvoirs reconnus au juge en matière de sanction de la mauvaise foi contractuelle : «Elle ne l'autorise pas à porter atteinte à la substance même des droits

et obligations légalement convenus entre les parties»². Derrière cette solution classique, l'idée sous-jacente est de préserver la force obligatoire d'une convention de garantie négociée par les parties pour sécuriser une cession de droits sociaux. La mauvaise foi de l'acheteur ne doit alors pas suffire à dispenser le vendeur de son obligation³.

Rappel de la nécessité d'encadrer précisément le mécanisme d'indemnisation

L'autre intérêt pratique de la décision est de rappeler les conséquences dramatiques d'une convention mal rédigée et mal négociée. Fidèles à leur jurisprudence, les juges interprètent littéralement les termes des conventions de garantie et leur donnent leur plein effet, sans pallier les défaillances d'un texte mal ficelé.

En l'espèce, le garant n'avait pas prévu de délai particulier encadrant la possibilité pour le

bénéficiaire de former une réclamation à compter de la connaissance d'un préjudice potentiellement indemnisable. Les magistrats en prennent acte et refusent de sanctionner le bénéficiaire malgré une notification manifestement tardive. Cet arrêt ne doit pas, selon nous, être perçu comme remettant en cause la jurisprudence⁴ sanctionnant le non-res-

«L'autre intérêt pratique de la décision est de rappeler les conséquences dramatiques d'une convention mal rédigée et mal négociée.»

pect du délai de notification des réclamations par la forclusion en l'absence d'une autre sanction expressément prévue. En effet, l'hypothèse est ici différente car un délai avait été stipulé dans l'arrêt rendu en 2014, tandis que, on l'a dit, aucun délai ne figurait dans la garantie soumise à l'arrêt de 2018.

À la lecture de cet arrêt, on ne peut qu'appeler les rédacteurs d'actes et leurs clients à la prudence. Il démontre une fois encore que les juges apprécient ce type de convention avec l'idée qu'elle a été âprement négociée. Les conventions de garantie sont des conventions complexes qui doivent être, dans notre opinion et celle des tribunaux aussi semble-t-il, rédigées et négociées par des praticiens avisés. ■

1. Cass. com., 3 mai 2018, n° 16-20.741.

2. Cass. com., 10 juill. 2007, n° 06-14.768. – Cass. com., 15 mars 2011, n° 09-13.299.

3. Cass. com., 3 mai 2018, n° 16-20.741.

4. Cass. com., 21 oct. 2014, n° 13-11.805. Toutefois, si un délai a été stipulé sans être assorti d'une sanction contractuelle, la jurisprudence est plus fluctuante (Cass. com., 9 juin 2009, n° 08-17.843 - Cass. com., 5 mai 2009, n° 08-16.381).

LBO Dutreil : vers un assouplissement important du dispositif

Le mécanisme dit de «LBO Dutreil», instauré en 2009, s'apprête à vivre une petite révolution dans le cadre du projet de loi de finances pour 2019¹.

Bien connu des conseils en ingénierie patrimoniale, ce dispositif permet de combiner la technique du *Leverage Buy-Out* (LBO) et ses effets de levier financier et fiscal, avec l'exonération Dutreil² à concurrence de 75 % des droits de donation applicables aux transmissions intrafamiliales d'entreprises.

La situation est courante en pratique. Des parents détiennent une société opérationnelle qu'ils veulent en tout ou partie donner à leurs enfants³, lesquels ne sont toutefois pas nécessairement tous intéressés par la reprise. La technique consiste alors, dans le cadre d'une donation-partage, à ce que les parents transmettent leurs titres aux enfants repreneurs, à charge pour eux de verser une soulte aux enfants non repreneurs pour que le partage puisse opérer. Faute de liquidités, la soulte⁴ est alors fréquemment financée par emprunt bancaire. C'est ici que le dispositif trouve à s'appliquer : les repreneurs peuvent apporter leurs titres et leur dette de soulte à une holding dédiée qui contractera l'emprunt afin de permettre le paiement de la soulte. Cet emprunt sera remboursé par le versement de dividendes, très peu fiscalisés en raison de l'application du régime mère-fille au niveau de la holding.

Ce dispositif est aujourd'hui encadré par des conditions d'application très strictes qui ont rendu son attrait tout relatif. Le PLF 2019 entend en gommer les principales rigidités.

L'apport pourrait désormais être réalisé en période d'engagement collectif de conservation

L'exonération Dutreil impose une conservation des titres transmis pendant une période globale de six ans, qui se décompose en une période de conservation collective de deux ans suivie d'une période de conservation individuelle de quatre ans.

Dans le régime actuel, l'apport des titres par les enfants repreneurs ne peut être effectué que pendant la période d'engagement individuel de conservation, ce qui impose d'attendre la fin de la période d'engagement collectif de deux ans pour réaliser l'opération. Cette contrainte entrave fortement la mise en œuvre des opérations. Le PLF 2019 projette d'y remédier en autorisant désormais la réalisation de

l'apport en période d'engagement collectif. L'apport pourrait donc suivre la donation sans délai.

La condition liée à l'objet exclusif de la holding serait abandonnée

La holding doit aujourd'hui avoir pour unique objet la gestion de son propre patrimoine, lequel doit être constitué exclusivement de titres de la société transmise⁵ et ce, pendant les deux périodes d'engagement de conservation. Cette condition serait assouplie. L'actif brut réel de la holding n'aurait plus à être exclusivement composé des titres apportés,

mais seulement à hauteur d'au moins 50 %. La holding pourrait donc détenir des actifs non liés à l'entreprise reprise et exercer d'autres activités en parallèle de son activité de holding (telles que l'animation d'un groupe ou la fourniture de prestations de services).

Le capital de la holding pourrait être ouvert à des tiers

Aujourd'hui, la holding doit être détenue en totalité par les bénéficiaires de l'exonération Dutreil et, éventuellement, par les parents sous réserve qu'ils demeurent minoritaires. Cette condition de détention de la holding serait ramenée à 75 % du capital et des droits de vote, les parents pouvant désormais être majoritaires. Des tiers pourraient donc entrer au capital de la holding dans la limite de 25 %, permettant ainsi l'association de managers et l'arrivée de fonds d'investissement minoritaires.

Sous réserve de leur adoption définitive par le Parlement, ces mesures – qui entreraient en vigueur au 1^{er} janvier 2019 – donneraient sans nul doute un second souffle aux opérations de *Family Buy-Out* réalisées sous le bénéfice du régime Dutreil. ■



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

1. PLF 2019.

2. Prévue par l'article 787 B du Code général des impôts.

3. Une autre partie pouvant par ailleurs être cédée.

4. Et, le cas échéant, le prix des titres cédés.

5. Ou de sociétés de son groupe ayant une activité similaire ou connexe et complémentaire.

Des perspectives plus nuancées pour les opérations de fusion-acquisition en Europe

L'intérêt pour les opérations de fusion-acquisition en Europe, quoique plus nuancé, demeure fort, selon la 6^e édition de l'étude CMS sur les perspectives du marché européen des fusions-acquisitions (CMS European M&A Outlook 2018), publiée en collaboration avec Mergermarket.



Par **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

En comparaison avec l'optimisme que traduisait l'enquête 2017, les résultats de cette année sont plus nuancés. Même si la très grande majorité des répondants restent confiants, 10 % d'entre eux s'attendant à un ralentissement des fusions-acquisitions en Europe, craignant une détérioration des conditions de financement dans les prochains mois en raison de prévisions de croissance revues à la baisse ou d'un contexte géopolitique plus incertain. Par rapport à l'année précédente, si le volume de transactions a baissé par rapport à 2017 (-12 %), la valeur a quant à elle augmenté (+16 %).

L'étude signale également l'impact croissant de l'environnement réglementaire sur les transactions. Les dispositifs d'autorisation des investissements étrangers tendent à se renforcer et les entreprises doivent s'investir dans les sujets compliance, au sens le plus large, pour assurer leur conformité, notamment à la loi Sapin II et au RGPD.

Au premier semestre 2018, l'activité au Royaume-Uni était en hausse, portée par des valorisations plus attractives, alors qu'en Allemagne, les prix sur le marché du private equity sont plus élevés que jamais

comme le confirment les chiffres publiés le 31 octobre par nos confrères allemands de CMS dans le Private Equity Panel 2018/III.

Mais gare aux mauvaises surprises : dans les douze mois suivant la réalisation d'une opération de M&A, plus de la moitié des acquéreurs ont découvert dans la cible des risques financiers significatifs, 47 % des risques opérationnels et IT, 42 % des risques réglementaires et juridiques et 30 % des risques de compliance. Les moyens envisagés pour se prémunir de ces risques restent classiques : 78 % des répondants se reposent sur les déclarations et garanties et 62 % s'appuient sur des *due diligences* plus approfondies, étant rappelé que même en cas de recours à une assurance de garantie de passif, les acquéreurs doivent conforter l'assureur sur la qualité des diligences réalisées. ■

Methodologie de l'étude :

Au 2^e trimestre 2018, l'opinion de 230 dirigeants d'entreprises et de fonds de private equity en Europe a été recueillie à propos du marché européen des fusions-acquisitions pour les douze mois à venir.

En savoir plus :

cms.law/fr/FRA/Publication/CMS-European-M-A-Outlook

C/M/S' Francis Lefebvre

Avocats

2 rue Ancelle 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex
T +33 1 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 1489 du Lundi 10 décembre 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

