

# LA LETTRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 30 mars 2015

## AU SOMMAIRE

### Dossier

#### Nouveaux instruments de financement, nouvelles garanties

- De nouveaux horizons pour la fiducie après le Budget 2015 p. 2
- Le cadre légal du crowdequity : la nouvelle donne du financement participatif p. 5
- Le limited partnership à la française p. 7

### Actualités

- Parution de la 3<sup>e</sup> édition du guide *Obligations et responsabilités des dirigeants de sociétés dans le monde* p. 9
- La cession d'actifs essentiels d'une société au cœur des débats p. 10
- Actionnariat salarié : les réformes annoncées de la loi Macron p. 11

## EDITORIAL

### Innovation(s)

**S**chumpeter (1883 - 1950) définissait l'innovation comme l'un des fondements du dynamisme de l'économie. Le penseur autrichien avait à l'esprit un modèle inspiré de la création technologique et commerciale. Sa célèbre théorie de la destruction créative et le rôle central qu'il donnait aux entrepreneurs en font un auteur inspirant pour les professionnels du Private-Equity.

La valeur de l'innovation juridique et fiscale est plus complexe à déterminer. Bien entendu, nous nous efforçons d'inventer et de mettre en œuvre des idées et des montages nouveaux, qui créent par eux-mêmes de la valeur. Comme des Nicolas Flamel cherchant la pierre philosophale capable de transformer le plomb en or, nous aimons croire que nous générons une richesse et la mettons au service de nos clients. Cependant, notre rôle et celui du droit sont parfois, plus modestement, de permettre la réalisation de projets financiers, industriels et commerciaux. La créativité juridique est alors un auxiliaire de l'innovation «Schumpetérienne».

Cette nouvelle livraison de la «Lettre des Fusions-acquisitions et du Private Equity» consacre une large part à l'innovation. Dans un domaine aussi technique que celui des montages de Private-Equity, la bonne innovation consiste souvent et de manière finalement assez simple, à écartier un obstacle, à simplifier une procédure, à limiter un frottement fiscal ou à clarifier un texte. Notre article sur la fiducie sur titres est une bonne illustration de ce mécanisme. La fiducie est aujourd'hui bien installée dans le paysage juridique français mais son potentiel d'utilisation est considérable, notamment dans le financement d'acquisition ou plus largement les opérations sur titres. Ici, innover, c'est clarifier la législation et neutraliser certaines conséquences fiscales de multiples types de montages (financement d'acquisition, acquisition différée, sécurisation d'une opération de financement structuré, titrisation, etc.). Nos articles sur le crowdfunding et la société de libre partenariat consacrent un autre aspect de l'innovation juridique : la création d'un cadre clair permettant de réaliser de manière plus simple et sécurisée des opérations attendues par les acteurs du marché.

Dans tous ces exemples, c'est bien entendu la meilleure compétitivité de notre droit national qui est mise au service de l'intelligence et de la créativité des entrepreneurs. L'innovation juridique est un moteur du cycle «Schumpetérien», en ce qu'elle permet de nouvelles idées de se concrétiser et d'exister sur les marchés, là où elles cohabiteront avec d'autres pratiques anciennes, jusqu'à parfois les remplacer.

Dans notre «Lettre des Fusions-acquisitions et du Private Equity» de décembre 2014, nous annonçons plein d'espoir l'avènement d'un âge de raison dans lequel de nouvelles lois contribueraient à la croissance. Cet optimisme et cette confiance sont toujours nôtres en ce début d'année 2015 : nous croyons plus que jamais dans le progrès. ■

Grégory Benteux, avocat associé

## De nouveaux horizons pour la fiducie après le Budget 2015



Par **Grégory Benteux**, avocat associé, droit bancaire et financier. Il intervient en matière de titrisation et de dettes et financements structurés.  
gregory.benteux@cms-bfl.com



**Alexandre Bordenave**, avocat. Il intervient en matière de titrisation et de dettes et financements structurés.  
alexandre.bordenave@cms-bfl.com



et **Jean-Charles Benois**, avocat, spécialisé 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-bfl.com

**A**près un long accouchement, entre 2007 et 2009, la fiducie-sûreté resurgit à la faveur du Budget 2015, qui étend la neutralité fiscale de la mise en fiducie de titres aux régimes mère-fille et d'intégration fiscale. Si cette réforme était principalement motivée par des projets de financement de sociétés en difficulté, nul doute qu'elle pourra trouver à s'appliquer dans le financement d'opérations d'acquisition, notamment sous la forme de LBO, avec des conséquences significatives dans leur structuration.

Ayant longtemps fait figure d'arlésienne, la fiducie a été introduite par la loi du 19 février 2007 dans le Code civil, dont l'article 2011 dispose qu'elle est «l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires».

La fiducie a pour elle sa plasticité, qui permet en particulier de l'utiliser aux fins de sûreté, cas spécifiquement prévu par les articles 2372-1 et suivants et 2488-1 et suivants du Code civil. Cette fiducie-sûreté consiste à transférer à des fins de garantie des biens ou droits à un patrimoine fiduciaire, dont le fiduciaire serait le plus souvent l'établissement agent du crédit. L'avantage décisif de la fiducie-sûreté consiste, en pareil cas, en sa résistance à la faillite (au sens large) du constituant : en effet, les biens ou droits transférés à la fiducie étant sortis du patrimoine de ce dernier, l'ouverture d'une procédure collective à son égard n'empêche pas le bénéficiaire de réaliser la fiducie-sûreté.

Cela explique que le recours à la fiducie soit envisagé de manière quasi-systématique dans les opérations de restructuration de dettes. Néanmoins, ce succès doit être relativisé : en dehors du cadre précité, la fiducie demeure relativement peu utilisée pour des raisons tenant tant à sa relative complexité qu'à sa neutralité fiscale qui, quoique de principe, demeurerait incomplète. En effet, jusqu'à récemment, la remise en fiducie de titres de sociétés conduisait à la perte des régimes mère-fille et d'intégration fiscale par le constituant, voire à un surcoût du fait des «dé-neutralisations» le cas échéant induites par la sortie du groupe fiscalement intégré des filiales transmises en fiducie, soit autant de frottements fiscaux incompatibles avec les exigences économiques de nombreuses opérations de financement.

**«Le Budget 2015 modifie les régimes mère-fille et d'intégration fiscale afin de permettre à la société-mère ou tête de groupe ayant la qualité de constituant dans le cadre d'une fiducie de continuer de bénéficier de ces deux régimes.»**

Cette situation a été corrigée dans le cadre du Budget 2015<sup>1</sup>, qui modifie les régimes mère-fille et d'intégration fiscale afin de permettre à la société-mère ou tête de groupe ayant la qualité de constituant dans le cadre d'une fiducie de continuer de bénéficier de ces deux régimes. Ainsi, s'agissant du régime mère-fille, ce dernier resterait applicable

pour l'avenir comme pour le passé (absence d'interruption du délai de détention de deux ans), nonobstant la remise en fiducie des titres de la filiale concernée, pourvu cependant que l'ensemble des autres conditions soit satisfait, et que le constituant conserve les droits de vote attachés aux titres transférés, ou que le fiduciaire exerce ces droits dans le sens donné par le constituant. Le même critère de maintien des droits de vote «à la main» du constituant est imposé dans le cas du maintien du régime d'intégration fiscale.

## Le dilemme de la conservation des droits de vote

Les critères alternatifs posés par les articles modifiés du Code général des impôts méritent d'être étudiés précisément, puisque de leur respect dépend le maintien du régime mère-fille ou d'intégration fiscale. Pour commencer, il faut admettre que la première option, à savoir la conservation des droits de vote par le constituant, laisse songeur. En effet, les droits de vote étant par nature attachés aux titres dont la propriété a été transférée à la fiducie, on peine à imaginer comment ils pourraient demeurer entre les mains du constituant nonobstant le transfert des titres. Certes, on pourrait procéder à un démembrement de propriété, conformément auquel l'usufruit des titres incluant les droits de vote serait laissé au constituant et la nue-propriété seule transférée à la fiducie, ou encore recourir ponctuellement (à l'occasion de chaque assemblée générale) à des prêts de titres par le fiduciaire au constituant. Outre que leur mise en œuvre semble lourde et est susceptible d'induire des conséquences fiscales particulièrement dommageables au regard de l'éligibilité aux régimes mère-fille et d'intégration fiscale<sup>2</sup>, ces dernières solutions présentent l'inconvénient que la convention d'usufruit ou celle de prêt de titres pourraient être analysées comme des conventions de mise à disposition au sens de l'article L. 622-23-1 du Code de commerce : elles seraient, par principe, insusceptibles d'être résiliées en cas d'ouverture d'une procédure collective à l'égard du constituant, privant ainsi une partie substantielle de ses effets en cas de réalisation. C'est pourquoi on recourra plus volontiers à l'exercice des droits de vote par le fiduciaire dans le sens déterminé par le constituant, qui paraît juridiquement plus simple et robuste. En effet, cette possibilité revient peu ou prou à prévoir dans la convention de fiducie des clauses de vote en application desquelles le fiduciaire est tenu de voter aux assemblées générales de la société dans un sens arrêté par le constituant. Dans chaque cas, il est possible de convenir de limitations «pour protéger les intérêts financiers du ou des créanciers bénéficiaires de la fiducie».

**«Le choix entre une fiducie portant sur des titres et une fiducie portant sur d'autres actifs est désormais bien plus ouvert.»**

En pratique, ces limitations pourraient prendre la forme de droits de veto ou d'obligations de ne pas faire mises à la charge du constituant et/ou du fiduciaire. Reste à en imaginer l'objet : les conventions de nantissement de compte-titres sont familières de telles clauses, mais compte tenu de l'enjeu fiscal ici en cause il est nécessaire de soupeser avec attention quelles limitations sont susceptibles de protéger les intérêts des bénéficiaires. Spontanément, on songe à l'interdiction de voter toute augmentation ou diminution de capital, de voter certaines décisions ayant directement ou indirectement pour objet d'aggraver significativement l'endettement de la société, etc. Cependant, et en l'absence de commentaires administratifs publiés à ce jour, il paraît recommandé de retenir une approche restrictive de cette faculté offerte par le texte, étant entendu qu'il serait souhaitable que la doctrine fiscale qui sera publiée (comme l'application qui en sera faite lors de contrôles) fasse preuve du même pragmatisme que celui affiché par le

législateur.

Au final, il apparaît qu'en dépit des questions diverses qui ne manqueront pas de se poser (telles que celles du débiteur de la responsabilité de l'associé s'agissant de titres remis en fiducie ou de l'application des règles de franchissement de seuil dans un tel cas), le choix entre une fiducie portant sur des titres et une fiducie portant sur d'autres actifs est désormais bien plus ouvert car affranchi de l'épée de Damoclès fiscale que constituait le risque de perte du régime mère-fille et d'intégration fiscale. Aussi, les motivations qui conduiront à remettre en fiducie à titre de garantie certains actifs plutôt que des titres devraient désormais tenir plus à des considérations relatives au transfert lui-même (en termes de formalités, par exemple), à la difficulté plus ou moins grande en termes de gestion que peut présenter pour le fiduciaire un actif transféré en fiducie, à la liquidité des actifs, aux droits de mutation le cas échéant applicables, etc.

## Une alternative à la «double Luxco» ?

Par ailleurs, il est raisonnable de penser que, puisque la fiducie sur titres ne serait plus préjudiciable en elle-même au regard de la fiscalité

1. Article 71 de la Loi de finances rectificative pour 2014.

2. La jurisprudence considérant, en effet, qu'un tel démembrement de propriété est incompatible avec le maintien du régime mère-fille et probablement de celui de l'intégration fiscale.

directe, elle devrait obérer l'avenir des structures dites «double LuxCo». Rappelons que ces dernières, imaginées sous le coup du traumatisme de l'affaire Cœur Défense, consistent à prévenir les conséquences pour le prêteur de l'ouverture d'une procédure concernant le véhicule *ad hoc* français constitué pour les besoins d'une opération de financement donnée. Pour ce faire, ce véhicule est doté de deux sociétés holding constituées au Luxembourg. La seconde de celles-ci, la «grand-mère» de la société française donc, nantit en garantie du financement les titres de la première holding luxembourgeoise : de la sorte, l'on espère que, sur le fondement de l'article 5 du règlement 1346/2000, cette sûreté ne subira pas les affres de la procédure collective française car constituée à l'étranger et portant sur des actifs mobiliers, et ce même si le centre des principaux intérêts de l'une ou l'autre des sociétés luxembourgeoises venait à être fixé en France par un tribunal s'estimant compétent. Intellectuellement séduisante, la structure

dite «double LuxCo» n'est pourtant pas exempte de toutes critiques : non seulement la création puis la gestion des «LuxCo» génèrent des coûts de fonctionnement importants et a pour corollaire nécessaire de traiter en dette «liée» pour les besoins des dispositifs fiscaux de sous-capitalisation l'ensemble de la dette bancaire ainsi garantie, mais au surplus rien ne dit qu'elle passera sous les fourches caudines d'un tribunal français jaloux de sa compétence. Cela devrait être encore plus le cas lorsque le nouveau règlement européen sur les procédures d'insolvabilité, adopté par le Conseil de l'Union européenne le 4 décembre 2014, sera en vigueur. En effet, ce texte renforce de manière générale la lutte contre le *forum shopping* et institue une vérification de compétence que les créanciers, dans la ligne de la jurisprudence Eurofood (CJCE, 2 mai 2006, aff. C-341/04), pourront remettre en cause à l'occasion d'un recours judiciaire. La prétendue solidité de la «double LuxCo» pourrait s'en trouver sérieusement affectée.

La fiducie semble une alternative réaliste et solide à cette structure héritée de la pratique. En premier lieu, elle aboutit à un résultat similaire, à savoir la possibilité pour le bénéficiaire de

contrôler *in fine* le placement sous sauvegarde du véhicule *ad hoc* supportant l'endettement (ledit contrôle procédant de l'isolement dans un patrimoine fiduciaire des titres de capital du véhicule *ad hoc* qui permet de réaliser la fiducie-sûreté et donc de devenir l'associé dudit véhicule). En second lieu, elle bénéficie d'un régime juridique et désormais fiscal, clairement établi par la loi et ménageant les intérêts tant du constituant que du bénéficiaire. A cette aune, on peut raisonnablement imaginer la fiducie remplacer peu à peu les structures de «double LuxCo». Au préalable, cela nécessitera sans doute que le législateur français, et son intérêt paraît le commander, modifie l'article 212 du Code général des impôts pour y inclure la fiducie parmi les sûretés n'ayant pas pour effet

de requalifier les dettes tierces garanties par une entité du groupe en dettes «liées» prises en compte dans le calcul du ratio de sous-capitalisation. En effet, sans cette modification, la fiducie (pourtant réputée fiscalement neutre) viendrait aggraver ledit ratio pour

**«On peut raisonnablement imaginer la fiducie remplacer peu à peu les structures de "double LuxCo".»**

les financements consentis à une société liée au constituant et garantis par les titres transférés au patrimoine fiduciaire (cas par exemple des financements scindés en deux, et consentis à l'acquéreur d'une part, et à sa société-mère d'autre part, aux fins de mise en place d'une subordination structurelle) et pourrait donc s'avérer peu enviable pour le groupe du constituant. La disposition fiscale précitée prévoyant une exception pour le nantissement du compte-titres sur lequel les titres de l'entité liée au débiteur sont inscrits, il est difficilement envisageable que la fiducie demeure traitée différemment d'une sûreté dont elle est intrinsèquement proche. ■

# Le cadre légal du crowdequity : la nouvelle donne du financement participatif

**L**e crowdfunding signifie en français littéralement «le financement par la foule», ou financement participatif. Traditionnellement, le crowdfunding se divise en trois catégories : le don avec ou sans contrepartie, le prêt ou crowdlending et la prise de participation ou crowdequity. Le crowdfunding s'est développé exponentiellement ces dernières années et a vocation à devenir un vecteur majeur du financement dans les années à venir. Le Gouvernement français a souhaité créer un régime dérogatoire pour encourager le développement de cette pratique. L'ordonnance du 30 mai 2014 (l'«Ordonnance») relative au financement participatif et son décret d'application en date du 16 septembre 2014 (le «Décret») posent les premières pierres du cadre réglementaire du crowdfunding en France.

## Les plateformes habilitées à faire du crowdlending

Le Code monétaire et financier reconnaît désormais une nouvelle exception au monopole bancaire, permettant à des particuliers de consentir des prêts rémunérés à d'autres personnes physiques ou morales. Le plafond de prêt a été fixé à 1 000 euros et à 4 000 euros pour un prêt sans intérêts et le plafond global emprunté ne pourra dépasser le million d'euros. La réception de fonds en faveur d'un tiers constituant un service de paiement, les plateformes devront se soumettre à un statut d'établissement de paiement limité. Ce statut dérogatoire sera ouvert aux plateformes dont le montant total prévisionnel d'emprunt ne dépassera pas un plafond de 3 millions d'euros par mois. Ces plateformes devront alors disposer d'un capital minimum de 40 000 euros. Enfin, la mise en relation des prêteurs et des porteurs de projets constituant une opération d'intermédiation bancaire, l'Ordonnance a créé un

nouveau statut d'intermédiaire en financement participatif (IFP) chargé de mettre en relation, via un site Internet, les porteurs de projets et les personnes qui souhaitent financer ce projet.

## Les plateformes habilitées à faire du crowdequity

Les plateformes de financement participatif par souscription de titres financiers auront le choix entre deux statuts : Conseiller en Investissement Participatif (CIP) et Prestataire en Service d'Investissement (PSI).

### Les CIP

Le statut de CIP a été créé par l'Ordonnance. Ce statut s'adresse aux personnes morales établies en France exerçant à titre de profession habituelle une activité exclusive de conseil en investissement portant sur des offres de titres financiers au moyen d'un site Internet. L'accès à ce statut est subordonné à l'immatriculation au registre des intermédiaires (ORIAS) et à l'adhésion à une association professionnelle agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Les dirigeants sont soumis à des règles de compétence et d'honorabilité.

Les CIP doivent obéir à des règles d'organisation et de bonne conduite. Ils doivent se comporter avec loyauté et surtout, toujours prendre en compte au mieux les intérêts de leurs clients (mise en garde contre les risques d'investissements, réalisation d'une véritable «due diligence» avant de proposer une offre sur le site, être transparents sur les frais et leur rémunération, etc.). Les CIP doivent aussi souscrire une assurance de responsabilité civile professionnelle. Le statut de CIP est accessible sans contrainte capitalistique mais limite le type d'opérations proposées aux actions ordinaires et aux obligations à taux fixes. Un CIP ne peut pas proposer ses services au sein de l'Espace Economique Européen.

**«La réception de fonds en faveur d'un tiers constituant un service de paiement, les plateformes devront se soumettre à un statut d'établissement de paiement limité.»**



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



et **Jérôme Sutour**, avocat associé, responsable du département Services financiers.  
jerome.sutour@cms-bfl.com

## Les PSI

Les PSI sont selon l'AMF des «entreprises d'investissement et des établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement. L'exercice de chacun de ces services est soumis au respect de règles de bonne conduite et d'organisation ; après avis de l'AMF, l'agrément est délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) qui tient à jour la liste des prestataires agréés».

Les contraintes capitalistiques du PSI sont importantes puisque son agrément est subordonné à la constitution d'un capital minimum de 50 000 euros s'il ne détient pas de fonds appartenant à la clientèle et de 125 000 euros minimum s'il en détient. Cependant, le PSI sera en mesure de disposer d'un passeport européen et de proposer toutes les catégories de titres financiers.

## Le label «plateforme de financement participatif régulée par les autorités françaises»

Les plateformes de crowdfunding sont soumises à des contraintes strictes de transparence, de bonne conduite, de compétences et d'incompatibilités, de site Internet à accès progressif, tout cela en vue de protéger le client. Un label «plateforme de financement participatif régulée par les autorités françaises» va être mis en place progressivement. Son but sera de donner un signal de confiance supplémentaire aux internautes.

## Crowdequity : les dérogations au droit boursier et au droit des sociétés

### La dispense de prospectus

En matière boursière, chaque plateforme de crowdfunding était susceptible d'entrer dans le champ d'application de l'offre de titres au public, imposant en conséquence le dépôt et le visa AMF d'un prospectus. L'Ordonnance et le Décret ont dispensé de l'établissement d'un prospectus l'offre qui :

- porte sur des titres financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;
- est proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services ou d'un conseiller en financement participatif par le biais d'un site Internet respectant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'AMF ;
- est d'un montant total inférieur à 1 million d'euros

calculé sur une période de 12 mois qui suit la date de la première offre.

Même lorsque ces conditions sont remplies, un certain nombre d'informations devront être obligatoirement disponibles.

## La possibilité d'investir dans des sociétés par actions simplifiées (SAS)

En droit français, il est interdit aux SAS de faire des offres aux investisseurs individuels. Cependant, à la suite de la réforme, les SAS sont également éligibles au crowdfunding. En contrepartie, elles perdent une partie de leur souplesse.

Ainsi, la SAS devra appliquer certaines règles prévues pour la consultation des actionnaires de société anonyme (SA) en assemblée :

- les modifications des statuts ne pourront être décidées qu'en assemblée générale extraordinaire dans les mêmes conditions de quorum et de majorité que pour les SA et les autres décisions collectives relèveront de la compétence de l'assemblée ordinaire dans les mêmes conditions ;
- l'assemblée ne pourra délibérer que sur les questions inscrites à l'ordre du jour ; toutefois, comme

**«A la suite de la réforme, les SAS sont éligibles au crowdfunding. En contrepartie, elles perdent une partie de leur souplesse.»**

dans les SA, elle pourra en toutes circonstances révoquer et remplacer les administrateurs et les membres du conseil de surveillance si la SAS comporte ce type de dirigeants ;

– le droit de vote attaché aux actions devra être le même que dans les SA (droit proportionnel à la quotité de capital, sauf institution dans les statuts d'un droit de vote double ou d'un plafond limitant le nombre de voix pour chaque associé).

Bien que le texte ne le précise pas, ces règles s'appliqueront nonobstant toute clause contraire des statuts à compter du jour où les titres de la société seront proposés sur Internet.

Enfin, la convocation des associés devra être faite dans des conditions de forme et de délai fixées par décret. Toute assemblée irrégulièrement convoquée pourra être annulée. Toutefois, l'action en nullité ne sera pas recevable lorsque tous les associés seront présents ou représentés.

Il convient de noter que si la société proposant les titres est une holding ayant pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, les modifications statutaires sont également requises pour la SAS dans laquelle elle détient des participations. ■

## Le limited partnership à la française

Le projet de loi Macron, récemment adopté en première lecture par les députés, entend créer un nouveau véhicule de capital investissement : la société de libre partenariat<sup>1</sup> (SLP). Avec ce nouveau véhicule, le législateur souhaite renforcer l'attractivité de la place de Paris, en la dotant d'une structure qui puisse concurrencer les «*limited partnerships*» anglo-saxons et les sociétés en commandite spéciales luxembourgeoises<sup>2</sup>.

### Le régime juridique de la SLP

La SLP est envisagée comme une forme particulière de société en commandite simple (SCS) entrant dans le champ des fonds professionnels spécialisés (FPS) de l'article L. 214-154 du Code monétaire et financier (CMF), la catégorie la plus souple des fonds d'investissements alternatifs (FIA) par nature de l'article L. 214-24-II du CMF. Ainsi, qu'elle soit autogérée ou qu'elle s'appuie sur un gestionnaire externe relevant de la directive 2011/61/UE (le Gestionnaire), la SLP est tenue de désigner un dépositaire comme tous les autres FIA par nature. Cette double nature de la SLP (SCS et FIA) en fait un objet juridique unique.

### Particularités par rapport à la SCS

Tout d'abord, l'article L. 211-14 du CMF serait modifié pour que les parts émises par la SLP, même si elles ne sont pas négociables, relèvent de la catégorie des titres financiers<sup>3</sup>. Pour tenir compte du régime particulier des FPS, les SLP pourraient établir leurs statuts en anglais dès lors que l'extrait pour le registre du commerce et des sociétés est en français. En outre, les SLP pourraient émettre différentes catégories de parts donnant des droits différents sur l'actif du véhicule, tant durant sa vie qu'au stade de sa liquidation.

Si l'objet de la SLP est par nature plus restreint que celui d'une SCS classique puisqu'elle est constituée en vue de gérer un portefeuille d'actifs, il n'est pas cantonné aux seuls instruments

financiers puisque ces actifs doivent respecter les quatre conditions classiques des FPS : avoir la nature de bien, ne pas faire l'objet de sûretés autres que celles nécessaires à la gestion, pouvoir faire l'objet d'une valorisation fiable et disposer d'une liquidité en ligne avec celle du véhicule.

Pareillement, une SLP pourrait non seulement disposer de plusieurs patrimoines organisés autour de compartiments répondant de manière indépendante de leur passif avec leurs actifs propres mais également réaliser des émissions de parts selon les mêmes règles d'engagement que les autres véhicules de capital investissement.

Enfin, la SLP n'est pas soumise au régime classique de la faillite.

**«C'est sur son organisation interne que la société de libre partenariat apparaît particulièrement innovante.»**

### Particularités par rapport aux FIA

Comme toutes les SCS, la SLP compterait deux types d'associés, les commanditaires et les commandités. Toutefois, à la différence des commanditaires, les commandités ne sont pas tenus de répondre aux conditions classiques applicables aux

investisseurs dans les FPS.

Un autre point de différence avec les autres FPS réside dans le fait que le projet prévoit que les statuts de la SLP constituent son prospectus là où les statuts de la SICAV ne sont qu'un document lié, mais indépendant, du prospectus.

Toutefois, c'est sur son organisation interne que la SLP apparaît particulièrement innovante.

A la différence des SCS classiques, le projet prévoit que la SLP compte un ou plusieurs gérants qui n'ont pas nécessairement la qualité d'associé. Ce statut de gérant est distinct de celui de Gestionnaire qui est défini comme la personne assumant le pouvoir de gestion du portefeuille, réservé au Gestionnaire. Ainsi, le gérant n'est pas nécessairement le Gestionnaire et ce dernier n'est pas non plus, du seul fait de sa capacité à prendre des décisions d'investissement et à représenter la SLP à cette fin, un gérant.

Dès lors, la SLP permettrait une organisation beaucoup plus fine de sa gouvernance si

Par **Jérôme Sutour**, avocat associé, responsable du département Services financiers. [jerome.sutour@cms-bfl.com](mailto:jerome.sutour@cms-bfl.com)



et **Benoît Foucher**, avocat spécialisé en fiscalité internationale et dans les aspects fiscaux des financements structurés. En matière de private equity, il intervient dans les opérations de financement et d'acquisitions dans un contexte international. Il assiste plusieurs fonds d'investissements et établissements financiers dans leurs opérations à dimension internationale. [benoit.foucher@cms-bfl.com](mailto:benoit.foucher@cms-bfl.com)

1. Article 35 quater du projet de loi pour la croissance et l'activité n°2447, adopté par l'Assemblée Nationale le 19 février 2015.

2. Exposé des motifs de l'amendement n° SPE864 du 8 janvier 2015.

3. Ce qui est logique en application des articles L. 211-1, II, 3° et L. 214-II, 2 du CMF.

celle-ci n'est pas autogérée (lorsque le gérant n'est pas également le Gestionnaire) en distinguant les pouvoirs réservés aux associés (commandités ou commanditaires), ceux réservés au gérant responsable de la gestion externe et ceux enfin du Gestionnaire. Les investisseurs pourraient ainsi être beaucoup plus consultés et intervenir durant la vie du véhicule par rapport à la dynamique habituelle des FIA français.

### **Le régime fiscal de la SLP**

#### ***Un véhicule transparent***

S'il était adopté en l'état, le texte créerait un nouvel article 1655 sexies A dans le Code général des impôts (CGI) qui disposerait que les SLP «sont réputées ne pas avoir de personnalité distincte de celle de leurs membres pour l'application des impôts directs (...) les associés sont personnellement soumis à l'impôt sur le revenu ou à l'impôt sur les sociétés (...) pour la part des revenus et gains sociaux correspondant à leurs droits dans la société.»

La SLP serait donc fiscalement transparente, et ce même pour la part de revenus revenant aux associés ayant une responsa-

bilité limitée. Cette spécificité constitue une rareté en droit français, dans la mesure où d'une part, les sociétés en commandite simple, pour la partie de leurs bénéfices revenant aux associés indéfiniment responsables, relèvent de l'article 8 du CGI et ne sont donc pas transparentes mais seulement translucides et d'autre part, la responsabilité limitée des associés commanditaires était jusqu'à présent un facteur d'assujettissement à l'impôt sur les sociétés.

Dans la mesure où il n'existe pas de limite s'agissant de la nationalité des associés et de la localisation des investissements, il convient d'esquisser rapidement les conséquences d'une activité internationale de ces véhicules.

#### ***Le traitement de la SLP dans l'ordre international***

En tant que véhicule transparent, la SLP ne devrait pas pouvoir être considérée comme résidente de France pour l'application des conventions fiscales. La convention fiscale applicable serait donc celle conclue entre le pays de source

du revenu et le pays de résidence des associés de la SLP, pour autant que ce pays reconnaisse la transparence fiscale de la SLP.

En outre, la création de la SLP serait susceptible d'avoir des conséquences sur la fiscalité applicable aux revenus perçus par l'intermédiaire de véhicules étrangers. Dans sa décision Artémis<sup>4</sup>, le Conseil d'Etat a en effet considéré qu'il convenait, en présence d'un *partnership* étranger, d'«identifier d'abord, au regard de l'ensemble des caractéristiques de cette société et du droit qui en régit la constitution et le fonctionnement, le type de société de droit français auquel la société de droit étranger est assimilable, et (...) compte tenu de ces constatations, de déterminer le régime applicable à l'opération (...) au regard de la loi fiscale française». Ainsi, il convient de se reporter au droit des sociétés étranger en

**«La société de libre partenariat serait donc fiscalement transparente, et ce même pour la part de revenus revenant aux associés ayant une responsabilité limitée.»**

matière de constitution et de fonctionnement de la société pour déterminer à quelle société de droit français elle doit être assimilée, le régime fiscal étranger étant indifférent. Toutefois, n'importe quel «*limited partnership*» ne devrait pas pouvoir être regardé comme assimilable à une SLP. A notre sens, il ne pourrait s'agir que

de ceux qui ont les mêmes caractéristiques juridiques et réglementaires que les SLP françaises. On peut même se demander si les dividendes perçus par l'intermédiaire d'un véhicule étranger assimilable à une SLP seraient éligibles au régime mère-fille. Les conclusions du rapporteur public Cortot-Boucher sous l'arrêt Artémis laissent entrevoir cette possibilité.

Ainsi, la SLP apparaît comme un véhicule particulièrement innovant et répondant aux attentes de transparence fiscale et de souplesse de la gouvernance propres à satisfaire les investisseurs et à concurrencer les véhicules similaires étrangers. ■

4. CE 24 novembre 2014, n° 363556, Sté Artémis SA.

# Parution de la 3<sup>e</sup> édition du guide *Obligations et responsabilités des dirigeants de sociétés dans le monde*

**CMS a publié en janvier 2015 la 3<sup>e</sup> édition de son guide *Duties and Responsibilities of Directors* qui couvre le régime de responsabilité des dirigeants dans 21 pays en Europe mais aussi au Brésil, en Chine, en Russie et à Oman.**

Le régime de responsabilité des dirigeants de sociétés n'est en effet pas identique selon la nationalité de la structure. Le guide CMS met en exergue ces différences. Le conseil d'administration est un organe de direction majeur en France. Dans l'Hexagone, le conseil d'administration détermine l'orientation de l'activité sociale et en contrôle l'exécution. Il est ainsi compétent pour convoquer les assemblées générales d'actionnaires, dresser les comptes et le rapport de gestion, nommer et révoquer le président et le directeur général. Cependant, les administrateurs ne représentent pas la société à l'égard des tiers, ce pouvoir étant réservé au directeur général. Dans d'autres pays, comme la Belgique ou l'Espagne, le pouvoir de représentation appartient aux administrateurs. La délégation aux organes exécutifs est toutefois possible mais n'est opposable aux tiers que lorsqu'elle est publiée.

Contrairement aux pays voisins, le devoir de loyauté de l'administrateur est encore diffus en France. La jurisprudence française ne semble pas pour l'heure avoir consacré avec la même force que ses voisins le devoir de loyauté de l'administrateur. En revanche, la *common law* reconnaît un véritable devoir de loyauté de l'administrateur qui le contraint à éviter les conflits d'intérêt et à respecter certaines obligations, sauf autorisation expresse des actionnaires ou du conseil d'administration. Le royaume de Belgique a, par sa part, instauré une procédure de déclaration préalable des conflits, qui existe également au Luxembourg, mais qui n'exonère toutefois pas les administrateurs de leur responsabilité envers la société ou les tiers, en cas d'avantage financier préjudiciable d'un tiers ou de la société.

La responsabilité civile des administrateurs paraît globalement unifiée. En France et dans la grande majorité des pays examinés par le guide CMS, les administrateurs sont responsables envers la

société ou les tiers en cas de faute de gestion. C'est généralement une responsabilité pour faute qui a été privilégiée dans les différents pays, supposant la démonstration d'un lien de causalité.

Par ailleurs, dans de nombreux pays, les administrateurs peuvent être tenus au remboursement de tout ou partie des dettes sociales en cas de faillite de la société. Certains pays, comme la Belgique, restreignent toutefois cette responsabilité aux cas de manquement sérieux ou de récidive. La responsabilité des administrateurs peut être statutairement limitée dans certains pays. A cet égard, le régime est plus strict en France et au Luxembourg que dans d'autres pays. En Espagne, des exonérations de responsabilité peuvent être accordées en cas de bonne foi des administrateurs. En Belgique, les administrateurs disposent de la faculté de négocier avec les actionnaires certaines exonérations. Par ailleurs, certaines législations comme celle du Royaume-Uni autorisent la société à garantir l'administrateur contre les conséquences pécuniaires de la responsabilité encourue ou à lui prêter les fonds nécessaires à sa défense, même contre la société elle-même. Dans certains pays comme l'Allemagne, le *quitus* donné aux dirigeants par les actionnaires exonère les administrateurs de toute responsabilité civile.

En définitive, les lignes directrices du statut des dirigeants semblent donc suivre des logiques communes dans la majorité des pays concernés par l'étude CMS. Cependant, des spécificités demeurent selon les législations considérées, en particulier en ce qui concerne la responsabilité civile des administrateurs de sociétés.

Consultez l'intégralité du guide sur le site Internet de CMS Bureau Francis Lefebvre : [www.cms-bfl.com/Duties--Responsibilities-of-Directors](http://www.cms-bfl.com/Duties--Responsibilities-of-Directors)

# La cession d'actifs essentiels d'une société au cœur des débats



Par **Alexandre Delhaye**, avocat associé en Corporate/Fusions & Acquisitions, intervenant pour le compte d'industriels, de fonds d'investissement et de managers, ainsi que dans le cadre de réorganisations de groupes. alexandre.delhaye@cms-bfl.com

**L**e dirigeant d'une société, que celle-ci soit ou non cotée, dispose communément des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. Il lui est donc possible de céder librement des actifs sociaux, à charge pour lui de répondre de ses choix en engageant sa responsabilité. Ainsi, si la cession décidée par le dirigeant est jugée contraire à l'intérêt social, sa responsabilité pourra être engagée sur le terrain de la faute de gestion et la question de sa révocation se posera. Mais ces sanctions n'interviennent, par définition, qu'*a posteriori*. S'agissant de mesures curatives, elles n'offrent donc qu'une protection relative du patrimoine social : lorsqu'un fonds de commerce ou un actif immobilier significatif est cédé, son exploitation n'est plus possible. L'actif social est endommagé et l'indemnisation destinée à compenser la cession de l'actif ne permet qu'une réparation temporaire par une compensation de valeur. La liberté dont dispose le dirigeant de céder des actifs significatifs de la société constitue,

dans bien des cas, une menace pour la pérennité des entreprises. Les affaires SFR-Vivendi et Alstom-GE ont permis un retour d'expérience à ce sujet. Un groupe de réflexion sur la cession d'actifs significatifs de sociétés cotées a donc été réuni par l'Autorité des marchés

financiers (AMF). Ses conclusions ont été publiées le 19 février 2015. Le groupe préconise une évolution des codes de gouvernement d'entreprise en conférant à l'assemblée générale des actionnaires un rôle de consultation préalable. Selon les mots employés dans le rapport rendu public par le groupe de réflexion, c'est d'un «renforcement du droit souple» dont il est question et non d'une modification législative. Dès lors que le dirigeant envisagerait de céder un actif significatif, il devrait consulter l'assemblée des actionnaires. Et pour déterminer s'il s'agit d'un actif significatif, quatre critères ont été proposés : le chiffre d'affaires réalisé par le ou les actifs ou activités cédés rapporté au chiffre d'affaires consolidé, le prix de cession du ou des actifs rapporté à la capitalisation bour-

sière totale, la valeur nette du ou des actifs cédés rapportée au total de bilan consolidé, le résultat courant avant impôts généré par les actifs ou activités cédés rapporté au résultat courant consolidé avant impôt.

Dès lors que deux coefficients atteignent ou dépassent la moitié du montant consolidé calculé pour la société cédante sur les deux exercices précédents, l'actif doit être considéré comme significatif et l'autorisation de l'assemblée devrait, alors, être sollicitée.

Une consultation publique a été proposée par l'AMF, notamment sur l'opportunité de préférer une modification des codes de gouvernement d'entreprise à une réforme législative et sur le choix des critères.

En réalité, la discussion pourrait s'affranchir de la frontière entre les sociétés cotées et les sociétés non cotées. La question de la cession des actifs significatifs d'une société dépasse très largement le seul domaine des marchés. Les exemples sont nombreux, en jurisprudence, dans lesquels le diri-

geant d'une SARL ou d'une SAS a procédé à la cession d'un fonds de commerce ou d'un actif immobilier important. Or, à l'heure actuelle, la jurisprudence ne sanctionne un tel acte par la nullité que lorsque la cession a pour objet l'unique actif social car sa vente constitue une modification de l'objet statuaire :

une telle modification ressortit à la compétence exclusive de la collectivité des associés. La vente décidée par le dirigeant est donc frappée de nullité.

Mais en dehors de cette hypothèse, la cession ne sera sanctionnée que sur le terrain de la faute de gestion. Or, face à la gravité de l'atteinte à l'intérêt social que présente la cession d'un actif significatif, il pourrait y avoir lieu de s'interroger. Pour autant, il ne semble pas souhaitable d'entraver la liberté des dirigeants en charge de l'intérêt social. Dans les sociétés non cotées, seule une réforme législative pourrait néanmoins modifier les rapports de pouvoirs dans la société anonyme mais cette réforme aboutirait à une rigidification déjà excessivement développée. ■

**«La question de la cession des actifs significatifs d'une société dépasse très largement le seul domaine des marchés.»**

# Actionnariat salarié : les réformes annoncées de la loi Macron

**L**e projet de loi Macron pour la croissance et l'activité propose de revoir en profondeur le dispositif d'attributions gratuites d'actions (AGA), rendu aujourd'hui inefficace par le poids des prélèvements obligatoires, et d'assouplir les conditions d'octroi des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE).

Si ce projet de loi était voté en l'état, ces aménagements permettraient de renforcer les politiques d'actionnariat salarié, moteurs d'une plus forte implication du personnel et donc du développement des entreprises. Ils permettraient également de redonner de l'intérêt à ces outils dans le cadre des *management packages* qui sont plus que jamais à la recherche d'un climat fiscal serein. De quoi ouvrir de nouvelles perspectives dans les opérations de capital-développement et de LBO.

## Vers une réforme en profondeur des AGA

Le dispositif d'AGA, mis en place en 2005, permet aux sociétés par actions d'attribuer, dans le respect d'une procédure prévue par le Code de commerce, des actions gratuites à leurs salariés et mandataires sociaux.

En l'état du droit en vigueur, les bénéficiaires acquièrent la propriété des actions gratuites au terme d'un délai minimal de deux ans courant à compter de leur attribution (période dite «d'acquisition»), si les conditions éventuellement fixées par le plan (présence dans l'entreprise, performances, etc.) sont remplies. A l'issue de cette période d'acquisition, les bénéficiaires d'AGA doivent conserver les actions acquises gratuitement au moins deux ans avant de les céder (période dite «de conservation»), soit une durée cumulée minimum de quatre ans. Ces conditions seraient allégées : la durée

cumulée minimum des périodes d'acquisition et de conservation serait ramenée à deux ans et l'assemblée d'actionnaires pourrait ne pas imposer de période de conservation si la période d'acquisition dure déjà deux ans. Par ailleurs, l'écart entre le nombre d'actions attribuées à chaque salarié de l'entreprise, qui ne peut actuellement être supérieur à un rapport de un à cinq, serait supprimé sauf lorsque le plan porte sur plus de 15 % du capital social (ou 10 % pour les sociétés cotées).

Les régimes fiscaux et sociaux applicables seraient par ailleurs largement unifiés avec celui des actionnaires.

**«L'avantage résultant de l'attribution définitive des actions gratuites au terme de la période d'acquisition ne serait désormais plus imposable comme un salaire mais comme une plus-value de cession de valeurs mobilières.»**

L'avantage résultant de l'attribution définitive des actions gratuites au terme de la période d'acquisition («gain d'acquisition») ne serait désormais plus imposable comme un salaire mais comme une plus-value de cession de valeurs mobilières.

Le gain d'acquisition réalisé par le salarié serait donc toujours soumis, lors de la cession des actions gratuites, au barème progressif de l'impôt sur le revenu mais bénéficierait désor-

mais des abattements pour durée de détention applicables aux plus-values, courant à compter de la date d'acquisition définitive des actions. Ce mécanisme d'abattement (en droit commun, 50 % après deux ans de détention et 65 % après huit ans) constitue une véritable incitation à la détention des actions sur une longue durée, ce qui devrait contribuer à stabiliser l'actionnariat des sociétés.

Sur le plan social, le gain d'acquisition serait, en tant que plus-value, soumis aux prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine lors de la cession des titres ainsi acquis. Les prélèvements sociaux seraient désormais dus au taux de 15,5 % contre 8 % actuellement et

Par **Alexandre Delhay**e, avocat associé en Corporate/Fusions & Acquisitions.  
alexandre.delhay@cms-bfl.com



et **Philippe Gosset**, avocat spécialisé en fiscalité, intervenant en matière de fiscalité des entreprises et de groupes de sociétés, notamment dans le cadre d'opérations d'acquisition et de restructuration. Il est chargé d'enseignement dans le master 2 finance d'entreprise de l'Université Paris-Dauphine.  
philippe.gosset@cms-bfl.com

la contribution spécifique de 10 % due par les salariés (contribution salariale) serait supprimée. La contribution spécifique due par l'employeur (contribution patronale) serait quant à elle conservée, mais son taux serait abaissé de 30 % à 20 % et elle ne deviendrait exigible qu'une fois les actions définitivement acquises (au terme donc de la période d'acquisition) et non plus à la date de leur attribution, comme c'est le cas aujourd'hui<sup>1</sup>. Cela permet d'éviter que la contribution patronale ne soit due lorsque l'attribution des actions est décidée par l'entreprise mais que cette décision n'est pas suivie d'effet, en raison par exemple du départ du salarié durant la période d'acquisition des AGA.

Les PME n'ayant procédé à aucune distribution de dividendes depuis leur création seraient enfin exonérées de cette contribution, dans la limite, par bénéficiaire, d'une fois le plafond de la sécurité sociale (soit 38 040 € en 2015), ce qui devrait permettre de favoriser les PME qui ont une politique de réinvestissement plutôt que de distribution de leurs profits.

### L'élargissement du dispositif des BSPCE

Le projet de loi Macron propose par ailleurs d'assouplir les conditions d'attribution des BSPCE, qui permettent aux start-ups et autres jeunes entreprises innovantes d'attirer des talents en leur proposant un droit d'accès aux

titres de l'entreprise à des conditions sociales et fiscales attractives.

Actuellement, les BSPCE ne peuvent être attribués que par les sociétés créées depuis moins de 15 ans et qui ne sont pas issues d'opérations de restructuration.

Cette dernière condition serait aménagée : tenant compte du fait que de nombreuses jeunes entreprises s'appuient sur des transferts d'activités nouvelles, le projet de loi admettrait qu'une société créée dans le cadre d'une opération de restructuration puisse désormais émettre des BSPCE, sous réserve que toutes les sociétés ayant pris part à l'opération répondent aux conditions prévues pour bénéficier du dispositif et notamment de création depuis moins de 15 ans.

Les BSPCE pourraient par ailleurs être attribués aux salariés et dirigeants de filiales détenues à au moins 75 %, ce qui n'est pas possible dans le dispositif actuel.

A n'en pas douter, ces mesures permettront de mieux accompagner les entreprises dans leur développement et de lever quelques obstacles à la croissance et à l'innovation en France. On regrettera simplement que le régime fiscal et social des stock-options, aujourd'hui très pénalisant, n'ait pas également été aménagé par le projet de loi Macron, en raison très probablement de leur mauvaise presse. ■

<sup>1</sup> Cass. civ. 7 mai 2014 n° 743.

## C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

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

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



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<sup>e</sup> Grégory Benteux**, gregory.benteux@cms-bfl.com

**M<sup>e</sup> Christophe Blondeau**, christophe.blondeau@cms-bfl.com

**M<sup>e</sup> Alexandre Delhaye**, alexandre.delhaye@cms-bfl.com

**M<sup>e</sup> Jérôme Sutour**, jerome.sutour@cms-bfl.com



Supplément du numéro 1310 du Lundi 30 mars 2015  
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](mailto:abonnement@optionfinance.fr)

Impression : Megatop - Naintre - N° commission paritaire : 0416 T 83896