

# LA LETTRE

# DES FUSIONS-ACQUISITIONS

# ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 6 janvier 2014

## AU SOMMAIRE

### Dossier

#### Les accords annexes à une opération de cession

- De l'usage du compte courant d'associé en cas de cession de titres p2
- Les restrictions accessoires face au droit des concentrations p3
- La reprise des engagements du cédant par l'acquéreur : une précaution qui n'est pas accessoire ! p4
- Comment transmettre les droits et obligations d'un pacte d'associés au cessionnaire de titres ? p5
- De l'importance des conventions de sortie d'intégration fiscale p6
- Le contrat de cession suffit-il à limiter la responsabilité du cédant à l'égard des salariés ? p7
- Les accords relatifs au financement et refinancement p8
- Opérations de cession et accords de réinvestissement p9
- Documenter l'implication des holdings dans les opérations de cession p10

### Actualités

- Quand la rédaction du contrat peut jouer sur la déduction de la TVA sur les frais de cession de titres p11
- Le comité d'entreprise : nouvelle stratégie dans la vie des affaires ? p12

**C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre**

Supplément du numéro 1251  
du 6 janvier 2014

## EDITORIAL

**A** parcourir les recueils de jurisprudence, on constate que bon nombre de contentieux naissent de négligences qui ne trouvent pas leur origine dans le contrat de cession lui-même. Simplement, les parties ont oublié de régler un certain nombre de questions qui font partie de l'environnement de la cession. Le cédant avait une double qualité : il était associé et créancier en compte courant. Le cédant avait consenti des garanties, s'était porté caution. Peut-être était-il signataire d'un pacte d'actionnaires. Dans quelles conditions le passage de relais doit-il être réalisé ? Doit-on s'en remettre à une certaine automaticité ou, au contraire, stipuler avec précision les conditions du changement à venir ? De manière générale, la cession des droits sociaux n'a pas d'incidence sur ces situations juridiques qui perdurent autour de la personne du cédant. Si l'on veut aller au-delà, il conviendra de le dire et de l'organiser dans des conventions.

Mais il ne s'agit pas seulement de régler les conséquences du passé. Peut-être est-il souhaitable que le cédant conserve ou acquière une situation salariée dans l'entreprise qu'il cède. Peut-être est-il souhaitable de convenir au contraire de sa mise à l'écart de tout processus concurrentiel sous des formes diverses. Peut-être est-il souhaitable de signer un pacte d'associés qui organisera la cohabitation entre les parties lorsque le cédant doit conserver une participation dans la société dont il a cédé le contrôle. Ici encore, c'est dans des conventions spécifiques que s'organise l'avenir. Voilà quelques exemples – mais le dossier en donne d'autres, et notamment relevant du droit fiscal – de sujets qui vont donner lieu à la signature d'un accord annexe à l'opération de cession.

Tous ces engagements sont donc en principe distincts de la cession de parts ou d'actions. Toutefois, l'affirmation connaît en pratique un certain nombre de limites dictées pour certaines par le bon sens. Si l'on imagine par exemple qu'une cession de titres devient caduque à la suite de la défaillance d'une condition suspensive, la convention annexe qui prévoit le remboursement du compte courant par le cédant n'a plus de cause. Il en va de même pour l'engagement de reprise des cautionnements par le cessionnaire. D'autres limites procèdent moins du bon sens que d'une vision globale de l'opération de cession dont l'équilibre économique repose en partie sur des engagements annexes. Le juge peut dans ce cas considérer l'ensemble comme indivisible.

En raison de leur nature d'accessoires, ces engagements sont rarement étudiés. Il nous est apparu intéressant d'en faire ici une présentation d'ensemble dressant un panorama de l'environnement de la cession intégrant des données juridiques, sociales et fiscales. Bonne lecture et bonne année 2014 au nom de toute l'équipe ! ■

Alain Couret, avocat associé

# De l'usage du compte courant d'associé en cas de cession de titres



Par **Christophe Lefaillet**, avocat associé, spécialisé en droit des sociétés et en fiscalité (droits d'enregistrement et ISF). Il couvre l'ensemble des questions relatives aux opérations transactionnelles. christophe.lefaillet@cms-bfl.com

**L**e compte courant d'associé se définit comme une avance consentie par l'associé à une société en sus de son apport. Selon la jurisprudence de la cour d'appel de Paris, le compte courant trouve son origine, non dans la possession des droits sociaux, mais dans le prêt fait à la société qui confère à l'associé la qualité de créancier social<sup>1</sup>, de sorte que les versements effectués en compte courant d'associé sont juridiquement qualifiés de prêts et non d'apports<sup>2</sup>.

Cette qualification pose la question du respect des règles du monopole bancaire tel qu'établi par l'article L. 511-5 du code monétaire et financier qui interdit « à toute personne autre qu'un établissement de crédit d'effectuer des opérations de banque à titre habituel », mais surtout du sort du compte

courant en cas de transfert des titres de l'associé.

Dans une telle situation, plusieurs possibilités s'offrent à l'associé ayant consenti une avance. Celui-ci peut prévoir le transfert de sa

créance à l'acquéreur, en exiger le remboursement, l'incorporer au capital de la société, la transformer en obligations ou encore l'abandonner totalement ou partiellement.

Le transfert de créances à l'acquéreur peut être prévu dans l'acte de cession de titres ou dans les statuts de la société, cependant il doit faire l'objet d'une mention expresse. En effet, dans un arrêt du 30 novembre 2004<sup>3</sup>, la Cour de cassation a affirmé qu'à défaut de mention expresse, la clause prévoyant la subrogation du cessionnaire dans tous les droits et obligations du cédant à l'égard de la société n'entraîne pas transfert du compte courant.

Dans la pratique, le remboursement de la créance de l'associé prêteur est fréquent. En l'absence de disposition contraire et sous réserve que les fonds soient disponibles, le

cédant est fondé à demander le remboursement des fonds détenus à son nom à tout moment<sup>4</sup>. L'acquiescement de cette dette par la société peut d'ailleurs être prévu par un accord préalable qui le fixe souvent au jour de la cession des droits sociaux. En outre, il peut arriver que dans l'accord de cession de droits sociaux l'acquéreur acquière le compte courant du cédant. Il importerait de respecter alors les dispositions de l'article 1690 du Code civil.

Une autre option s'offre à l'associé titulaire d'un compte courant, celle de l'incorporation de sa créance au capital de la société. Dans cette optique, une augmentation du capital social de la société devra être effectuée précédemment au transfert des droits sociaux. Le prix de souscription

des titres émis lors de l'augmentation sera compensé par le solde créditeur du compte courant. Les nouveaux titres ne seront toutefois pas émis si la créance de l'associé n'est pas certaine, liquide et exigible. Il sera généralement tenu

compte de cette incorporation dans la valorisation des titres cédés.

De surcroît, il peut être envisageable de prévoir une émission d'obligations en compensation de la créance de prêt. Suivant les mêmes conditions que pour la libération d'actions, une émission obligataire viendrait se substituer à la convention de compte courant d'associé corrélativement à la cession des titres de ce dernier. Bien que le cédant reste créancier de la société dont les titres sont cédés en tant qu'obligataire, l'obligation a le mérite d'être plus facilement négociable.

Enfin, lorsque la société est en difficulté, l'associé créancier peut décider de l'abandon de sa créance en compte courant au moment du transfert de ses droits sociaux tout en y insérant une clause de retour à meilleure fortune. ■

**«Les versements effectués en compte courant d'associés sont juridiquement qualifiés de prêts et non d'apports.»**

1. CA Paris 02/06/1992.  
2. Cass Com. 24/06/1997, n° 95-20.056.  
3. Cass. Com. 30/11/2004, n° 01-12.063.  
4. Cass. Com. 08/12/2009 n° 08-16.418.

# Les restrictions accessoires face au droit des concentrations

Une opération de concentration repose bien évidemment sur le support contractuel organisant la prise de contrôle de la cible, mais aussi, parfois, sur d'autres accords ou engagements contractuels inclus ou non dans l'acte contractuel principal et pouvant, de façon complémentaire, restreindre les possibilités ou les modalités d'action des parties sur le marché (par exemple une obligation de non-concurrence ou de non-débauchage de personnel, ou d'achat, un accord de licence etc.).

Au regard du droit européen des concentrations, le règlement CE n° 139/2004 dispose que toute décision autorisant une concentration est «réputée couvrir les restrictions directement liées et nécessaires à la réalisation de la concentration». Ce caractère indispensable à la réalisation de la concentration est déterminant puisque, à défaut, les règles relatives aux ententes et aux abus de position dominante (articles 101 et 102 du TFUE) sont potentiellement applicables à de telles restrictions<sup>1</sup>.

Au regard du droit français, l'Autorité de la concurrence (ci-après ADLC) rappelle dans ses dernières lignes directrices<sup>2</sup> que les règles européennes issues du règlement de 2004 ne visent pas les opérations soumises au droit national mais que la communication publiée le 5 mars 2005 par la Commission européenne constitue, en la matière, un guide d'analyse. L'ADLC ajoute que des restrictions seront réputées directement liées et nécessaires si leur absence est de nature à empêcher la réalisation de la concentration ou à en remettre en cause la viabilité, ces critères étant appréciés de façon objective et non selon leur perception par les parties.

L'ADLC a eu diverses occasions de procéder à une appréciation concrète du caractère acceptable au regard du droit de la concurrence de certaines restrictions accessoires. Elle s'est ainsi notamment penchée sur l'appréciation du caractère lié et nécessaire (c'est-à-dire en pratique proportionné) :

– d'une obligation de non-concurrence et de non-débauchage d'une durée de dix ans pour les cédants (décision 09-DCC-74 du 14 décembre 2009) pour ne le reconnaître que si la clause est

réduite dans sa durée et dans son périmètre ;  
– d'un contrat d'approvisionnement avec clause d'exclusivité mais sans quantités déterminées et d'une clause de non-concurrence (décision 12-DCC-12 du 8 février 2012) pour ne pas l'admettre à propos du contrat d'approvisionnement et considérer la durée de l'obligation de non-concurrence trop longue ;  
– d'une obligation de non-concurrence et de non-sollicitation à la charge tant du vendeur que de l'acquéreur (décision 13-DCC-58 du 22 mai 2013) pour le constater ;  
– d'un contrat d'approvisionnement de plus longue durée que d'usage et d'une clause de non-concurrence (décision 13-DCC-115 du 26 août 2013) pour l'écarter eu égard notamment à la durée des engagements ;  
– ou encore d'une clause de non-concurrence et de non-sollicitation à la charge du vendeur (décision 13-DCC-145 du 17 octobre 2013) pour le reconnaître après l'engagement pris par les parties de réduire la durée et la portée géographique des clauses.

La vérification du caractère nécessaire et proportionné des restrictions accessoires à une opération de concentration demeure donc une précaution indispensable au regard des exigences du droit des concentrations. Et ce d'autant que ces restrictions sont en général considérées par les parties comme essentielles à la réussite de l'opération envisagée, alors qu'une Autorité de concurrence pourra très souvent ne pas partager cette analyse, en totalité ou partiellement. A cet effet, les parties à une opération de concentration se reporteront utilement à la communication de la Commission du 5 mars 2005 dans laquelle elles puiseront les premiers éléments utiles à l'évaluation de la pertinence des restrictions accessoires dont elles envisagent d'assortir leur projet. ■



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

**«La vérification du caractère nécessaire et proportionné des restrictions accessoires à une opération de concentration demeure une précaution indispensable.»**

1. En ce sens, communication de la Commission européenne, JOUE C56/24 du 5 mars 2005.

2. Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, page 147 et suivantes, publiées sur son site Internet le 10 juillet 2013.

# La reprise des engagements du cédant par l'acquéreur : une précaution qui n'est pas accessoire !



Par **Alexandre Delhaye**, avocat en corporate-M&A. Il intervient en matière de fusions-acquisitions 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

Il n'est pas rare qu'un associé constitue, au profit d'un créancier de la société dont il est associé (ou de l'une de ses filiales), une sûreté personnelle en garantie d'un engagement pris par celle-ci. Le plus fréquemment, il s'agit du dirigeant associé qui s'est porté caution à titre personnel de sa société à la demande d'une banque, ou d'une société mère qui s'est portée caution de l'une de ses filiales. Dès lors, la question qui se pose est celle du sort de la sûreté lorsque l'associé cède ses titres.

Cette sûreté est un engagement personnel du cédant, qui n'est attaché ni à sa qualité d'associé ni à celle de cédant. En conséquence, la cession de ses titres n'entraînera pas le transfert à l'acquéreur de son engagement au titre de la sûreté. C'est le principe. L'accessoire ne peut donc suivre le principal puisqu'il n'en est pas l'accessoire ! Ainsi, le cédant se trouvera encore tenu vis-à-vis du créancier s'il n'obtient pas

l'accord de ce dernier et celui de l'acquéreur. En outre, la sûreté personnelle ne s'éteindra pas du fait de la perte de la qualité d'associé, sauf s'il est expressément stipulé le contraire dans l'acte. En effet, le cédant ne pourra pas se prévaloir

de la caducité de la sûreté à raison de la disparition de sa cause puisque celle-ci ne réside pas dans la qualité d'associé de celui qui s'est engagé.

Ces principes sont rappelés de manière constante par la jurisprudence<sup>1</sup>.

En conséquence, il est indispensable que le contrat de cession entre le cédant et l'acquéreur prévoie expressément la reprise par l'acquéreur des engagements du cédant. Pour que cette reprise opère novation, il faudra exprimer de manière non équivoque l'effet novatoire, mais également obtenir l'accord du créancier. Dès lors, la rédaction de la clause de reprise sera essentielle afin de décrire les effets qui sont recherchés par les

parties, la seule référence à une substitution étant insuffisante.

La reprise des engagements devra par ailleurs s'insérer dans le calendrier de la cession, étant précisé que l'obtention de l'accord du créancier à cette reprise pourra utilement faire l'objet d'une condition suspensive.

La situation pourrait être délicate pour le cédant au cas où cette reprise ne pourrait avoir lieu concomitamment ou préalablement à la réalisation de la cession, par exemple à la suite du refus du créancier ou tout simplement par manque de temps.

En effet, si la cession devait être maintenue, le cédant resterait garant alors même qu'il ne serait plus associé et qu'il n'aurait plus le contrôle de la gestion du débiteur. Dans ce cas, il devra être prévu un engagement de l'acquéreur de procéder à cette reprise dans un délai à définir, dont l'inexécution pourra être sanctionnée par des

dommages et intérêts. Parallèlement, il sera pertinent d'insérer un mécanisme de garantie aux termes duquel l'acquéreur indemniserait le cédant de tout préjudice qu'il subirait à raison du maintien de cette garantie, en particulier au cas où il serait appelé en paiement par le

créancier. Il pourra enfin être prévu que l'acquéreur règle le créancier en lieu et place du cédant ou qu'il fasse l'avance des sommes réclamées à ce dernier de sorte que celui-ci n'ait aucune somme à déboursier. Les engagements de l'acquéreur seront utilement contre-garantis par une garantie bancaire à première demande.

La question étant particulièrement sensible, elle nécessitera une identification exhaustive des engagements qui seront à reprendre, ainsi qu'une rédaction précise de la clause du contrat qui régira les modalités et effets de cette reprise. ■

**«Il est indispensable que le contrat de cession entre le cédant et l'acquéreur prévoie expressément la reprise par l'acquéreur des engagements du cédant.»**

<sup>1</sup> Ex : Com. 8-11-1972 ; Com. 01-04-1997 ; Com. 15-10-2002 ; CA Paris 5-1-1995 ; Com. 17-9-2013 (en matière de responsabilité du conseil du cédant).

# Comment transmettre les droits et obligations d'un pacte d'associés au cessionnaire de titres ?

Il est usuel que le cédant de titres ait adhéré à un pacte d'associés. On se souvient que l'affaire Esterra<sup>1</sup> avait fait émerger une règle aujourd'hui considérée comme un principe : les pactes ne sont pas transmis de plein droit à l'acquéreur des titres. Ce principe peut mettre en cause la viabilité des pactes d'associés. En l'absence de certitude que le nouvel acquéreur adhèrera au pacte, c'est l'accord tout entier qui peut être affecté et, par voie de conséquence, l'équilibre des rapports de force au sein de la société. Il est donc fréquent de s'interroger sur le moyen le plus efficace d'assurer la transmission des droits et obligations d'un pacte d'associés au nouveau cessionnaire. On constate en pratique que les associés parties à un pacte peuvent avoir recours à deux stratégies : soit mettre à la charge du cédant une obligation de faire adhérer au pacte le cessionnaire de ses titres, soit contraindre directement le nouvel acquéreur d'adhérer au pacte.

## Faire peser l'obligation sur le cédant

Dans le pacte lui-même, il peut être prévu que chaque membre qui souhaiterait céder ses titres se porte fort de l'adhésion préalable du nouvel acquéreur.

Cette première solution consiste à faire souscrire au cédant un engagement de porte-fort en promettant l'adhésion du cessionnaire de ses titres au pacte préalablement ou concomitamment à l'acquisition des titres.

Une autre solution consiste à prévoir dans le pacte une « clause de ratification » imposant au cédant un engagement de faire signer le pacte à l'acquéreur de ses titres. En vertu de cette clause, l'actionnaire concerné s'engage à ne pas céder ses titres tant que l'acquéreur n'a pas signé le pacte.

Ces deux solutions possèdent l'avantage d'assurer la confidentialité du pacte au sein de la société et envers les tiers. Néanmoins, leur efficacité est discutable. Les obligations qui pèsent sur le cédant s'analysant comme des obligations de faire, la sanction ne peut consister qu'en

l'allocation de dommages et intérêts au profit des autres membres du pacte, mais la cession de titres pourra néanmoins être réalisée. La certitude de l'adhésion de l'acquéreur au pacte est donc toute relative. Aussi peut-on se demander si ces engagements d'adhérer n'auraient pas plus de force s'ils pesaient directement sur les épaules du cessionnaire.

## Imposer l'adhésion au cessionnaire

Imposer au cessionnaire de titres son adhésion préalable au pacte suppose que cet engagement soit inséré dans un document qui puisse être opposable à l'intéressé et à la société. On pense bien entendu aux statuts.

Les statuts pourraient en effet prévoir que tout cessionnaire de titres devra, préalablement à la réalisation de la cession, avoir adhéré aux pactes auxquels le cédant serait partie.

Il est à noter que si leur publication au Registre du commerce et des sociétés ne suffit pas toujours à rendre les statuts opposables aux tiers, cela leur confère néanmoins une force supérieure aux autres documents contractuels. Cette solution présente toutefois l'inconvénient majeur de révéler l'existence d'un pacte aux tiers et, le cas échéant, aux associés non membres de ce pacte.

Au final, la technique qui consiste à imposer au cédant l'adhésion du nouvel acquéreur au pacte préserve peut-être la confidentialité de ce pacte mais elle ne garantit aucunement l'adhésion. Le second procédé, qui consiste à faire peser une contrainte directe sur les épaules du nouvel acquéreur, garantit probablement mieux l'effectivité de l'adhésion de l'acquéreur au pacte. Mais dans ce cas, c'est la confidentialité du pacte qui ne peut être assurée. Le mécanisme le plus adapté ne peut donc résulter que d'un juste arbitrage, en fonction notamment des circonstances de l'espèce, entre deux impératifs difficilement conciliables : préserver la confidentialité du pacte ou mieux se garantir sur la transmission des droits et obligations du pacte au cessionnaire des titres. ■



Par **Isabelle Buffard-Bastide**, avocat associé. Spécialisée en droit des sociétés et en droit commercial, elle intervient plus particulièrement sur les questions relatives aux opérations de private equity, notamment pour des fonds d'investissement et des actionnaires familiaux.  
isabelle.buffard-bastide@cms-bfl.com

**«En l'absence de certitude que le nouvel acquéreur adhèrera au pacte d'associés, c'est l'accord tout entier qui peut être affecté et donc l'équilibre des rapports de force au sein de la société.»**

1. Cass. com., 24 mai 2011, n° 10-24.869, F-P+B, Sté Véolia c/ Sté Esterra.

# De l'importance des conventions de sortie d'intégration fiscale

**La cession des titres d'une société membre d'un groupe fiscalement intégré comme l'acquisition de ceux d'une société mère intégrante entraînent des conséquences fiscales qu'il convient de traiter contractuellement.**



Par **Laurent Hepp**, avocat associé, spécialisé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity.  
laurent.hepp@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**u-delà des habituelles questions fiscales soulevées par une opération d'acquisition (structuration, déclarations et garantie, droits d'enregistrement, etc.), la sortie d'une filiale d'un groupe fiscalement intégré ou la cessation d'un groupe fiscal par le seul effet de la cession des titres soulève des problématiques délicates, et qui peuvent s'avérer coûteuses lorsqu'elles ne sont pas anticipées. Il est alors recommandé de conclure une convention de sortie d'intégration fiscale (la «Convention») entre la société mère intégrante, la filiale sortante, voire l'acquéreur en tant que garant.

La Convention aura ainsi vocation à traiter, a minima, de (i) la répartition du coût de sortie d'intégration fiscale (i.e., les déneutralisations), (ii) l'éventuelle indemnisation de la filiale sortante à raison du manque à gagner lié à son intégration (notamment compte tenu de la perte par celle-ci des déficits fiscaux définitivement transmis à la mère intégrante), (iii) l'organisation des paiements d'acomptes d'impôts et contributions additionnelles, et de

(iv) la gestion des contrôles et contentieux ultérieurs concernant la filiale cédée et relatifs aux exercices durant lesquels celle-ci était intégrée.

La question de la prise en charge du coût de sortie d'intégration ne pose a priori pas de véritable difficulté, puisque les Conventions prévoient le plus souvent, et fort logiquement, qu'il sera supporté par la société percevant le «gain d'intégration fiscale» (soit, en général, la société mère intégrante). Plus délicate, en revanche, est celle de l'opportunité de prévoir dans la Convention l'octroi d'une indemnité aux filiales sortantes n'ayant pas retiré un avantage effectif de leur appartenance au groupe, ainsi que celle du traitement fiscal applicable à cette somme. A supposer qu'une telle indemnité soit due, son caractère non imposable n'est en effet sécurisé que pour autant que la convention

d'intégration en ait posé le principe<sup>1</sup> (y compris par une simple «clause de rendez-vous»), et qu'elle se limite au montant du préjudice qu'elle entend réparer. Un doute subsiste en revanche lorsque la convention d'intégration reste muette sur le principe même d'une telle indemnisation. Bien que cette approche soit discutée, il nous semble cependant que le principe de neutralité de l'intégration fiscale souvent posé par les conventions, comme plus généralement l'obligation de respecter l'intérêt propre des filiales intégrées<sup>3</sup> (sous réserve de l'intérêt de groupe parfois reconnu en jurisprudence), devraient conduire à reconnaître l'obligation pour la société mère de verser une indemnité, même lorsque son principe n'est pas clairement posé contractuellement.

La Convention devra également veiller à ce que la mère intégrante ne se trouve pas exposée à

des coûts de trésorerie liés au fait qu'elle reste redevable des acomptes d'impôts et de contributions additionnelles pendant les douze mois qui suivent la sortie de la filiale intégrée<sup>4</sup>. Cette question est particulièrement sensible en

cas de LBO, dans le cadre desquels les marges de trésorerie sont souvent très faibles, notamment la première année.

Le même principe s'applique s'agissant de la gestion ultérieure des éventuels contrôles, voire redressements, fiscaux subis par la filiale sortante et portant sur les exercices intégrés, le groupe cédant restant seul redevable de l'impôt additionnel. A ce titre, les liens adéquats devront être faits entre la garantie de passif et la Convention, et il pourra être recommandé de prévoir dans cette dernière que les principes posés par la convention d'intégration pour la répartition de l'impôt continueront de s'appliquer pour les exercices concernés.

La conclusion du contrat de cession ne constitue donc pas l'alpha et l'oméga de la fiscalité d'une opération d'acquisition... ■

**«La question du traitement fiscal d'une indemnité non prévue par la convention d'intégration est plus délicate.»**

1. CE 11 décembre 2009 n° 301341, 8e et 3e s.-s., Sté GE Healthcare Clinical Systems.

2. CE 24 novembre 2010 n° 333868, 8e et 3e s.-s., Sté Saga Air Transport.

3. Lequel principe ressort notamment, s'agissant de l'intégration fiscale, des décisions judiciaires T. Com. Paris, 18 juin 1996, Transports Liberatore, jurisdata 1996-049108, et T. Com. Paris, 18 novembre 2004, SA SEMAT c/ SA Vivendi Universal, RG 2003023988-1 et 2003029991.

4. Article 223 N, 2 du CGI.

# Le contrat de cession suffit-il à limiter la responsabilité du cédant à l'égard des salariés ?

**A** la théorie du coemploi, qui permet aux salariés faisant partie d'une entreprise cédée ou d'une filiale qui dépose le bilan d'obtenir le paiement de dommages et intérêts ou de mesures du plan de sauvegarde de l'emploi de la société cédante ou de la société mère, est venue s'ajouter une nouvelle cause de responsabilité de l'ancien employeur fondée sur les principes de la responsabilité civile.

Des fautes de gestion peuvent ainsi être reprochées au cédant sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. Ainsi, la Cour de cassation a admis que des salariés d'une société cédée à un acquéreur qui deux ans plus tard a été placée en liquidation judiciaire, puissent agir contre l'ancienne société holding au motif que les fautes de gestion commises avant la cession avaient conduit à la perte de leur emploi (Cass. Soc. 14 novembre 2007, n° 05-21239). La cour d'appel de renvoi a cependant débouté les salariés, considérant que le lien de causalité entre les fautes de la société holding et le préjudice de la perte d'emploi des salariés n'était pas caractérisé en l'espèce (CA Poitiers, 10 septembre 2013, n° 08-01707).

Malgré le dénouement heureux pour l'ancienne société mère dans ce dossier, il est à craindre que, si la liquidation intervient plus rapidement après la cession et s'il existe des fautes de gestion, la responsabilité du cédant soit engagée.

D'ailleurs, la cour d'appel de Paris a approuvé la demande de salariés de solliciter en référé une expertise visant à déterminer la responsabilité du cédant dans leur licenciement survenu un an après la cession dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire dès lors qu'il «ne pouvait ignorer le caractère incertain du projet de cession et les faiblesses du business plan» (CA Paris, 4 septembre 2012, n° 11-12359). Bien qu'il ne s'agisse

pas d'un arrêt condamnant l'employeur pour insuffisance de vérification, il illustre la tendance à essayer d'engager la responsabilité du cédant. Il apparaît ainsi nécessaire de sécuriser les opérations de cession au regard des risques qui existent pour le cédant.

La responsabilité du cédant étant engagée lorsque l'emploi des salariés cédés ou transférés est menacé, la première solution envisageable consiste à imposer à l'acquéreur une période dite de garantie d'emploi durant laquelle il s'interdit de licencier le personnel de la société transférée.

Cette garantie peut être accompagnée d'une garantie financière en cas de non-respect, mais elle trouverait sa limite en cas de procédure de redressement ou de liquidation de la société cédée.

La seconde option envisageable consiste à fournir à l'entreprise cédée, via un contrat de prestation

de services, la garantie d'une charge de travail suffisante pour une période donnée, lui permettant d'assurer la poursuite de son activité.

Toutefois, le maintien de relations étroites avec l'activité cédée pourrait, à l'inverse de l'effet recherché, être avancé par le personnel transféré pour obtenir

la mise en application de la responsabilité du cédant sur la base de la théorie du coemploi.

Il ressort de ce qui précède que les seules stipulations contractuelles sont malheureusement insuffisantes pour protéger efficacement le cédant, qui devra préalablement à la cession mettre en œuvre en particulier les actions suivantes :

- s'assurer que l'activité cédée est viable,
- s'assurer de la solvabilité du repreneur,
- vérifier si la stratégie du repreneur postérieure à la cession est réaliste,
- objectiver l'analyse de la situation et des projets du repreneur par recours à des analyses extérieures. ■



Par **Alain Herrmann**, avocat associé spécialiste en droit social. Il intervient en matière sociale sur les opérations de private equity et de fusion-acquisition, tant pour le conseil que pour le contentieux. [alain.herrmann@cms-bfl.com](mailto:alain.herrmann@cms-bfl.com)



et **Julia Zein**, avocat spécialisé en droit social. [julia.zein@cms-bfl.com](mailto:julia.zein@cms-bfl.com)

# Les accords relatifs au financement et refinancement



Par **Grégory Benteux**, avocat associé, droit bancaire et financier.  
gregory.benteux@cms-bfl.com



et **Alexandre Chazot**, avocat en droit bancaire et financier.  
alexandre.chazot@cms-bfl.com

**«Dans toute opération d'acquisition, la question des moyens financiers nécessaires à cette acquisition est centrale pour l'acheteur.»**

**A**utant l'affirmer sans ambages : les accords relatifs au financement et au refinancement d'une opération d'acquisition sont les plus centraux des accords annexes relatifs à cette acquisition. A tel point que l'on pourrait douter qu'ils soient des accords annexes et que le court exposé qui suit ait sa place dans cette lettre. A la manière des anti-manuels ou des anti-mémoires, c'est donc un anti-article sur les accords relatifs au financement et au refinancement que nous vous proposons. Dans toute opération d'acquisition, la question des moyens financiers nécessaires à cette acquisition est centrale pour l'acheteur : à défaut, pour ce dernier, de disposer de ces moyens en capital, le financement bancaire ou par des fonds spécialisés est un impératif. L'importance des accords de refinancement s'illustre également au niveau des sociétés du groupe cible. Quelques exemples illustrent facilement ce propos.

## Les accords de financement du groupe cible

L'acquéreur doit contrôler, avant la réalisation finale de l'opération, les différents engagements financiers souscrits par les sociétés du groupe cible elles-mêmes en qualité d'emprunteurs. Ce contrôle s'effectue notamment par des audits juridiques et financiers.

Cette revue a plusieurs fonctions. D'une manière générale, elle doit permettre à l'acquéreur de mieux connaître et valoriser sa cible. Par ailleurs,

l'acquisition des titres du groupe cible peut entraîner la mise en œuvre de certaines clauses des contrats de crédit ayant pour effet de rendre le financement exigible par anticipation ou d'en renchérir le coût. L'exemple le plus courant est celui des clauses dites de «changement de contrôle», prévoyant que certains changements de l'actionariat provoquent un remboursement anticipé obligatoire des crédits. Face à ces clauses, l'acquéreur doit faire en sorte que la cible obtienne, de la part des banques prêteuses, un consentement écrit et préalable quant à la cession. Ces préoccupations ont un caractère central dans la préparation d'une acquisition et les conventions de cessions de titres prévoient fréquemment, comme conditions suspensives, l'accord des banques de la cible.

Plus généralement, l'acquéreur analyse également les conditions financières des financements existants (comme la marge ou les ratios) pour savoir si un refinancement est opportun compte tenu des conditions de marché applicables à la date de l'acquisition.

Enfin, l'acquéreur vérifie si les engagements pris par la cible (ou à prendre par l'acquéreur lui-même) à l'égard des banques lui permettront de mener à bien la stratégie commerciale, financière et/ou industrielle qu'il souhaite mettre en place pour la cible.

Plus généralement, l'acquéreur analyse également les conditions financières des financements existants (comme la marge ou les ratios) pour savoir si un refinancement est opportun compte tenu des conditions de marché applicables à la date de l'acquisition.

## Les accords de financement de l'acquéreur

Au risque de rappeler quelques évidences, l'acquéreur doit trouver les fonds nécessaires pour payer le prix de vente négocié avec le cédant. A défaut de disposer de ces fonds en propre, il doit donc les emprunter ou les faire emprunter par l'intermédiaire d'une structure de financement. Cette étape est étudiée simultanément à la structuration corporate de la cession des titres et fait donc partie intégrante de la structuration de l'opération. De plus, dans le processus de négociation de l'acquisition, les principaux termes et conditions du financement font l'objet d'une première discussion, parfois très approfondie, afin que les parties puissent se rassurer sur le fait que l'opération pourra être financée et réduire tant que faire se peut les incertitudes durant la phase de mise en place.

Autre aspect structurant du financement de l'acquisition : ce dernier doit bien entendu être cohérent avec le profil financier du groupe et de son projet de développement. Comme l'ont montré les multiples restructurations de financement d'acquisition ces dernières années, les banquiers savent rappeler aux actionnaires le caractère central de leurs rôles (celui des banquiers, celui des actionnaires) lorsque la dette n'apparaît plus adaptée aux capacités financières d'un groupe en difficulté. ■

# Opérations de cession et accords de réinvestissement

La question du réinvestissement du cédant auprès de l'acquéreur se pose fréquemment dans les opérations de cession, en particulier à propos du réinvestissement des managers auprès des fonds d'investissement dans les opérations de private equity. Ce réinvestissement constitue généralement une condition déterminante pour les fonds qui souhaitent en faire une condition suspensive à la réalisation de l'opération. Ce réinvestissement est parfois également demandé par les fondateurs de la cible qui y voient un moyen de conserver un pied dans leur entreprise et l'opportunité d'être associés à la potentielle plus-value future. Les accords liés au réinvestissement prennent essentiellement deux formes : le protocole d'investissement conclu au signing et le pacte d'actionnaires signé lors du closing de l'opération. Le protocole d'investissement décrit les engagements et les modalités du réinvestissement envisagé. La structuration de celui-ci est le plus souvent commandée par un souci d'optimisation fiscale. Tout d'abord, concernant le choix du véhicule dans lequel le réinvestissement sera réalisé, un investissement au niveau de la holding de reprise (ou une société détenant la holding de reprise) sera systématiquement privilégié (sauf contraintes particulières) afin de ne pas faire obstacle à la mise en place d'une intégration fiscale au niveau de la société qui porte l'endettement d'acquisition. Ensuite, sur les modalités du réinvestissement, ici encore pour des raisons fiscales, il prendra le plus souvent la forme d'un apport de titres à la holding de reprise. En effet, si le réinvestissement est effectué par des managers personnes physiques, ces derniers pourront bénéficier d'un sursis d'imposition de la plus-value dégagée à raison de l'apport de leurs titres de la cible à la holding de reprise (article 150-OB du CGI). Notons que si – hypothèse plus rare en

pratique – les apporteurs sont considérés comme contrôlant la holding de reprise, la plus-value d'apport sera alors placée en report d'imposition et non en sursis (nouvel article 150-OB ter du CGI). Le protocole d'investissement définira aussi la nature des titres qui seront remis en contrepartie du réinvestissement et qui porteront, le cas échéant, les instruments de relation permettant au réinvestisseur, spécialement s'il est manager, d'appréhender une quote-part de la plus-value plus que proportionnelle à son investissement de départ. Du fait des récentes évolutions fiscales, la structuration des instruments d'intéressement a profondément évolué, les instruments de ratchet classiques comme les BSA ou les options contractuelles laissant de plus en plus place aux actions de préférence qui permettent de faire bénéficier leurs titulaires de l'abattement pour durée de détention.

Une fois le réinvestissement réalisé le jour du closing, le pacte d'actionnaires prend le relais pour organiser les rapports entre les parties pendant la durée de

l'opération (gouvernance, règles applicables aux transferts de titres, accords relatifs à la liquidité, etc.). La rédaction de ce pacte devra faire l'objet d'une attention particulière afin de s'assurer qu'il ne confère pas aux minoritaires «réinvestisseurs» des prérogatives qui pourraient s'analyser en des droits de contrôle pouvant conduire à une qualification de contrôle conjoint susceptible de déclencher l'application, au niveau de la holding de reprise, de l'amendement Charasse (dispositif entraînant la remise

en cause de la déduction d'une fraction des charges financières supportées à raison de l'acquisition de la cible). Le pacte ou des promesses séparées envisageront également le sort des titres détenus par le réinvestisseur en cas de départ du groupe cible en cours d'opération, laissant ainsi la possibilité à l'acquéreur de racheter les titres détenus pour un prix dont le montant dépendra de la nature des causes de départ. ■

**«Du fait des récentes évolutions fiscales, la structuration des instruments d'intéressement a profondément évolué, les instruments de ratchet classiques laissant de plus en plus place aux actions de préférence.»**



Par **Arnaud Hugot**, avocat associé en corporate-M&A. Il assiste des industriels, des fonds d'investissement et des managers dans le cadre de tous types d'opérations de fusion-acquisition et de private equity, tant nationales qu'internationales. [arnaud.hugot@cms-bfl.com](mailto:arnaud.hugot@cms-bfl.com)



et **Romain Marsella**, avocat associé, spécialisé en fiscalité. Il intervient en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés et les assiste notamment dans le cadre d'opérations d'acquisition et de restructuration. [romain.marsella@cms-bfl.com](mailto:romain.marsella@cms-bfl.com)

# Documenter l'implication des holdings dans les opérations de cession



Par **Thierry Granier**,

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



et **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

Il est d'usage de reconnaître trois phases dans l'existence d'un LBO : la constitution, la vie et la sortie. Cette dernière étape est celle qui permet, normalement, de confirmer les plus-values qui avaient été anticipées lors de la constitution et qui se sont matérialisées à la suite d'une gestion pertinente de l'investissement. Dans l'hypothèse d'un LBO se situant dans un contexte international et dans lequel seraient concernées des participations dans des sociétés françaises, la sortie intervient fréquemment par la cession de ces participations françaises par une société holding basée à l'étranger. D'un point de vue fiscal, cette opération aura souvent pour conséquence de permettre soit une imposition atténuée, soit une exonération de ces plus-values sur le fondement des stipulations des conventions fiscales applicables.

Or, on le sait, l'administration fiscale française porte désormais une attention croissante à l'utilisation de ces holdings étrangers dans la structuration de LBO.

Au cours de ces dernières années, elle n'a pas hésité à remettre en cause l'exonération des plus-values de cession en invoquant le défaut de substance des holdings étrangers. Elle mettait en avant dans ce cas l'existence d'un éta-

blissement stable en France de ce holding étranger, permettant alors à la France de se voir reconnaître le droit d'imposer la plus-value de cession.

Les avis n°2013-04 à 2013-09 du Comité de l'abus de droit fiscal (traitant de la même structure) se font d'ailleurs l'écho de ces tentatives. Au cas particulier, l'administration remettait en cause l'exonération des plus-values de cession de titres réalisées par un holding belge détenu par des managers français. Le défaut de substance découlait pour l'administration du fait que les organes dirigeants du holding ne pouvaient céder les titres que dans des conditions, bien entendu restrictives, qui avaient été prévues dans le pacte d'actionnaires. Dans son avis, le Comité a

considéré qu'il convenait d'écarter le but exclusivement fiscal en retenant l'utilité patrimoniale du holding. Persistant dans sa position, l'administration a cependant décidé de ne pas se ranger à l'avis du Comité.

Ainsi, en période de désinvestissement, et pour sécuriser la substance des holdings étrangers, il faut donc pouvoir démontrer que ces derniers, au travers de leurs représentants légaux, sont impliqués dans le processus de cession depuis leur siège étranger. Leur rôle d'actionnaire ne peut pas en effet se résumer à simplement apposer leur signature le jour du closing sur le contrat de cession.

S'agissant de la période des négociations qui précèdent la cession des cibles françaises, un certain équilibre entre les interventions respectives du management français et des représentants des holdings étrangers doit par conséquent être trouvé. Ainsi, plusieurs actions concrètes sont menées

exclusivement par les holdings étrangers en leur qualité d'actionnaire des cibles françaises : choix et signature du mandat de la banque d'affaires chargée de la cession des cibles françaises ; réunion d'un conseil d'administration des holdings étrangers afin de lancer le processus de cession ; « reporting » périodique des équipes françaises aux holdings étrangers ; présence régulière des re-

présentants des holdings étrangers lors des réunions de négociations.

Il va de soi que les représentants des holdings étrangers doivent être partie prenante à toutes les négociations, qu'il s'agisse du contrat de cession lui-même ou des contrats annexes à ce contrat.

Nous rappellerons, en conclusion, que l'enjeu financier pour les cessions de participations de sociétés françaises qui ne sont pas à prépondérance immobilière s'élève à un impôt correspondant à environ 4,5% de la plus-value réalisée. En revanche, en présence de sociétés françaises à prépondérance immobilière, l'enjeu est de 34,43% de la plus-value de cession. ■

**«En période de désinvestissement, et pour sécuriser la substance des holdings étrangers, il faut pouvoir démontrer que ces derniers sont impliqués dans le processus de cession depuis leur siège étranger.»**

# Quand la rédaction du contrat peut jouer sur la déduction de la TVA sur les frais de cession de titres

**L**e Conseil d'Etat a confirmé, dans deux arrêts du 23 décembre 2010 (Pfizer Holding France et SA Michel Thierry), la possibilité pour une holding mixte de déduire la TVA sur les frais préparatoires ou inhérents à la cession des titres des filiales. Cette déduction ne peut toutefois s'exercer que si les dépenses ne sont pas affectées directement à l'opération de cession, mais sont considérées comme des frais généraux.

Le principe en jeu est celui de l'existence ou non d'un lien d'affectation entre les frais encourus par le vendeur et l'opération de cession des titres qui est hors du champ ou exonérée de TVA.

Un opérateur économique est en effet en droit de déduire la TVA qui lui a été facturée dans la mesure où la dépense concourt à la réalisation d'une opération soumise à la taxe ou si, à défaut de pouvoir être rattachée à une opération particulière, elle relève des frais généraux de l'entreprise. Lorsqu'en revanche la dépense est affectée à la réalisation d'une opération hors du champ de la TVA ou exonérée, aucune déduction ne pourra être exercée.

Les frais de cession de titres exposés par le cédant seront réputés être des frais généraux, déductibles à concurrence du prorata de TVA, s'ils n'ont pas été répercutés dans le prix des titres payés par le cessionnaire et que, en outre, le produit de la vente n'a pas été distribué aux actionnaires, ce qui conférerait à l'opération un caractère patrimonial.

Lorsque les frais sont inhérents à la cession, tels les honoraires d'intermédiation, ou sont à la fois préparatoires et inhérents à la cession, la charge de la preuve de leur non-répercussion dans le prix des titres incombe à la société cédante.

Lorsque les frais sont exclusivement préparatoires, notamment lorsque le projet de cession n'aboutit pas, ils relèvent des frais généraux, sauf preuve contraire de l'administration fiscale. Plusieurs cours administratives d'appel ont eu à mettre en œuvre ces principes et à juger du bien-fondé de redressements opérés par l'administration fiscale.

Le débat devant les juridictions sur la déductibilité de la TVA sur les frais de cession a essentiellement porté sur les clauses du contrat de cession et sur l'intention des parties quant à la répercussion de leurs dépenses.

Dans le cas où le contrat de cession prévoyait que chaque partie conservait à sa charge les honoraires, frais et commissions de ses propres conseils, les cours administratives d'appel de Versailles et de Douai ont considéré que l'entreprise avait apporté la preuve que les dépenses liées à la cession n'étaient pas incorporées au prix de cession des titres et qu'elle était donc en droit de déduire la TVA ayant grevé ces dépenses (CAA Versailles, 2 juillet 2013, n° 12VE00986 et CAA de Douai, 30 avril 2013, n° 12DA01108).

Lorsque, en revanche, une telle mention faisait défaut, la juridiction a jugé que la taxe était non déductible car la société cédante n'avait pu démontrer que ses frais n'avaient pas été inclus dans le prix de cession (CAA Versailles, 2 juillet 2013, n° 12VE03237).

Ce n'est que dans le cas particulier d'une vente en «open bid» que la cour administrative de Paris a admis qu'il pouvait être considéré que, par hypothèse, les frais engagés par le cédant ne pouvaient pas être considérés comme étant incorporés dans le prix des titres (CAA Paris, 30 avril 2013, n° 11PA02843).

Compte tenu de cette jurisprudence et afin de préserver la preuve nécessaire à la déduction de la TVA pour la société holding mixte cédante, il est conseillé, lorsque tel est le cas, de prévoir expressément dans l'acte de cession que chaque partie conserve à sa charge les dépenses liées à l'opération et que le prix est fixé indépendamment de celles-ci. ■



Par **Corinne Reinbold**, avocat spécialisé en TVA.  
corinne.reinbold@cms-bfl.com

**«Le principe en jeu est celui de l'existence ou non d'un lien d'affectation entre les frais encourus par le vendeur et l'opération de cession des titres qui est hors du champ ou exonérée de TVA.»**

# Le comité d'entreprise : nouveau stratège dans la vie des affaires ?

Par **Alain Herrmann**,  
avocat associé spécialiste en  
droit social.  
alain.herrmann@cms-bfl.com

**L**a loi du 14 juin 2013 dite de sécurisation de l'emploi instaure notamment «*de nouveaux droits collectifs en faveur de la participation des salariés*». Il est ainsi fait une place de choix au comité d'entreprise : celui-ci sera désormais annuellement consulté sur les orientations stratégiques de l'entreprise telles qu'elles auront été décidées par les dirigeants. Toutes les sociétés dotées d'un comité d'entreprise, en ce compris les SAS, devront se conformer aux règles nouvelles.

Le comité d'entreprise devra en particulier se prononcer sur les conséquences de ces orientations sur l'activité, l'emploi, l'évolution des métiers et des compétences, l'organisation du travail, ainsi que sur le recours à la sous-traitance, à l'intérim, à des contrats temporaires et à des stages.

La loi nouvelle reconnaît à ce titre au comité d'entreprise le pouvoir d'émettre un avis sur ces orientations et d'en proposer des alternatives, en se faisant assister s'il le souhaite par un expert comptable financé à 80% par l'entreprise. A cet avis ou à cette proposition alternative, les dirigeants doivent donner une réponse par écrit et de manière argumentée. Le comité d'entreprise peut lui-même y donner suite et ainsi lancer une véritable discussion avec la direction de la société.

Ceci étant, est-ce à dire que le comité d'entreprise a désormais un rôle systématique dans le choix stratégique des orientations de l'entreprise ? En théorie, tel n'est pas le cas car il ne faut pas oublier que le comité

d'entreprise n'est compétent, par détermination de la loi, que pour défendre les intérêts des salariés. En pratique néanmoins, c'est bel et bien une très large fonction qui lui est conférée. Rappelons en effet que le comité d'entreprise a, aux termes de la loi, pour rôle essentiel «*d'assurer une expression collective des salariés permettant la prise en compte permanente de leurs intérêts dans les décisions relatives à la gestion et à l'évolution économique et financière de l'entreprise, à l'organisation du travail, à la formation professionnelle et aux techniques de production*». Cette formulation assurait déjà au comité une fonction consultative très large qui l'est désormais encore davantage puisqu'elle est étendue aux orientations stratégiques. Même si la compétence du comité d'entreprise se limite en principe à la préservation des intérêts des salariés, comment soutenir qu'une orientation stratégique ne met pas en cause ces intérêts ? Par conséquent, c'est bien une consultation annuelle systématique du comité d'entreprise en matière de politique de direction qui est instaurée par la loi du 14 juin 2013.

On le voit bien, derrière la voile de la loi nouvelle, c'est de la place du comité d'entreprise au sein de la société dont il est question ; une place sans cesse grandissante. Il faudra toutefois veiller, dans les textes futurs et dans ceux en discussion, à ne pas faire du comité un dirigeant de fait car il trahirait alors son rôle d'origine. ■

## C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

1-3 villa Emile Bergerat  
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> Isabelle Buffard-Bastide**, isabelle.buffard-bastide@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Alain Couret**, alain.couret@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Thierry Granier**, thierry.granier@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Laurent Hepp**, laurent.hepp@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Alain Herrmann**, alain.herrmann@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Arnaud Hugot**, arnaud.hugot@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Christophe Lefaillet**, christophe.lefaillet@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Romain Marsella**, romain.marsella@cms-bfl.com  
**M<sup>e</sup> Denis Redon**, denis.redon@cms-bfl.com



Supplément du numéro 1238 du 6 janvier 2014

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 : 123, rue Jules Guesde - CS 70029 - 92309 Levallois Perret Cedex Tél. 01 44 84 80 45

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