

LA LETTRE

Lundi 22 octobre 2012

DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

AU SOMMAIRE

Actualités

- Coup de rabet sur la déduction fiscale des intérêts d'emprunt dans les LBO p2
- Aides et apports aux filiales en difficulté : la fiscalité se durcit p4
- Le projet de loi de finances pour 2013 pourrait être censuré pour incohérence p6
- Les déficits fiscaux au secours du déficit budgétaire p8
- Adaptation des OPCVM déclarés de droit français à la Directive AIFM p9
- Quand l'administrateur devient salarié – Innovation de la loi Warsmann II p10
- Etude CMS sur les opérations de M&A en Europe : les grandes tendances de la pratique contractuelle récente p11
- La contribution de 3 % sur les distributions : un océan de questions face aux terres de l'international p12

EDITORIAL

A l'évidence, l'actualité réside dans les réformes majeures que le projet de loi de finances pour 2013 publié vendredi 28 septembre, prévoit de mettre en œuvre – et ce dès le 1^{er} janvier 2012 pour la plupart d'entre elles.

La plus emblématique est certainement celle qui conduirait à taxer les plus-values sur valeurs mobilières selon le barème progressif (taux marginal de 64,5 % incluant la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus) assortie de mesures d'atténuation telles que les entrepreneurs, autres que ceux partant à la retraite, pourraient être tentés d'attendre 2025 (!) pour concrétiser les cessions. Seules les solutions de donation préalable ou d'apport-cession (avec réinvestissement d'une part significative du prix de cession dans une nouvelle activité économique) seront susceptibles d'effacer l'impôt (la mesure d'exonération sous condition de emploi de 80 % de la plus-value étant pratiquement inexploitable).

A défaut d'amélioration significative dans le cadre des débats parlementaires à venir, les LBO secondaires et les acquisitions auprès des personnes morales pourraient devenir les principaux (seuls ?) vecteurs d'investissement des fonds de private equity. Il semble cependant qu'au moment où nous mettons sous presse le gouvernement accepterait de revoir le dispositif.

Quant aux équipes des sociétés de gestion elles pourraient, en l'état du projet, voir les profits attachés à leurs parts de carried-interest taxés en salaires comme une rémunération ordinaire, et supporter à ce titre la nouvelle contribution de 75 %. Sur l'impôt sur les sociétés, c'est l'instauration d'un plafonnement à 85 %, puis à 75 % à partir de 2014, de la déductibilité des charges financières lorsque ces charges excèdent 3 millions d'euros qui retient l'attention, plutôt que l'aggravation des modalités de calcul de la quote-part pour frais et charges qui ne concerne pas les cessions opérées par les fonds et SCR.

Nous avons fait le choix de traiter dans le présent numéro la mesure programmée de plafonnement des charges financières déductibles, et de renvoyer à une publication ultérieure, une fois stabilisée la loi, les commentaires que susciteront les autres projets.

Nous consacrerons par ailleurs quelques développements à l'aggravation du traitement des déficits en cas de restructuration ou de changement dans les conditions d'activité ainsi qu'aux mesures tendant à exclure la déduction fiscale des aides et des apports à des filiales en difficulté.

Enfin, des questions diverses seront abordées telles les innovations de loi Warsmann II à propos des administrateurs, ou encore, les tendances de la pratique contractuelle en fusion-acquisition relevées en 2011. ■

Pierre Le Roux, avocat associé

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

Supplément du numéro 1193
du 22 octobre 2012

Coup de rabot sur la déduction fiscale des intérêts d'emprunt dans les LBO



Par **Laurent Hepp**, avocat associé, spécialisé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et Private Equity, notamment dans le cadre de structurations fiscales. Il intervient auprès de fonds d'investissement s'agissant de la fiscalité des fonds et des porteurs de parts.
laurent.hepp@cms-bfl.com



et **Pierre Le Roux**, avocat associé, spécialisé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés, notamment dans le cadre de structurations fiscales, qu'en private equity s'agissant de la fiscalité des fonds, fonds de fonds et SCR. Il est membre depuis l'origine de la commission législation et fiscalité à l'Afic.
pierre.leroux@cms-bfl.com

L'effet de levier fiscal attaché aux opérations de LBO repose schématiquement sur la faculté, offerte par le régime de l'intégration fiscale, d'imputer sur les bénéfices opérationnels de la société «cible», le déficit fiscal structurel de la société holding de reprise, déficit qui procède pour l'essentiel des frais d'acquisition et surtout des intérêts générés par la dette d'acquisition. La déductibilité des intérêts d'emprunt est donc l'un des enjeux majeurs de l'efficacité fiscale d'une opération de LBO. Jusqu'à ce jour le Législateur s'est toujours attaché à préserver le principe de pleine déduction de ces intérêts en y apportant par touches successives des limitations ciblées visant à sanctionner certaines situations présumées abusives (1).

En instituant une règle générale de non déduction partielle des intérêts d'emprunts, le projet de Loi de Finances présenté le 28 septembre en Conseil des Ministres aura, s'il est adopté, un impact généralisé sur l'ensemble des opérations de LBO de taille significative qu'elles soient nouvellement réalisées ou déjà en cours (2).

1. La législation existante : le parcours d'obstacles des mesures anti-abus

Dans la législation actuelle, la déduction des intérêts d'emprunt attachés à la dette d'acquisition est subordonnée au bon accomplissement d'une «course de haies» que les opérateurs de LBO bien avisés veillent en général à satisfaire, avec plus ou moins de difficulté, pour parvenir à une déduction intégrale de leurs charges financières. Dans l'ordre chronologique de leur apparition dans le Code général des impôts (CGI), ces limitations sont principalement les trois suivantes.

a. L'amendement Charasse

C'est la plus connue et la plus ancienne des mesures anti-abus ; introduite en 1988 à l'initiative du Sénateur Charasse, elle vise très schématiquement à écarter, dans le cadre du régime d'intégration fiscale, la déduction des intérêts d'emprunt contractés à l'occasion d'une opération souvent qualifiée de «vente à soi-même», plus précisément d'une opération d'acquisition qui n'entraîne pas de véritable changement de contrôle juridique de la société cible.

b. Le régime anti-sous-capitalisation

Introduit sous sa forme actuelle en 2006, ce régime vise à limiter (notamment par l'application d'un ratio plafonné à 1,5 fois les

capitaux propres) la déduction fiscale des intérêts d'emprunts contractés auprès d'entreprises «liées», c'est-à-dire principalement, dans une opération de LBO, les intérêts de la dette contractée auprès des actionnaires contrôlant la holding de reprise, quelles qu'en soient les

modalités juridiques (prêt d'actionnaire, compte courant, obligations convertibles, etc.). En pratique, c'est surtout depuis le 1^{er} janvier 2011 et l'extension de ce dispositif aux prêts externes bénéficiant de la garantie d'une personne liée que ce régime est devenu un important point de vigilance de la structuration fiscale des LBO, notamment à l'occasion de la négociation des garanties attachées à la dette senior.

c. L'amendement Carrez

C'est le petit dernier de l'arsenal anti-abus ; en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2012, il présume non déductibles les charges financières liées à l'acquisition de titres de participation lorsque la société acquéreuse (en l'espèce dans un LBO, la holding de reprise) n'est pas en mesure de démontrer que les décisions relatives à ces titres et le contrôle de la cible ne sont

«Le projet de loi de finances aura, s'il est adopté, un impact généralisé sur l'ensemble des opérations de LBO de taille significative qu'elles soient nouvellement réalisées ou déjà en cours.»

pas assuré par elle ou par une société de son groupe d'intégration fiscale. Bien que ne visant pas prioritairement les opérations de LBO, cette mesure est en pratique surtout susceptible de menacer celles de ces opérations structurées ou contrôlées depuis l'étranger.

2. La réforme en cours d'adoption : coup de rabot généralisé de 15 % puis 25 %

A supposer qu'ils aient accompli avec succès le parcours d'obstacles des mesures anti-abus décrit au (1) ci-avant, les intérêts d'emprunt afférents aux opérations de LBO d'une certaine taille ne pourront néanmoins échapper à la réintégration dès 2012 de 15 % (puis 25 % à compter de 2014) de tous les intérêts d'emprunts programmée dans le projet de Loi de finances pour 2013.

A titre liminaire, on observera que, contrairement à l'une des pistes de réflexion qui avaient été rendues publiques (non déduction pure et simple des intérêts d'emprunt souscrits pour acquérir des titres de participation), le nouvel article 212 bis du CGI finalement soumis au Parlement n'est pas en soi une mesure anti-LBO : il vise à titre général l'ensemble des charges financières nettes¹ afférentes aux emprunts souscrits par toutes les sociétés soumises à l'IS, qu'elles soient holding ou opérationnelles, et quelle que soit l'origine de leur endettement. Il reste qu'en pratique les groupes sous LBO sont par essence directement concernés.

a. Les LBO de petite taille a priori épargnés

Seule exception à son caractère généralisé, la mesure de réintégration proposée ne se déclencherait que lorsque le total des charges financières nettes de l'exercice excède 3 millions d'euros, soit un endettement net de l'ordre de 50 à 60 millions d'euros. Bien que le texte adopté en Conseil des Ministres puisse laisser subsister une incertitude sur ce point, il semble que ce montant constituera bien une «franchise» (ce mot est d'ailleurs employé dans l'exposé des motifs) et non un simple seuil au-delà duquel la totalité des charges financières de l'entreprise subirait la réintégration partielle de 15 %, puis 25 %.

En intégration fiscale, ce montant serait apprécié globalement en agrégeant les charges financières de l'ensemble des sociétés du groupe. En conséquence, dans un LBO classique, ce sont les intérêts d'emprunt tant de la holding de reprise que de ses cibles opérationnelles intégrées fiscalement qu'il conviendra d'ajouter pour apprécier le plafond de

3 millions d'euros ; on peut donc penser que, dans certaines situations, la gestion de cette limite pourrait coïncider avec celle du périmètre d'intégration fiscale.

b. Un principe de non cumul des peines

Fort opportunément, le texte soumis au vote du Parlement prend bien soin de réserver la mesure de réintégration partielle aux seuls intérêts d'emprunts qui sont demeurés déductibles après application des trois mesures anti-abus rappelées au (1) ci-dessus. Autrement dit, si pour un total d'intérêts d'emprunt de 100, seuls 80 demeurent déductibles après application des amendements Charasse et Carrez et des règles de sous-capitalisation, la réintégration de 15 % sera égale non pas à 15, mais à 12 (soit $80 \times 15\%$). Une exception toutefois à ce principe de non cumul : le seuil de déclenchement de 3 millions d'euros exposé au (a) s'apprécierait par référence à l'ensemble des charges financières nettes du groupe, qu'elles aient ou non conservé un caractère déductible en application de ces mesures.

c. Un effet rétroactif ... mais progressif

Mesure budgétaire par nature, le coup de rabot de 15 % a vocation à produire des recettes nouvelles d'impôt sur les Sociétés dès 2013 : aussi s'applique-t-il à toutes les charges financières nettes constatées au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2012, c'est-à-dire, en cas d'exercice coïncidant avec l'année civile, sur l'ensemble des intérêts d'emprunts de l'année 2012 qu'ils aient été contractés avant ou après la réforme. Seule consolation : l'augmentation du taux de réintégration de 15 % à 25 % ne prendrait effet qu'au titre des exercices «ouverts à compter du 1^{er} janvier 2014», ce qui limiterait à «seulement» 15 % la réintégration des intérêts exposés en 2013 et, en cas d'exercices décalés (situation fréquente dans les LBO), ceux de l'année 2014 exposés avant la clôture de l'exercice du groupe. Ainsi, la mesure présentée au Parlement aurait un effet cash immédiat sur les LBO en cours qui, s'ajoutant à celui produit concomitamment par le nouveau durcissement des règles d'imputation des reports déficitaires (désormais limitées à 50 % de la fraction du bénéfice de l'exercice excédant 1 million d'euros, au lieu de 60 %), exige des opérateurs qu'ils se penchent dès à présent sur la révision de leurs budgets et de leurs échéances fiscales. ■

¹ Calculées notamment sous déduction des produits financiers rémunérant les sommes laissées ou mises à disposition de l'entreprise.

Aides et apports aux filiales en difficulté : la fiscalité se durcit



Par **Martine Ebrard-Grellety**, avocat associé, spécialisée en fiscalité. Elle intervient tant en matière de conseil que de contentieux dans tous les secteurs d'activité, et notamment auprès de fonds d'investissement.
martine.ebrard-grellety@cms-bfl.com



et **Romain Marsella**, avocat 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

Quand une société rencontre des difficultés, les moyens les plus habituels pour lui venir en aide et pour restaurer sa situation dégradée consistent le plus souvent en l'octroi d'une subvention ou d'un abandon de créance ou en la capitalisation d'une créance détenue sur la société en difficulté. Ces moyens n'ont pas le même effet fiscal, ni pour l'entreprise consentant l'aide, ni pour celle qui la reçoit.

Ainsi, concernant les abandons de créances, et suite à la jurisprudence du Conseil d'Etat, il convenait d'opérer une distinction entre les abandons de créance de nature commerciale (déductibles pour la partie versante si leur octroi relevait d'une gestion commerciale normale) et les abandons de créances de nature financière (dont la déduction était limitée à la situation nette négative de la filiale antérieure à l'abandon et la quote-part de situation nette positive après l'opération correspondant à la proportion du capital détenue par les autres associés). Selon les travaux

parlementaires, la déductibilité partielle ou totale des abandons de créances à caractère financier, a abouti à des pratiques optimisantes consistant à multiplier les aides à caractère financier à des filiales en difficulté, plutôt qu'à les recapitaliser, permettant notamment la déduction en France de pertes étrangères. La loi¹ rend désormais non déductibles pour l'établissement de l'impôt «les aides de toute nature consenties à une autre entreprise, à l'exception des aides à caractère commercial». Cette nouvelle mesure est d'autant plus pénalisante que son champ d'application est large. En effet, il ressort des travaux parlementaires que l'interdiction de déduction viserait non seulement les abandons de créances proprement dits mais aussi les subventions directes et indirectes telles que par exemple, les ventes ou prestations de services consenties à prix minoré ou encore les prêts accordés à des taux préférentiels. En outre, cette nouvelle disposition comporte des exceptions mais limitées aux cas dans lesquels

l'aide est consentie dans le cadre d'une procédure judiciaire. Si le champ d'application est vaste il reste néanmoins particulièrement flou. En effet, cette disposition repose sur la notion d'aide à caractère commercial, laquelle n'a toujours pas été définie par la loi. Il incombera donc encore à la jurisprudence de délimiter les contours de cette notion, travail qui risque fort d'être long et de laisser d'ici là les entreprises dans l'incertitude. En revanche, il nous semble important de relever qu'à ce jour, la neutralité fiscale des aides – qu'elles soient déductibles ou non – accordées dans un contexte d'intégration fiscale n'est pas remise en cause. Enfin, il convient de ne pas perdre de vue que ce nouvel article s'applique aux exercices clos à compter du 4 juillet 2012, ce qui signifie que pour un grand nombre d'entreprises cette nouvelle interdiction aura un effet rétroactif.

«Si le champ d'application est vaste il reste néanmoins particulièrement flou.»

Si la modalité de l'aide consistait en la capitalisation d'une créance, l'incorporation d'une créance au capital restait neutre fiscalement

pour la société détentrice de la créance, ainsi que pour celle qui augmentait son capital, cette neutralité fiscale lors de l'octroi de l'aide, était susceptible d'être rompue ultérieurement lors de la cession des titres. En effet, en cas de cession des titres recueillis en contrepartie de l'incorporation de la créance moins de deux ans après leur émission, la cédante pouvait dégager une moins-value à court terme déductible du résultat imposable au taux de droit commun. Cette formule permettait ainsi à la société mère titulaire de la créance de parvenir à la déduction de sa perte tout en évitant à la filiale en difficulté de consommer son report déficitaire, ce qui pouvait s'avérer encore plus avantageux qu'un abandon de créance déductible. Poursuivant l'objectif de rétablir la neutralité fiscale dans le choix du renflouement d'une filiale en difficulté, entre l'octroi d'un abandon de créance (ou d'une subvention) et le supplément d'apport, la loi² limite dorénavant la déductibilité de la moins-value résultant de la

cession, moins de deux ans après leur émission, de titres de participation acquis en contrepartie d'un apport et «dont la valeur réelle à la date de leur émission est inférieure à leur valeur d'inscription en comptabilité³». Cette disposition s'applique aux moins-values constatées lors de la cession de titres reçus en contrepartie d'apports qui sont réalisés à compter du 19 juillet 2012. Relevons d'ores et déjà que l'application de ce nouvel article risque fort de s'avérer problématique lorsqu'une société mère décide d'incorporer au capital de la filiale en difficulté une créance qu'elle détient à l'encontre de celle-ci alors que cette créance est dépréciée ou a été acquise pour

un montant inférieur à sa valeur nominale.

Si la détermination de la valeur réelle des titres à la date de l'émission sera vraisemblablement influencée par le prix de cession qui

par hypothèse interviendra dans un délai court, se pose la question de la «valeur d'inscription en comptabilité» des titres créés suite à l'incorporation d'une créance au capital. Le nouveau dispositif relance ainsi le débat sur la question de savoir si un profit imposable doit naître chez la société mère à raison de l'écart existant entre le montant nominal de la créance incorporée au capital (correspondant à l'augmentation de capital réalisée par la filiale), et la valeur réelle des titres émis par la filiale en contrepartie, valeur réelle qui peut être voisine de zéro, notamment si la situation nette réelle de la filiale reste négative après incorporation de la créance. Le dispositif semble partir de l'hypothèse selon laquelle la valeur d'entrée des titres créés correspond au nominal de la créance. Mais dans ce cas, la situation serait particulièrement pénalisante puisque la société mère devrait dégager un profit imposable au titre de l'exercice de l'apport (à hauteur de la différence entre la valeur nette comptable de sa créance - après dépréciation ou décote - et l'augmentation de capital correspondant au montant nominal de la créance), tout en se voyant interdire par le nouveau dispositif la déduction de la perte de valeur des titres nouvellement créés, à l'occasion de leur cession à court terme. Relevons toutefois, qu'à notre connaissance, le traitement comptable des titres reçus dans le cadre d'une

incorporation de créance décotée ou dépréciée est actuellement examiné par l'Autorité des Normes Comptables, laquelle s'orienterait plutôt vers une comptabilisation des titres souscrits pour un montant égal à la valeur vénale de la créance. Cette position des normes comptables, si elle venait à être confirmée, aurait le mérite d'être cohérente avec la seule décision de jurisprudence fiscale en la matière⁴, mais, en revanche, réduirait sensiblement la portée pratique du nouveau dispositif. Signalons enfin que la récente⁵ clarification – tant attendue par les entreprises et les praticiens – apportée par le Conseil d'Etat sur les conséquences fiscales

des cessions de titres de filiales renflouées dans le cadre de coups d'accordéon risque fort d'être remise en cause par ce nouveau dispositif.

En conclusion, il apparaît que les entreprises vont devoir reconsidérer

«Les entreprises vont devoir reconsidérer les outils traditionnels d'aide au renflouement de leurs filiales en difficulté.»

les outils traditionnels d'aide au renflouement de leurs filiales en difficulté, et les nouveaux dispositifs soulèvent diverses questions non clairement résolues à ce jour. Il conviendra d'attendre les précisions et éclaircissements indispensables du législateur, de l'administration fiscale, et probablement de la jurisprudence fiscale. ■

1. Article 39-13 du CGI.

2. Article 39 quaterdecies 2 bis du CGI.

3. Nous illustrerons cette nouvelle mesure par l'exemple suivant : soit une filiale dont la situation nette est négative à hauteur de 100 et qui bénéficie d'un apport en numéraire par sa mère à hauteur de 130. D'un point de vue comptable, les nouveaux titres ont un prix de revient de 130, alors même que leur valeur réelle n'est que de 30. Supposons que les titres soient vendus moins de deux ans après l'apport, pour un prix de 10, la mère dégagera une moins-value de 120 (10-130) qui ne sera pas déductible à hauteur de 100 (130-30).

4. CAA Paris du 28 mai 1998 n° 94-1916 «Cocinor»

5. CE 26 mars 2008 n°301413 SA Financière Fauvermier ; CE 22 janvier 2010 n°311339 Sté Predica

Le projet de loi de finances pour 2013 pourrait être censuré pour incohérence



Jean-Yves Mercier est avocat associé, responsable de l'équipe de doctrine fiscale du cabinet. Il intervient notamment dans l'analyse et la traduction en conseils pratiques des évolutions de la réglementation fiscale. Il contribue à la fixation de la doctrine du cabinet en matière fiscale et ouvre le dialogue avec les autorités fiscales.
jean-yves.mercier@cms-bfl.com



Alain Couret est professeur à l'Ecole de droit de la Sorbonne (Université de Paris I) et avocat associé en droit des affaires. Il dirige l'équipe de doctrine juridique du cabinet. Il a par ailleurs une activité dans le domaine de l'arbitrage concernant des litiges dans le domaine des cessions d'entreprises, des opérations d'investissement et de restructuration des réseaux de distributions.
alain.couret@cms-bfl.com

Le projet de loi de finances pour 2013, adopté le 28 septembre dernier par le Conseil des ministres, contient d'importantes propositions visant les entreprises et les personnes physiques. Quelles seront les conséquences en matière de LBO ?

Le projet de loi de finances pour 2013 entraîne-t-il des changements profonds de fiscalité pour les entreprises qui impacteraient les opérations de LBO ?

Jean-Yves Mercier :

Le projet de loi de finances prévoit que la déductibilité pleine des charges financières ne serait plus accordée qu'aux entreprises dont les charges financières nettes sont inférieures à 3 millions d'euros par an. Les autres devraient, sans pouvoir prétendre à la franchise de 3 millions d'intérêts, réintégrer 15 % du montant de ces charges au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2012, et 25 % au titre des exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2014. Un LBO d'envergure classique peut être réalisé sans créer 3 millions d'euros de charges financières. Cette mesure ne devrait donc pas condamner le LBO, mais peut-être créer des difficultés pour certains gros montages.

Ce n'est donc pas l'aggravation de la fiscalité des entreprises qui risque de créer de l'immobilisme. Qu'en est-il de la fiscalité des personnes ?

Jean-Yves Mercier :

La disposition la plus corrosive du projet de loi concerne en effet les personnes physiques cédantes. Les plus-values de cession de valeurs mobilières, actuellement taxables au taux forfaitaire de 19 %, seraient désormais soumises à l'impôt calculé au barème progressif sur une base réduite de 5,1 % au titre de la CSG déductible. On s'attendait à ce que le gouvernement tempère le choc qui résulte du passage d'une imposition à un taux proportionnel de 19 % à

une imposition qui peut désormais culminer à 45 %, voire à 49 % lorsque la plus-value est importante (car au delà d'un million de revenus annuels, le ménage supporte les 4 % de plus) auxquels s'ajoutent les 15,5 % de prélèvement sociaux. Un timide mécanisme d'abattement pour durée de détention a été envisagé permettant de réduire la plus-value taxable de 5 % après deux ans de détention et jusqu'à 40 % après douze ans. Mais cette durée n'est pas compatible avec les délais d'un LBO. Ce dispositif d'abattement ne deviendrait opérationnel qu'à compter du 1^{er} janvier 2015. Les cessions intervenues entre le 1^{er} janvier 2012 et le 31 décembre 2014 seront soumises à l'impôt sur toute leur plus-value non corrigible. Si ce système n'est pas corrigé, soit au cours des débats parlementaires, soit via une censure du Conseil constitutionnel, il est la promesse d'un ralentissement d'activité certain en matière de transmission d'entreprise.

Une censure constitutionnelle est donc selon vous envisageable ?

Jean-Yves Mercier :

Selon moi, il pourrait y avoir censure pour incohérence. Le législateur s'est fixé comme objectif de traiter les plus-values comme un revenu courant. En même temps, il prend note de la différence de situation existante entre un revenu récurrent et une plus-value qui est le résultat d'une conservation. Un système d'abattement est même prévu. Or pour les premières années d'application du mécanisme nouvellement institué, il nie la nécessité de corriger le montant de la plus-value nominale. Il n'est donc pas cohérent.

S'agissant des managements packages, quel sera l'impact de ce projet de loi de finances ?

Jean-Yves Mercier :

Le projet de loi de finances prévoit de faire passer certains gains sur stock options et actions gratuites au régime des traitements et salaires. Il s'agit en particulier des gains sur stocks réalisés dans le cadre des plans antérieurs au 10 octobre 2007. Ces gains entreront dans la composition du revenu de référence qui donne prise à l'impôt de 75 %. Autrement dit, celui qui a cédé en début d'année les titres en cause va devoir intégrer le gain dans son revenu imposable. Il franchira alors rapidement la barre du million d'euros imposable et une partie de ses stocks supportera un impôt réel de 75 %.

Rappelons tout de même que le revenu provient de la cession. Donc s'agissant des actions gratuites, tant que l'on ne vend rien, l'imposition du profit ne naît pas.

Le LBO en France a-t-il donc encore un intérêt ?

Alain Couret :

Le marché du LBO risque d'être paralysé par le manque de cibles. Pourtant plusieurs études ont été récemment publiées démontrant que le private equity créait de la valeur. La Banque de France a notamment constaté que les entreprises sous LBO s'avèrent plus performantes en termes financiers et plus dynamiques que la moyenne. Cette étude est intéressante car elle constitue un diagnostic à froid, en dehors de tout lobbying. Elle précise d'ailleurs que les LBO sont bons pour l'emploi. Il ne faut donc pas tuer le private equity en France et les prochaines semaines de débats parlementaires seront décisives. ■

Article paru dans Option Droit et Affaires n°139 du mercredi 3 octobre 2012

Les déficits fiscaux au secours du déficit budgétaire



Par **Stéphane Bouvier**, avocat.
Spécialisé en fiscalité,
il conseille divers fonds pour
la structuration de leurs
acquisitions en France
et à l'étranger.
stephane.bouvier@cms-bfl.com

Après avoir sensiblement durci les modalités de report en avant et en arrière des déficits en rythme de croisière, le législateur a étendu avec la deuxième loi de finances rectificative pour 2012 les situations dans lesquelles ces déficits sont susceptibles de tomber en non valeur. Ces nouvelles dispositions s'appliquent aux exercices clos à compter du 4 juillet 2012.

1. Elargissement des cas de péremption des déficits

Dans sa rédaction antérieure à la réforme, l'article 221-5 du Code général des impôts (CGI) prévoyait que le changement d'objet social ou d'activité réelle d'une société emportait cessation de l'entreprise de sorte que les déficits constatés antérieurement à ce changement et non encore imputés étaient perdus.

La loi étend tout d'abord les cas de péremption des déficits à «*la disparition des moyens de production nécessaires à la poursuite de l'exploitation pendant une durée de plus de douze mois, sauf en cas de force majeure, ou lorsque cette disparition est suivie de la cession de la majorité des droits sociaux*».

En outre, le nouvel article 221-5 b du CGI institue une définition légale du «*changement d'activité*». Cette définition avait déjà été esquissée par la doctrine administrative qui exigeait un «*changement profond*» mais la loi pose dorénavant des critères plus stricts.

En effet, selon le nouvel article, le changement d'activité s'entend, notamment :

– «*De l'adjonction d'une activité entraînant, au titre de l'exercice de sa survenance ou de l'exercice suivant, une augmentation de plus de 50 % par rapport à l'exercice précédent celui de l'adjonction : soit du chiffre d'affaires de la société ; soit de l'effectif moyen du personnel et du montant brut des éléments de l'actif immobilisé de la société ;*

– *De l'abandon ou du transfert, même partiel, d'une ou plusieurs activités entraînant, au titre de l'exercice de sa survenance ou de l'exercice suivant, une diminution de plus de 50 % par rapport à l'exercice précédant celui de l'abandon ou du transfert : soit du chiffre d'affaires de la société ; soit de l'effectif moyen du personnel*

et du montant brut des éléments de l'actif immobilisé de la société.»

Sur agrément préalable, le ministre du budget est en mesure d'écarter la cessation d'entreprise et ses conséquences lorsque l'interruption et la reprise sont justifiées par des motivations principales autres que fiscales ou lorsque les opérations d'adjonction, d'abandon ou de transfert d'activité sont indispensables à la poursuite de l'activité à l'origine des déficits et à la pérennité des emplois.

2. Durcissement des conditions de délivrance de l'agrément pour transfert des déficits en cas de restructuration

En cas de restructurations de sociétés, les déficits des sociétés apporteuses ne sont transférables à la bénéficiaire des apports que sur agrément préalable (article 209 II du CGI). Jusqu'à présent, l'agrément était délivré pour les opérations motivées par des raisons autres que fiscales et à la condition que l'activité à l'origine des déficits soit poursuivie pendant au moins trois ans par la société bénéficiaire des apports. Désormais, il faut également que «*l'activité à l'origine des déficits n'ait pas fait l'objet par la société absorbée ou apporteuse pendant la période au titre de laquelle ces déficits ont été constatés de changement significatif notamment en termes de clientèle, d'emploi, des moyens d'exploitations effectivement mis en œuvre, de nature et de volume d'activité*».

En outre, ce «*changement significatif*» ne devra pas non plus intervenir durant la période de trois ans suivant les apports agréés.

Enfin, le nouvel article 209 II d du CGI légalise la position traditionnelle de l'administration fiscale selon laquelle les déficits issus d'une activité de holding ou de gestion d'un patrimoine immobilier ne peuvent être transférés. ■

Adaptation des OPCVM déclarés de droit français à la Directive AIFM

L'Autorité des marchés financiers («AMF») a publié le 5 juillet dernier son instruction n°2012-06 applicable aux modalités de déclaration des OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs (l'«Instruction»). Le régulateur français a ainsi finalisé, près d'un an après la publication de l'Ordonnance n° 2011-915 du 1^{er} août 2011, son exercice d'adaptation de sa réglementation à la Directive UCITS IV¹.

Cette nouvelle instruction apporte trois types d'évolutions à la réglementation applicable aux OPCVM déclarés : l'Instruction (i) formule des changements à la marge sur la structure des prospectus, (ii) confirme des pratiques qui n'étaient pas nécessairement envisagées et (iii) officialise des positions sur des évolutions demandées par la profession.

S'agissant des changements affectant la structure des prospectus, ces modifications ont pour objet de rapprocher la forme des

prospectus des fonds déclarés de celles des fonds agréés. Toutefois, l'Instruction laisse une certaine souplesse pour que cette forme puisse s'adapter aux spécificités de ces fonds (pour autant qu'elle reste compatible avec la «doctrine de

l'AMF»), par exemple, la présentation et l'assiette des frais ou de la stratégie d'investissement. D'autres évolutions plus sensibles d'un point de vue juridique sont également confirmées par l'Instruction : il en est ainsi de la durée de lock-up des OPCVM contractuels qui apparaissait auparavant comme plafonnée à deux ans (alors même que la loi n'était pas si restrictive). Enfin, l'AMF reconnaît des possibilités nouvelles apportant plus de souplesse aux obligations applicables à ces fonds réservés aux professionnels, comme la possibilité de mise à disposition du prospectus par simple voie électronique.

Ainsi, sans être révolutionnaire, l'Instruction apparaît comme une œuvre de consolidation de la réglementation diffusée depuis 2005 par le régulateur en matière de fonds déclarés.

Toutefois, on pourrait presque regretter cette Instruction et considérer qu'elle intervient trop tôt ou trop tard.

Trop tard car l'évolution de l'instruction 2005-03 était attendue de longue date, que la doctrine de l'AMF en matière de fonds contractuels, telle que confirmée dans ces positions à l'AFG, allait bien au-delà de la précédente instruction et qu'à part peut-être en matière de rôle du dépositaire, le droit des fonds ou des FCPR contractuels n'est pas véritablement affecté par UCITS IV.

Trop tôt également car au regard des bouleversements qui se profilent, l'Instruction risque d'être bien vite obsolète. En effet, dans moins d'un an, les organismes de placement collectifs français non conformes à la Directive

UCITS et, plus largement, les véhicules d'investissement répondant à la qualification de fonds alternatifs au titre de la Directive AIFM² y seront soumis.

Cependant, les mesures de niveau 2 de la Directive AIFM ne sont aujourd'hui toujours pas connues alors même que cette directive entrera en vigueur le 22 juillet prochain.

Dans ces conditions, il faudra probablement se satisfaire d'adapter les principes issus de l'Instruction au nouvel environnement juridique réglementaire des fonds tel que résultant de la Directive AIFM. Reste encore à savoir comment procéder à de telles adaptations si les fonds d'investissement alternatifs à la française jouissent de toute la souplesse qui leur est promise dans le Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM. ■



Par **Jérôme Sutour**,
avocat associé,
responsable services financiers.
jerome.sutour@cms-bfl.com

1. Directive 2009/65/ CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009.

2. Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011.

Quand l'administrateur devient salarié – Innovation de la loi Warsmann II



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 opéra-
tions transactionnelles.
christophe.lefaillet@cms-bfl.com

La loi Warsmann II autorise dorénavant l'administrateur d'une société anonyme à signer un contrat de travail avec celle-ci, mettant ainsi un terme à la différence de traitement entre les administrateurs et les autres mandataires sociaux.

Le 24 mars 2012, la loi relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite loi Warsmann II, entrait en vigueur. Elle édicte un certain nombre d'adaptations et de modifications relatives au droit des sociétés, modifiant ainsi les dispositions du code de commerce (C.com) et concerne notamment la possibilité pour un administrateur de cumuler son mandat avec un contrat de travail.

En effet, le régime pré-Warsmann, qui interdisait à tout administrateur de se voir consentir un contrat de travail par la société, a vu ses limites contournées dans la pratique afin de permettre à celui-ci de bénéficier d'une meilleure couverture sociale et de la protection du statut de salarié. En outre, certains arguments militaient en faveur d'une réforme,

notamment celui de l'alignement du régime applicable aux administrateurs avec celui des membres du Conseil de surveillance, dans un souci de cohérence et de simplicité.

Ces sollicitations ont été entendues et la loi Warsmann II autorise désormais le cumul d'un mandat social d'administrateur et d'un contrat de travail alors même que l'intéressé est déjà en fonction au sein du Conseil d'administration. Il convient toutefois de préciser que ce mécanisme concerne uniquement les sociétés anonymes rentrant dans la catégorie des Petites et Moyennes Entreprises (PME).

Le critère de PME s'entend de la définition donnée par la recommandation n°2003/361/CE de la Commission Européenne : il s'agit d'une société ayant un effectif inférieur à 250 salariés, un montant hors taxe n'excédant pas 50 millions d'euros ou un total de

bilan inférieur à 43 millions d'euros. De plus, conformément à l'article L. 225-22 du C.com, le travail de l'administrateur, nouvellement salarié, devra être «effectif», les fonctions attribuées à l'administrateur devront en effet être distinctes de la mission du contrat de travail, et le nombre total des administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne devra pas excéder un tiers.

Cette nouvelle disposition, en majorité saluée, a tout de même donné lieu à controverse. Ainsi, cette nouvelle possibilité semble s'inscrire à contre-courant des recommandations émises par le Code AFEP-MEDEF, qui préconise de mettre fin au contrat de travail du mandataire social.

Cependant, cette recommandation ne concerne

pas les simples administrateurs mais bien les Présidents, Président Directeur Général, etc., et cela dû au fait que les administrateurs ne sont pas obligatoirement rémunérés.

Par ailleurs, la question de la «subordination», critère essentiel pour le droit du travail, n'est pas directement

«La loi Warsmann II autorise désormais le cumul d'un mandat social d'administrateur et d'un contrat de travail alors même que l'intéressé est déjà en fonction au sein du Conseil d'administration.»

envisagée par la loi nouvelle. Si l'individu n'est que simple administrateur, la situation ne semble pas poser de difficultés, en revanche qu'en sera-t-il s'il est Président du Conseil d'administration ? Une vérification de cette subordination au cas par cas sera probablement nécessaire. Il sera néanmoins essentiel de veiller au respect de la procédure des conventions réglementées.

Enfin, il est à observer que le cumul sera désormais possible pour les sociétés inscrites sur Alternext, marché non réglementé, mais aussi, même si cela est peu probable, sur un marché réglementé si une société entrait dans les limites des PME édictées par le droit européen.

En conclusion, cette réforme a été globalement bien accueillie, mettant enfin un terme à certaines différences de traitement entre les divers mandataires sociaux qui pouvaient parfois sembler injustifiées. ■

Etude CMS sur les opérations de M&A en Europe : les grandes tendances de la pratique contractuelle récente

L'étude des grandes tendances de la pratique contractuelle dans les opérations de M&A en Europe, telle qu'elle ressort des opérations conseillées par CMS* (soit près de 350 opérations en 2011), met en évidence un certain rééquilibrage des forces entre acheteurs et vendeurs malgré la crise.

Même si les clauses d'ajustement de prix sont en progression entre 2010 et 2011, le nombre de transactions à prix fixe reste légèrement majoritaire (environ 53 %) en Europe. Ces opérations à prix fixe, qui ont souvent la faveur des vendeurs, sont de plus en plus souvent acceptées en contrepartie de mécanismes de «locked

box» par lesquels tout paiement non autorisé réalisé au profit d'un vendeur vient réduire le montant du prix de cession. Les clauses de locked box ont ainsi progressé de 30 % par rapport à l'année précédente. Quant

aux clauses d'earn-out, elles s'avèrent assez peu utilisées en Europe, contrairement aux Etats-Unis (seulement 14 % des opérations recensées en 2011 contre 38 % aux Etats-Unis).

Un certain nombre de dispositions favorables aux vendeurs ont par ailleurs eu tendance à se développer dans les conventions de garanties au cours de la période récente avec notamment des plafonds d'indemnisation globalement en baisse même si les pratiques peuvent être assez différentes d'un pays à l'autre. Le montant des plafonds peut être assez élevé au Royaume-Uni, en Allemagne et dans les pays d'Europe de l'Est, où la majorité des transactions connaissent des plafonds d'un montant supérieur à 50 % du prix de cession. Au contraire, en France, la majorité des opérations sont conclues avec des garanties plafonnées à moins de 30 % du prix de cession quand 75 % des opérations aux Etats-Unis connaissent des plafonds à moins de 25 % du prix de cession.

Les niveaux de seuil individuel («de minimis»), de seuil global ou de franchise ont également eu

tendance à être plus généreux pour les vendeurs. Les transactions étudiées révèlent que le seuil («first dollar») est devenu le standard en Europe, même si la France fait figure d'exception, alors que les mécanismes de franchise («excess only») restent majoritaires aux Etats-Unis.

Concernant la durée des garanties accordées, celles-ci ont beaucoup fluctué durant la période 2007-2011. Les durées de dix-huit à vingt-quatre mois restent aujourd'hui les plus fréquentes (32 % des transactions en Europe).

De leur côté, les acheteurs ont réussi à obtenir plus souvent des garanties de la garantie (séquestres, garanties bancaires...), permettant

de sécuriser les paiements pouvant leur être dus au titre des garanties de passif (37 % sur la période 2007-2010, contre aujourd'hui 42 % des transactions).

La période récente a également vu se développer en Europe le recours à l'assurance pour remplacer

les garanties contractuelles, en particulier lors de sorties par des fonds de private equity pouvant être réticents à consentir de telles garanties en raison de leur contraintes propres. Ainsi en 2011, ce type d'assurances a été mise en place dans 11 % des transactions conseillées par CMS. Elles peuvent être souscrites par le vendeur ou l'acquéreur même si elles sont le plus souvent prises par l'acheteur qui parvient fréquemment à en faire supporter le coût au vendeur (généralement le montant de la prime s'élève de 1 à 3 % du prix de cession).

Dernier point marquant de l'étude, l'arrêt de la progression de l'utilisation des clauses MAC («material adverse change»), progression forte en 2008 et 2009. Aujourd'hui, les vendeurs parviennent la plupart du temps à éviter ces clauses qui peuvent réduire fortement pour le vendeur la certitude de réaliser l'opération. Seulement 16 % des transactions en Europe comporte des MAC clauses ; contraste frappant avec les Etats-Unis où la quasi-totalité des deals (93 %) sont signés avec ce type de clauses. ■



Par **Arnaud Hugot**, avocat en Corporate-M&A. Il assiste des industriels, des fonds d'investissement et des managers dans le cadre de tous types d'opérations de fusion-acquisition et de Private Equity, tant nationales qu'internationales. arnaud.hugot@cms-bfl.com

*CMS European M&A Study 2012

La contribution de 3 % sur les distributions : un océan de questions face aux terres de l'international



Par **Thierry Granier**, avocat 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

La deuxième loi de finances rectificative pour 2012 a instauré une nouvelle contribution additionnelle à l'impôt sur les sociétés (IS) calculée sur les revenus distribués¹. Cette contribution frappe au taux de 3 % les sociétés françaises passibles de l'IS lors de la distribution de leurs bénéfices ainsi que les organismes étrangers à raison des bénéfices qu'ils réalisent en France et qui sont fiscalement réputés distribués à des associés n'ayant pas leur domicile ou leur siège social en France. Cette contribution s'applique aux montants distribués qui ont mis en paiement depuis le 17 août 2012. Lorsque les distributions sont réalisées entre deux sociétés appartenant au même groupe d'intégration fiscale, la contribution a vocation à ne pas s'appliquer. Cette contribution n'est enfin pas admise en déduction pour la détermination du résultat fiscal.

Dans un contexte international, cette contribution soulève de nombreuses questions selon que la société mère étrangère est établie, ou non, dans un autre Etat membre de l'Union

européenne, ou encore selon que la société étrangère possède, ou non, un établissement stable en France. Ainsi, il est légitimement permis de s'interroger sur la compatibilité de cette contribution avec les normes soit communautaires soit conventionnelles ou, plus largement, avec la liberté d'établissement. A cet égard, il est intéressant de relever que les premiers éléments de réponse qui peuvent être apportés à ces questions diffèrent selon que cette contribution est analysée non pas comme un impôt à la charge de la société distributrice mais comme une retenue à la source dont le redevable serait la société étrangère bénéficiaire des montants distribués. Or, précisément, sur ce sujet, force est de constater que les arguments plaidant pour l'une ou l'autre conception, lorsque mis dans les plateaux respectifs de la balance, ne permettent pas véritablement de trancher de quel côté celle-ci devra pencher. ■

¹. Cette contribution a été codifiée à l'article 235 ZCA du CGI.

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^e Alain Couret, alain.couret@cms-bfl.com
M^e Martine Ebrard-Grellety, martine.ebrard-grellety@cms-bfl.com
M^e Laurent Hepp, laurent.hepp@cms-bfl.com
M^e Christophe Lefaillet, christophe.lefaillet@cms-bfl.com
M^e Pierre Le Roux, pierre.leroux@cms-bfl.com
M^e Jean-Yves Mercier, jean-yves.mercier@cms-bfl.com
M^e Jérôme Sutour, jerome.sutour@cms-bfl.com



Supplément du numéro 1193 du 22 octobre 2012
Option Finance - 91 bis, rue du Cherche-Midi 75006 Paris - Tél. 01 53 63 55 55
SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327
Directeur de la publication : Jean-Guillaume d'Ornano
Service abonnements : 18-24, quai de la Marne 75164 Paris Cedex 19. Tél. 01 44 84 80 45
Impression : Megatop - Naintre - N° commission paritaire : 0416 T 83896