

PUBLICATION

La fiducie dans les opérations de fusions-acquisitions Où en est-on ?

Par **Julien David** et **Thomas Urlacher**, avocats associés de Gide

Publié dans *Le Magazine des Affaires* n° 107-108 de Janvier-Février 2016

L'introduction en droit français de la fiducie par la loi du 19 février 2007 avait été accueillie par la doctrine et les praticiens avec enthousiasme, voire soulagement¹. Cet outil nouveau contribuait à la restauration de la compétitivité du droit français.

De fait, les praticiens du droit ont rapidement identifié de multiples applications possibles de la fiducie, et les domaines des fusions-acquisitions et de l'ingénierie sociétaire se sont révélés être un terrain fertile (I). Pour autant, la fiducie y a-t-elle déjà trouvé la place qui lui était promise (II) ?

I. Des applications multiples et efficaces

La fiducie, version française du *trust* anglo-saxon, permet à un constituant de transférer la propriété d'un bien (par exemple, des fonds ou les titres d'une société) à un tiers fiduciaire. Les biens ainsi transmis sont placés dans un patrimoine d'affectation spécifique, le fiduciaire étant chargé, à terme, de transférer lesdits biens à un bénéficiaire (lequel peut être le constituant ou une autre personne).

La fiducie trouve de nombreuses applications possibles dans les opérations de fusions-acquisitions. Nous en avons retenu quelques exemples, sans prétention d'exhaustivité.

Dans les opérations d'acquisition

La fiducie peut être déployée à différentes étapes d'une opération d'acquisition.

Elle permet la mise en œuvre de schémas de portage, lorsque, par exemple, le transfert par le vendeur doit intervenir avant l'obtention des autorisations requises au titre du contrôle des concentrations ou, au contraire, quand il est nécessaire que l'acquéreur se sépare de certaines activités à titre de condition de réalisation de l'opération.



Julien David
Associé
Gide



Thomas Urlacher
Associé
Gide

¹ Voir par exemple Michel Germain, « La Fiducie, révolution juridique et pratique des affaires », *La Semaine Juridique, Edition Entreprise et Affaire* n° 36, 6 septembre 2007, p. 3.

Elle trouve également des applications en matière de garanties. C'est ainsi un instrument très sûr de « garantie de la garantie », qui se substitue avantageusement au séquestre d'une partie du prix. Non seulement les montants placés en fiducie sont exclusivement affectés au paiement d'une éventuelle indemnité due au titre des déclarations et garanties, mais, de plus, ils échappent à l'emprise des créanciers du vendeur dès lors qu'ils sont placés dans un patrimoine d'affectation hermétique.

Il est par ailleurs recouru à la fiducie comme instrument de garantie du contrôle de l'utilisation d'actifs affectés, par exemple pour financer des droits sociaux dont l'institution a été convenue lors de l'acquisition d'une société en difficulté².

La fiducie trouve enfin des applications évidentes dans les montages de type *leverage buy-out* (LBO). Les titres de la société cible sont placés en fiducie par la *holding* d'acquisition auprès d'un établissement de crédit agissant pour le compte des prêteurs qui financent l'opération³. Les principales difficultés fiscales qui handicapaient ce schéma ont été récemment levées (voir ci-après).

Dans les pactes d'actionnaires

Placer des titres en fiducie peut également permettre aux bénéficiaires de promesses unilatérales de cession ou d'acquisition de titres contractées dans un pacte d'actionnaires (*puts* et *calls*, *drag along*) d'en prévenir les risques d'inexécution⁴. Les titres faisant l'objet de la promesse sont confiés au fiduciaire chargé d'exécuter les stipulations du pacte.

Les risques d'inexécution d'une promesse de cession ou d'acquisition étaient en effet significatifs en droit français jusqu'à ces derniers jours. Une jurisprudence très commentée qualifiait les promesses unilatérales d'obligations de faire, dont l'inexécution était dès lors sanctionnée par l'octroi de dommages intérêts, et non par leur exécution forcée⁵. Cette faiblesse vient d'être partiellement corrigée par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016, qui réforme le droit des contrats et des obligations. Le nouvel article 1124, alinéa 2 du Code civil prévoit désormais que « *la révocation de la promesse pendant le temps laissé au bénéficiaire pour opter n'empêche pas la formation du contrat promis* ». La fiducie conserve toutefois l'avantage certain d'empêcher toute cession à un tiers des titres sous promesse.

Ce mécanisme peut d'ailleurs être étendu à la sécurisation de l'exécution d'autres accords usuels dans les pactes, tels que les conventions de vote.

On le voit, les emplois possibles sont pléthoriques. Malgré cela, de nombreux acteurs du droit partagent toutefois le sentiment que la fiducie n'a pas encore trouvé sa place dans la vie quotidienne des fusions-acquisitions⁶.

II. Le rendez-vous reporté de la fiducie et des praticiens

Les explications liées à l'outil

Certaines considérations techniques peuvent expliquer qu'en dépit de ses attraits, la fiducie ne soit pas encore employée au quotidien par la communauté des praticiens de l'ingénierie sociétaire.

² Thierry Brun et Benoît Teston, « Un exemple de fiducie : la sécurisation des paiements dus au titre d'un PSE », *Option Finance* n° 1103, 6 décembre 2010.

³ Michel Collet et Matthieu Dubertret, « Du recours à la fiducie-sûreté dans le cadre des opérations de LBO, pour une plus grande sécurité juridique et fiscale », *RTDF* n° 2, 2012.

⁴ Sophie Schiller, « La fiducie : un excellent moyen de sécuriser les pactes d'actionnaires », *Droit & Patrimoine* n° 212, mars 2012, p.71.

⁵ Cass. civ 3^e, 11 mai 2011, n° 10-12.875 et Cass. com, 13 septembre 2011, n° 10-19.526.

⁶ Le constat serait sans doute très différent dans la pratique des opérations de financement (fiducie-sûreté).

Tout d'abord, la fiducie requiert, par construction, l'intervention d'un tiers fiduciaire (compagnie d'assurance, établissement de crédit, entreprise d'investissement ou avocat), lequel doit résider au sein de la communauté européenne ou dans un Etat ayant conclu avec la France une convention d'assistance en matière fiscale⁷. Dans une opération d'acquisition, où les délais de négociations et les budgets sont souvent contraints, l'intervention d'un tiers est un facteur non-négligeable de complexité et de coûts.

La fiducie est par ailleurs un dispositif public. Les formalités nécessaires à sa constitution et à son efficacité incluent une déclaration au service des impôts et un enregistrement, ainsi qu'une inscription au registre national des fiducies. Cette publicité pourra rebuter des parties à une opération recherchant la discrétion.

Un autre inconvénient souvent mis en avant lorsque le constituant est une personne physique est celui de la succession : les titres ou autres actifs mis en fiducie reviennent à ses héritiers, et la fiducie perd son efficacité.

La mise en fiducie doit en outre être articulée avec les textes relatifs à l'information et à la consultation des salariés de la société dont les titres sont transmis au fiduciaire, ce qui pourra donner lieu à une double procédure (lors du transfert au fiduciaire, puis au bénéficiaire).

Enfin, en matière de LBO, le développement de la fiducie a longtemps été freiné par des frottements fiscaux. Certes, le législateur avait affirmé la neutralité fiscale de la fiducie pour le constituant et le fiduciaire. Cette neutralité avait toutefois des limites incommodes, puisque l'intégration fiscale entre le constituant et la société cible dont les titres étaient placés en fiducie était contestée par l'administration fiscale. Le constituant ne bénéficiait pas non plus du régime mère-fille lorsqu'il percevait les dividendes versés par la cible, nécessaires pour le remboursement des prêts contractés par lui pour l'acquisition. La loi de finances rectificative pour 2014 a remédié, sous certaines conditions, à ces inconvénients⁸. L'avenir dira si cette « *cure de jouvence* »⁹ suffira à transformer la fiducie en pratique de place dans le domaine des LBO.

Les explications liées aux besoins

Peut-être l'explication principale de la perception d'un succès mitigé est-elle plus simple.

Peu de praticiens sont réellement familiers des modalités concrètes de mise en œuvre d'une fiducie. Ils préféreront souvent employer un dispositif d'une efficacité moins souveraine, mais qu'ils connaîtront mieux.

S'ils ont montré leurs limites dans certaines hypothèses précises, dans lesquelles la fiducie trouve tout son intérêt, les outils développés par les acteurs des fusions-acquisitions sur le fondement du droit commun des contrats restent finalement simples, éprouvés et souvent suffisants. ■

⁷ Loi n° 2007-211 du 19 février 2007.

⁸ Articles 145 et 223 A du Code général des impôts.

⁹ Blaise Philippe Chaumont et Guillaume Ansaloni, « Une cure de jouvence pour les fiducies-sûretés », *Option Finance*, n° 1300, 12 janvier 2015, p. 34