

OLIVIER JOUFFROY, ÉLISBETH MILAN, MAXIME DELACARTE

## *Spin-off : que faut-il attendre de la réglementation encadrant ces opérations ?*



Membre de Droit & Croissance – Avocat à la Cour, Herbert Smith Freehills



Membre de Droit & Croissance – Avocate



Membre de Droit & Croissance – Élève avocat

Pour mémoire, les opérations de *spin-off* visent généralement les opérations par lesquelles une entreprise ayant plusieurs branches d'activité décide de rassembler certaines de ces activités dans une ou plusieurs sociétés nouvelles. Il s'agit donc d'une opération de réorganisation utilisée par les grands groupes conduisant différentes activités ou constitués sous forme de conglomérats.

Il est regrettable qu'en France, dans la palette des mesures de réorganisation à la disposition des dirigeants de groupes, ces derniers fassent aussi peu usage de la technique des *spin-off* et ce, en raison principalement de contraintes fiscales et juridiques. Une réforme paraît ainsi nécessaire, particulièrement dans le contexte actuel. En période de crise économique et de mutations violentes, il est impératif que les grands groupes puissent adapter rapidement leur organisation.

En France, il existe deux méthodes principales pour scinder les activités d'une société :

- une véritable scission soumise au régime de l'article L. 236-1 alinéa 2 du Code de commerce<sup>1</sup> ;

<sup>1</sup> «Une société peut aussi, par voie de scission, transmettre son patrimoine à plusieurs sociétés existantes ou à plusieurs sociétés nouvelles.»

- une «scission partielle»<sup>2</sup> au moyen d'un «apport-scission» ou au moyen de la distribution aux actionnaires de la société mère des actions d'une filiale regroupant déjà les activités destinées à devenir indépendantes.

**Dans la première hypothèse**, la scission a pour effet la création de deux sociétés nouvelles rassemblant les activités scindées et entraîne la disparition de la société d'origine. Cette technique est peu utilisée pour scinder les activités de sociétés cotées pour deux raisons. D'une part elle requiert la mise en place d'une procédure juridique relativement lourde et longue, similaire à celle existant en matière de fusions. D'autre part, elle entraîne la disparition de la société d'origine, ce qui peut avoir un certain nombre de conséquences négatives notamment si la société est partie à des contrats contenant des clauses de changement de contrôle ou détient des autorisations administratives qui lui sont propres, ces contrats et autorisations administratives ne se transmettant pas automatiquement aux sociétés résultant de la scission par exception au principe général de la transmission universelle du patri-

<sup>2</sup> R. Houin, *RTD Com.* 1973, p. 39 ; A. Bonasse, *Juris-Classeur Sociétés*, 27 juillet 2001, Fasc. 161-10 n°29 et s. ; P.-Y. Chabert *Rev. Sociétés*, 4/2005.

moins de la société scindée au profit des sociétés bénéficiaires de la scission. Dans une scission, les actionnaires qui étaient actionnaires d'une société A, se retrouvent donc à l'issue de l'opération de scission, actionnaires d'une société B et d'une société C, ces deux sociétés rassemblant les activités nouvellement scindées de l'ancienne société A, celle-ci ayant été dissoute à l'issue de l'opération. Au terme de l'opération, les actions des sociétés nouvelles B et C seront admises aux négociations sur un marché réglementé, dans la mesure où les actions de la société scindée étaient admises aux négociations sur un marché réglementé. Les conditions légales prescrites par l'Autorité des marchés financiers et les places de cotation devront dès lors être respectées.

**Dans la seconde hypothèse**, à l'issue de l'opération de «scission partielle», les actionnaires de la société mère possèdent des actions de deux sociétés : des actions de la société détachée et des actions de la société mère dont ils étaient déjà actionnaires. L'opération peut être réalisée par l'attribution aux actionnaires de la société mère des actions nouvelles d'une filiale, émises en rémunération d'un apport réalisé par la société mère ou au moyen de la distribution des actions d'une filiale existante. En tout état de cause, la distribution des actions de la nouvelle entité détachée se fait au prorata du pourcentage de détention du capital des actionnaires dans la société mère. Au résultat de l'opération de «scission partielle», l'actionnariat de la société mère et de la société détachée est identique. En revanche, une fois l'opération réalisée et les actions de la société détachée admises aux négociations sur un marché réglementé, les actionnaires détenant des actions des deux sociétés peuvent acheter et céder les actions de l'une ou l'autre de ces deux sociétés; l'actionnariat des deux sociétés évoluant donc de manière indépendante. Dans cette opération, la société mère d'origine ne disparaît pas à la suite de la réalisation de la scission.

Il s'agit donc d'une technique de désinvestissement dans laquelle la filiale d'une entreprise dont les titres sont admis sur un marché réglementé est séparée de l'entreprise mère pour devenir une entité indépendante, elle-même cotée sur un marché réglementé. La «scission partielle» est assimilée à une distribution d'actions : l'action-

nariat de la société mère et le nombre d'actions en circulation de la société mère restent identiques après l'opération. A la différence d'autres techniques de désinvestissement, comme la cession d'activités, la «scission partielle» n'implique pas de flux financiers au bénéfice de la société mère.

Les opérations de *spin-off* sont extrêmement fréquentes à l'étranger, notamment aux Etats-Unis, alors qu'elles sont plus rares en France. Avant 2005, six opérations principales peuvent être recensées :

- la séparation de Chargeurs en deux sociétés (Chargeurs International et Pathé) en 1996<sup>3</sup>;
- la séparation de Dassault en deux sociétés (Dassault Aviation et Dassault Systèmes) en 1998<sup>4</sup>;
- la séparation de Canal + dans le cadre du rapprochement de Vivendi et Seagram<sup>5</sup> en décembre 2000;
- la séparation d'Eridania Beghin en quatre sociétés (Beghin-Say, Cerestar, Provimi, Cereol) en 2001<sup>6</sup>;
- la séparation des Forges Stéphanoises en deux sociétés (SAM et Setforge) en 2001<sup>7</sup>; et
- la séparation de Damartex et Damart SA en 2003<sup>8</sup>.

Depuis 2005, un certain nombre d'opérations de *spin-off* ont été réalisées, sans que le nombre d'opérations de ce type explose. Parmi les opérations significatives, on peut citer :

- la création d'Arkema, séparée de Total en 2006<sup>9</sup>;
- la création de Suez Environnement, séparée de Suez en 2008<sup>10</sup>;

3 Document E visé par la COB le 10 mai 1996, sous le n°96-173.

4 Document E visé par la COB le 23 novembre 1998 sous le n°98-466.

5 Document E visé par la COB le 27 octobre 2000 sous le n°00-1737.

6 Document E visé par la COB le 25 mai 2001 sous le n°01-636.

7 Document E visé par la COB le 21 mai 2001 sous le n°01-599.

8 Document E visé par la COB le 1er juillet 2002 sous le n°02-732.

9 Prospectus visé par l'AMF le 5 avril 2006 sous le n°06-106.

10 Prospectus visé par l'AMF le 13 juin 2008 sous le n°08-0127.

- la création d'Edenred, séparée d'Accor en 2010<sup>11</sup>;
- la création de Dia, séparée de Carrefour en 2011<sup>12</sup>;
- la création d'Axway, séparée de Sopra Group en 2011<sup>13</sup>; et
- la création de Maurel & Prom Nigeria, séparée de Maurel & Prom en 2011<sup>14</sup>.

Des travaux de recherche en économie ont mis en évidence que la valeur d'une entreprise est influencée dans une certaine mesure par la diversification de ses activités dans au moins deux secteurs d'activité distincts. Il est couramment observé que le marché applique une décote aux conglomérats. Un constat empirique permet de relever que les *spin-off* ont dès lors un effet positif sur la valorisation d'un conglomérat et donc sur la valeur des titres détenus par les actionnaires de la société.

L'objet du présent article est de revenir sur l'intérêt économique des opérations de *spin-off* et sur les études économiques dans ce domaine qui ont pour la plupart d'entre elles permis de démontrer que les opérations de *spin-off* sont créatrices de valeur à la fois pour les actionnaires des sociétés concernées et pour l'appareil productif.

Après avoir pris en compte les leçons de l'analyse économique du droit qui nous apprennent que les *spin-off* sont généralement des opérations positives pour les entreprises et le secteur productif (I.), nous tenterons ensuite de comparer le régime des opérations de *spin-off* aux Etats-Unis et en France, afin d'identifier les situations de blocage dans la réglementation encadrant ce type d'opération (II.). Nous tenterons alors d'ébaucher des pistes de réformes de la réglementation française afin de faciliter ce type d'opérations qui sont susceptibles d'être bénéfiques pour notre économie (III.).

11 Prospectus visé par l'AMF le 12 mai 2010 sous le n°10-0128.

12 Document d'Enregistrement approuvé par la Commission Nationale des Marchés de Capitaux («Comisión Nacional del Mercado de Valores, ou «CNMV») et inscrit au registre officiel le 13 mai 2011.

13 Prospectus visé par l'AMF le 29 avril 2011 sous le n°11-137.

14 Prospectus visé par l'AMF le 4 novembre 2011 sous le n°11-0511.

## I - L'intérêt économique des opérations de *spin-off*

À la suite des vagues de consolidation aux Etats-Unis et en Europe dans les années 1980, la recherche académique a dès les années 1990<sup>15</sup> démontré la tendance à la déperdition de valeur pouvant exister à l'intérieur d'un conglomérat d'entreprises ayant des activités économiques différentes.

Ces auteurs avancent que la formation d'un conglomérat peut avoir pour conséquence négative l'apparition de ce que l'on appelle une décote de conglomérat. Autrement dit, la valeur de l'entreprise est influencée négativement par la diversification de ses activités dans au moins deux secteurs d'activité distincts. L'hypothèse de départ serait donc qu'un conglomérat est par essence sous-valorisé, que sa valeur globale serait inférieure à la somme de la valeur de ses parties.

Les premiers travaux sur la question de la valorisation des conglomérats sont partis du simple constat que le conglomérat multisectoriel est sous-évalué par rapport à une entreprise mono sectorielle comparable (A). Une littérature économique nord-américaine abondante<sup>16</sup> a tenté en conséquence de démontrer l'intérêt économique des décisions de *spin-off* sur la valorisation des entités issues de celui-ci (B). Plus généralement, ces opérations ont un effet positif sur l'économie (C.)

### A. Le constat des effets positifs d'un *spin-off* sur la valorisation d'un conglomérat

En utilisant les résultats de dix-neuf études<sup>17</sup> relatives aux effets sur la valeur des titres des acquéreurs de 2062 annonces de *spin-off* entre 1962 et 2000, il ressort que le rendement cumulé anormal moyen (RCAM) des actionnaires est non seulement positif mais augmente dans une tranche allant de 1,7 % à 5,6 % selon les études. Le RCAM mesure la rentabilité de l'action directement imputable à l'opération de *spin-off*. Le rendement anormal moyen s'établit ainsi à 3,3 %.<sup>18</sup>

15 Lang et Stulz 1994.

16 Maksimovic et Philipps 2006 ; Eckbo et Thorburn 2008.

17 Eckbo et Thorburn 2008, p.447.

18 Eckbo et Thorburn 2008, p.448.

Les auteurs remarquent en outre que ce rendement moyen est plus important que le rendement issu des stratégies de désinvestissement hors *spin-off*. Il transparaît d'études empiriques<sup>19</sup> que le RCAM est en moyenne plus important dans les opérations de *spin-off* de filiales ayant une valeur de marché au moins égale à 10 % de la valeur de la maison mère. Ainsi la taille du segment d'activité cédé par rapport au total du conglomérat est susceptible de déterminer l'intérêt des investisseurs pour une telle opération.

Au-delà de ces effets sur la valorisation à court terme des entreprises, certains auteurs ont par ailleurs démontré les effets bénéfiques du *spin off* sur le rendement à long terme dans le cadre de stratégies de conservation des titres allant de 24 à 36 mois.<sup>20</sup>

La littérature économique est donc généralement unanime pour conclure aux effets positifs des annonces de *spin-off* sur la valorisation des entités issues de l'opération. Il s'agit toutefois de noter que certains auteurs ont pu contester les fondements statistiques donnant lieu à cette conclusion, en estimant que cette décote de conglomérat résulte en fait d'une mauvaise appréciation par le marché des informations financières afférentes aux conglomérats<sup>21</sup>.

## B. Tentatives d'explication

Plusieurs explications non exclusives des effets positifs des opérations de *spin-off* ont été avancées parmi lesquelles le recentrage sur le cœur d'activité et l'élimination des synergies négatives (1.), le traitement des asymétries d'information (2.), l'amélioration des performances des dirigeants (3.) les effets de clientèle (4.) et enfin la probabilité accrue d'offres d'acquisitions futures (5.).

### 1. Recentrage sur le cœur d'activité et élimination des synergies négatives

Une source potentielle de création de valeur dans un *spin-off* est le recentrage de l'activité de l'entreprise et la séparation de branches sans liens étroits avec l'activité principale. L'effet positif sur la valorisation des actions de la société suite à l'an-

nonce d'un *spin-off* semble donc issu du recentrage respectif de la société mère et de ses nouvelles filiales sur chacune des activités séparées. Au-delà de la question de la valorisation financière des entreprises, ce recentrage a des effets positifs évidents sur leurs performances opérationnelles (baisse des coûts opérationnels et mise en place de visions stratégiques recentrées).

Il a ainsi été démontré que le retour sur actif social chez la société mère est plus important dans des opérations où la cible du *spin-off* exerce son activité dans une branche d'activité très différente de celle de la mère. Le *spin-off* d'une activité non liée à l'activité principale de la société mère est par conséquent un facteur important expliquant la réduction des synergies négatives qui peuvent exister au sein du conglomérat.

Par ailleurs, les études portant sur les opérations de *spin-off* montrent que celles-ci permettent une meilleure allocation des capitaux internes au sein du conglomérat ainsi que l'élimination des financements intra-groupe destructeurs de valeur. En effet, dans les conglomérats multi-sectoriels, il semblerait qu'il existe souvent un surinvestissement dans les branches ou activités les moins performantes de l'entreprise, au détriment d'activités plus rentables par le biais de subventions et de financements croisés intra-groupe. Le *spin-off* permet aux entreprises de recentrer leurs décisions d'investissement sur des secteurs à fort potentiel de croissance qui ont pu être délaissés au sein du conglomérat. En outre, en détachant ces activités, les bénéfices résultant des investissements relatifs à chaque nouvelle entité profitent directement à leurs actionnaires et non à d'autres activités du conglomérat. L'opération de *spin-off* permet enfin d'améliorer la qualité de la décision d'investissement en permettant une attention accrue et recentrée sur une activité particulière et en prenant en compte les exigences de la discipline des marchés. Gertner a démontré que l'efficacité de l'investissement d'une société se mesure dans sa capacité à modifier sa stratégie d'investissement en fonction des changements d'opportunités d'investissement.

Il apparaît ainsi qu'après une opération de *spin-off*, la sensibilité et l'efficacité de l'investissement sectoriel de l'entreprise sont plus importantes, ce qui a pour conséquence une baisse de la décote de conglomérat sur les marchés et une augmen-

19 Miles et Rosenfeld 1983.

20 Cusatis et alii 1983, voir contra McConnell, Ozbilgin, et Wahal 2001.

21 McConnell, Ozbilgin, et Wahal 2001.

tation de la valeur des titres de l'entité nouvellement séparée, ainsi que dans certains cas, de ceux de la société mère. Le *spin-off* serait ainsi la voie privilégiée pour une réallocation des ressources<sup>22</sup> antérieurement allouées à des secteurs non créateurs de valeur.

## 2. Le traitement des asymétries d'information

Selon une théorie économique classique<sup>23</sup>, la décote de conglomérat serait en partie due à des problèmes de gouvernance d'entreprise non résolus. Par ailleurs, l'agrégation d'informations financières diverses au sein du conglomérat exacerberait l'asymétrie d'information entre les investisseurs extérieurs et les agents internes détenant l'information. Des recherches<sup>24</sup> ont montré que les *spin-off* étaient plus courants dans les entreprises avec un niveau d'asymétrie important.

Une des sources de création de valeur serait donc la réduction de l'asymétrie d'information facilitée notamment à travers le travail des analystes financiers qui jouent un rôle fondamental au moment du *spin-off* dans la dissémination de l'information auprès du marché. Les sociétés ayant fait l'objet d'une opération de *spin-off* voient leur couverture informationnelle augmentée en moyenne de 45 % dans les trois ans suivant la réalisation de l'opération<sup>25</sup>. En effet, les analystes couvrant la nouvelle entreprise tendent à être des spécialistes du secteur d'activité de la société de sorte que la précision des prévisions financières augmente d'environ 30 % à 50 %, réduisant d'autant les décalages informationnels entre agents.

Le recentrage de l'entreprise a donc pour effet d'augmenter la qualité et la quantité de l'information des analystes permettant une meilleure valorisation des participations. Par ailleurs, l'opération de *spin-off* permet à l'entreprise de parvenir à une transparence accrue vis-à-vis des marchés, des investisseurs et des actionnaires. En effet, en accédant à un marché de cotation, la nouvelle entité est soumise à des obligations

en matière de publication et de diffusion d'informations financières relatives à son activité, à la structure de son capital et à ses dirigeants. Ces informations, présentées indépendamment de celles de la société mère, permettent ainsi aux investisseurs et aux actionnaires d'obtenir une image plus précise de la société nouvellement séparée et de sa valeur.

## 3. L'amélioration des performances des dirigeants

Les opérations de *spin-off* permettent également d'améliorer les performances des dirigeants en leur permettant de se concentrer sur une activité principale, en leur donnant de meilleures incitations financières basées sur les performances de l'entité qu'ils dirigent<sup>26</sup> et non sur celles du groupe, et enfin en leur permettant une meilleure lecture des performances de l'entreprise basée sur l'évolution du cours de l'action de l'entité séparée. En effet, plusieurs études ont montré que l'opération de *spin-off* donne souvent lieu à une révision des plans d'intéressement des nouveaux dirigeants de la filiale séparée, et permet notamment de lier leurs incitations financières aux performances de la filiale séparée et d'envisager de nouvelles perspectives de croissance<sup>27</sup>.

Par ailleurs, la cotation en bourse de la filiale séparée impose aux dirigeants des obligations accrues en matière d'information et de contrôle interne permettant de réduire les coûts d'agence pour les actionnaires et ayant un effet corrélatif positif sur la valeur de l'action.

## 4. Les effets de clientèle

Alors que la valeur des activités était auparavant incorporée dans une unique valeur mobilière, le *spin-off* crée l'opportunité de détenir séparément une participation dans la société détachée. Il y a ainsi augmentation des opportunités d'investissement pour les investisseurs, ce qui augmente en conséquence la liquidité sur les titres ainsi que les opportunités de diversification des portefeuilles des investisseurs.

Une étude a ainsi démontré<sup>28</sup> que les investisseurs institutionnels rééquilibrent leur portefeuille entre la société mère et son ancienne filiale en

22 Colak et Whited 2005 pour une critique en raison du nombre d'informations non disponibles sur ce sujet.

23 Krishnaswami et Subramaniam 1999 ; Eckbo et Thorburn 2008, p.450.

24 Krishnaswami et Subramaniam 1999.

25 Gilson, Healy et alii 2001.

26 Aron 1991.

27 Pyo 2007.

28 Abarbanell, Bushee et Ready 2003.

conformité avec leur politique d'investissement propre. Par conséquent, l'argument fréquemment avancé dans les années 1980 pour justifier la création de conglomerats et consistant à vendre aux actionnaires un titre comportant un risque diversifié inhérent aux multiples activités de la société émettrice, se trouve renversé au profit de l'émission de titres de *pure players* ou entreprises mono-sectorielles permettant aux investisseurs de construire des portefeuilles répondant à leurs propres critères de profils de risques et de diversification.

### 5. Augmentation de la probabilité d'offre d'acquisition

L'opération de *spin-off* rend enfin possible l'acquisition de la branche d'activité auparavant bloquée dans les liens de conglomerat par simple acquisition de valeur mobilière et augmente la probabilité que cette branche puisse un jour faire l'objet d'une offre publique d'acquisition qui sera nécessairement créatrice de valeur pour l'entreprise et ses actionnaires.

Vis-à-vis de la société mère, la conséquence est similaire. L'offre publique d'acquisition peut être rendue possible par la diminution de la taille de la société mère et le recentrage de son activité, ainsi que par une meilleure compréhension par des investisseurs spécialisés de son activité.

### C. Les effets bénéfiques sur l'économie

Dans un univers économique de plus en plus difficile, il est impératif que les sociétés puissent faire évoluer leur structure organisationnelle, afin de s'adapter aux mutations violentes de notre économie. Les opérations de *spin-off* sont des opérations qui permettent aux sociétés de répondre à ces objectifs.

Les opérations de *spin-off* peuvent être créatrices de richesse et faciliter l'émergence des leaders de demain pour plusieurs raisons : (i) en permettant de séparer des activités entre lesquelles il n'existe pas de synergies et reposant sur des stratégies différentes, (ii) en rendant indépendantes les équipes de direction afin de les autonomiser et de les responsabiliser, (iii) en réduisant les coûts de structure, et enfin (iv) en améliorant les performances économiques des entités séparées.

Les sociétés issues de *spin-off* deviennent souvent, grâce à l'amélioration de leurs résultats, les consolidateurs et leaders de leurs secteurs.

Sur les années 2004-2008, de nombreux groupes industriels français aux activités diverses ont, faute de pouvoir réaliser des *spin-off* dans de bonnes conditions, cédé certaines de leurs activités, considérées comme «non cœur», notamment à des fonds de type LBO. De manière empirique, il est possible d'imaginer que si notre réglementation avait facilité les opérations de *spin-off*, nous aurions pu assister à l'émergence d'un nombre important de nouvelles sociétés cotées, aux équipes de direction basées en France et qui auraient pu se révéler être les sociétés leaders de leur secteur.

À l'inverse, ces sociétés cédées se sont insérées dans la stratégie consolidatrice de sociétés étrangères en étant cédées à d'autres sociétés industrielles ou à des fonds d'investissement qui les ont cédées ou les céderont à leur tour à de grands groupes industriels.

Toutefois, il ne doit être ni souhaité, ni encouragé que les opérations de *spin-off* aboutissent à la disparition de tout conglomerat et à l'ultra spécialisation de toute société dans des domaines d'activité bien précis. En effet, les conglomerats, dans la mesure où le nombre de leurs secteurs d'activité reste raisonnable et où il existe de réelles synergies entre ces secteurs, présentent certains avantages, notamment une meilleure capacité à résister aux effets de cycle.

## II - Comparaison de la réglementation américaine et de la réglementation française

L'objet de la présente section est de présenter brièvement quelques traits essentiels de la réglementation américaine sur les opérations de *spin-off* (A.) et quelques traits essentiels de la réglementation française sur les opérations de *spin-off* (B.), afin d'identifier les dispositions de la réglementation française qui peuvent constituer des freins à la réalisation d'opérations de *spin-off* (C.).

## A. La réglementation américaine

Les principales règles américaines encadrant les *spin-off* sont issues de la réglementation fiscale (1.) et de la réglementation boursière (2.).

### 1. La réglementation fiscale américaine

Aux Etats-Unis, l'un des avantages majeurs d'une opération de *spin-off* est qu'elle peut être structurée comme une opération neutre d'un point de vue fiscal sous réserve qu'elle respecte les conditions requises par la réglementation fiscale<sup>29</sup>. Par conséquent, la plupart des *spin-off* aux Etats-Unis sont structurés de cette manière.

La neutralité du traitement fiscal des *spin-off* consiste à n'imposer la distribution des actions de la filiale nouvellement séparée, ni au niveau des actionnaires de la société mère qui reçoivent des actions de la filiale nouvellement séparée, ni au niveau de la société mère elle-même.

Pour bénéficier du régime de neutralité fiscale, et sous réserve de nombreuses exceptions et considérations particulières pouvant s'appliquer, les conditions suivantes doivent être remplies :

- **Contrôle** : la société mère qui procède à l'opération de *spin-off* doit avoir le contrôle de la filiale à séparer dont les actions vont être distribuées aux actionnaires de la société mère. La société mère est considérée comme contrôlant la filiale à séparer si elle détient 80 % des droits de vote de ladite filiale ;
- **Objectif** : l'opération ne doit pas être analysée comme un moyen pour la société mère de distribuer des dividendes à ses actionnaires sous forme d'actions de l'entité nouvellement séparée ;
- **Activité commerciale** : la société mère et la filiale doivent avoir mené une activité commerciale durant les cinq années précédant l'opération de *spin-off* et ni l'une ni l'autre de ces sociétés ne doit avoir été acquise durant cette période dans le cadre d'une opération donnant lieu à une imposition fiscale. La société mère et la filiale séparée doivent poursuivre cette activité commerciale après la réalisation de l'opération ;
- **Distribution** : la société mère doit distribuer un nombre d'actions de la filiale à séparer à

ses actionnaires, dans une proportion telle qu'à l'issue de l'opération de *spin-off*, ses actionnaires détiennent le contrôle de la filiale séparée, c'est-à-dire au moins 80 % des droits de vote de ladite filiale ;

- **Justification économique** : l'opération doit être justifiée d'un point de vue économique («*valid business purpose*»)<sup>30</sup> ;
- **Continuité des intérêts** : les actionnaires de la société mère doivent collectivement préserver une continuité d'intérêt («*continuity of interest*») dans la société mère et dans la filiale séparée. Ceci implique que les actionnaires historiques de la société mère doivent maintenir une participation d'au moins 50% dans la société mère et la filiale séparée pour une durée non déterminée par la loi mais qui en pratique ne devrait pas être inférieure à deux ans après la réalisation de l'opération.

**Conditions supplémentaires** : même lorsqu'une opération de *spin-off* répond aux conditions énoncées ci-dessus, deux restrictions supplémentaires peuvent entraîner la taxation de l'opération. Si l'une ou l'autre de ces hypothèses existe, la société mère devra reconnaître une plus-value (mais non les actionnaires de la société mère).

- La première hypothèse cherche à limiter la possibilité pour une société ayant récemment acquis les titres d'une autre société de les distribuer à ses actionnaires dans le cadre d'une opération fiscale neutre. Par conséquent, l'opération sera requalifiée si, immédiatement après la distribution des actions de la filiale séparée aux actionnaires de la société mère, un actionnaire de la société mère détient plus de 50 % des droits de votes de la société mère (ou de l'une de ses filiales), qu'il aurait acquis dans le cadre d'une cession de titres avec une autre entreprise dans les cinq années précédant l'opération de *spin-off*.
- La seconde hypothèse implique qu'il ne doit pas y avoir de prise de participation planifiée dans la société mère ou dans la filiale séparée. Le code<sup>31</sup> présume qu'une prise de participation durant

<sup>30</sup> Le fisc américain a par exemple reconnu qu'une telle justification existe lorsque l'opération est réalisée pour permettre aux salariés de la société mère d'acquérir une participation dans la filiale, ou pour faciliter une émission d'action ou de dette, ou afin d'améliorer les performances de l'entreprise ou sa compétitivité.

<sup>31</sup> Internal Revenue Code.

<sup>29</sup> Internal Revenue Code – Section 355.

une période de quatre ans, débutant deux ans avant l'opération de *spin-off* fera partie d'un plan qui inclut l'opération de *spin-off*.

Si l'opération n'est pas structurée de la manière décrite ci-dessus, la distribution des actions sera taxée en tant que dividendes :

- la société mère doit reconnaître une plus-value égale à la différence entre la *fair market value* des actions de la filiale et la valeur comptable de la filiale dans ses comptes, cette plus-value étant taxée au taux de l'impôt sur les sociétés ;
- les actions de la filiale nouvellement séparée distribuées aux actionnaires sont taxées de dividendes sur la base de la *fair market value* de la filiale nouvellement séparée.

En raison des conditions liées à l'objectif de l'opération et à la continuité des intérêts dans la société mère et dans la filiale nouvellement séparée, il existe un réel risque de requalification de l'opération de *spin-off* dans l'hypothèse d'une prise de contrôle de la société mère ou de la filiale séparée peu de temps après l'opération dans le cadre d'une fusion ou d'une offre publique d'achat. Par conséquent, le bénéfice du régime fiscal de faveur est en partie hors du contrôle de la société mère puisque l'opération de *spin-off* pourra être requalifiée et devenir ainsi taxable, par exemple en cas de prise de contrôle de la filiale séparée. Un non-respect de cette condition au niveau de la filiale devenue indépendante peut avoir des conséquences très importantes pour la société mère, puisqu'elle entraîne au niveau de la société mère le paiement d'une plus-value égale à la différence entre la *fair market value* de la filiale et la valeur comptable de la filiale séparée dans les comptes de la société mère. Cela entraînera également une taxation de l'ensemble des actionnaires de la société mère au titre des dividendes reçus sous forme d'actions de la filiale séparée, sur la base de la valeur de la filiale séparée.

Afin de transférer à la filiale devenue indépendante et *in fine* à la personne prenant le contrôle de celle-ci le risque de perte de la neutralité fiscale en cas de prise de contrôle de la filiale à la suite de l'opération de *spin-off* entraînant la requalification de l'opération en tant qu'opération taxable pour la société mère et ses actionnaires, il est courant que la filiale nouvellement séparée s'engage à rembourser à la société mère toutes sommes qui seraient dues par la société mère du fait

de la prise de contrôle de ladite filiale avant l'expiration du délai de deux ans.

## 2. La réglementation boursière américaine

*Opération soumise aux formalités des ventes d'actions du Securities Act de 1933.*

Les opérations de *spin-off* sont également régies par la réglementation boursière américaine. La première question qui se pose dans le cadre d'une opération de *spin-off* est celle de savoir si l'opération doit obéir aux règles édictées par le *Securities Act* de 1933. En principe, une opération classique de *spin-off* ne sera pas assimilée à une vente de titres et les actions de la filiale nouvellement séparée pourront échapper aux règles applicables en matière d'offre au public. La Securities and Exchange Commission (« SEC ») considère en effet que si les conditions suivantes sont réunies, les actions émises dans le cadre de l'opération de *spin-off* n'auront pas à être enregistrées :

- la distribution des actions de la filiale nouvellement séparée aux actionnaires de la société mère doit être gratuite ;
- la distribution des actions de la filiale nouvellement séparée aux actionnaires de la société mère doit être faite au prorata de leur participation dans la société mère ;
- la société mère doit fournir une information suffisante à ces actionnaires concernant l'opération de *spin-off* (voir ci-après pour les obligations d'information de la société mère) ; et
- l'opération de *spin-off* doit avoir été justifiée d'un point de vue économique et être conforme aux intérêts de la société.

Si ces conditions ne sont pas remplies, l'opération de *spin-off* est considérée comme une vente d'actions aux actionnaires de la société mère. La société mère, en tant que vendeur des actions, et la filiale nouvellement séparée, en tant que société émettrice des actions, devront préparer et soumettre un prospectus aux actionnaires de la société mère et à la SEC ainsi qu'un certain nombre d'informations additionnelles concernant l'opération et la filiale contenues dans un formulaire S-4. Par ailleurs, en conjonction avec le prospectus, la société mère prépare souvent une circulaire de sollicitation de procuration (« *proxy statement* ») à destination des actionnaires. Si l'opération de *spin-off* est réalisée dans le cadre

d'une offre au public par la société nouvellement séparée, celle-ci devra de la même manière préparer et soumettre un prospectus accompagné d'informations supplémentaires contenues dans un formulaire S-1 concernant la société.

#### *Obligations d'information des actionnaires*

Qu'il s'agisse d'une circulaire de sollicitation de procuration (si l'opération est considérée comme une vente d'actions) ou d'une déclaration d'information (si les actions doivent simplement être enregistrées), la société mère et la filiale séparée devront fournir les informations suivantes à leurs actionnaires :

- un résumé de l'opération décrivant les termes de l'opération, la filiale séparée, les conditions fiscales et comptables de l'opération ainsi que toute autre information nécessaire à la complète information des actionnaires ;
- les risques liés à l'opération ainsi qu'à l'activité de la société mère et de la filiale séparée ;
- une description de l'activité de la société mère, ainsi que des conséquences de l'opération de *spin-off* pour celle-ci ;
- une description des termes de l'opération de *spin-off*, incluant une description de la répartition des actifs et passifs, les rapports de contrôle entre la société mère et la filiale séparée avant et après la transaction de *spin-off* et tout autre accord passé entre la société mère et la filiale.

Si l'opération est soumise au vote des actionnaires de la société mère ou des actionnaire de la filiale séparée, les actionnaires devront par ailleurs recevoir des informations relatives à la description de l'opération, à la tenue de l'assemblée des actionnaires, à l'existence de droits de refus et de rachat appartenant aux actionnaires, et à l'existence d'intérêts particuliers relatifs à l'opération appartenant aux membres du conseil d'administration, dirigeants et autres personnes intéressées.

#### *Opération soumise à la procédure d'enregistrement des actions de la filiale séparée*

Si les conditions décrites ci-dessus sont remplies, la filiale nouvellement séparée sera néanmoins

soumise aux règles du *Securities Exchange Act* de 1934. Par conséquent, elle devra déclarer et faire enregistrer les actions émises auprès de la SEC et fournir à ses actionnaires des informations détaillées sur l'opération et la société (voir ci-dessus). La société mère devra de la même manière fournir à ses actionnaires une information détaillée sur l'opération dans une circulaire de sollicitation de procuration.

La déclaration et l'enregistrement des actions de la filiale séparée requièrent la fourniture d'une information détaillée qui sera revue par la SEC avant que l'opération de *spin-off* puisse être réalisée. Ces informations recourent en de nombreux points les informations devant être fournies dans le prospectus et la déclaration d'enregistrement requis lorsque l'opération de *spin-off* est assimilée à une vente d'actions aux actionnaires de la société mère. Ce document devra notamment présenter : les risques liés à l'opération de *spin-off*, la société et son activité, l'information financière relative à la filiale séparée, l'actionnariat de la filiale séparée, le conseil d'administration et les dirigeants, la rémunération des dirigeants, les transactions avec des tiers, les actions en justice en cours, les informations relatives à la cote des actions émises, et les informations relatives aux caractéristiques des actions émises.

#### *Autorisations par le conseil d'administration*

Une opération de *spin-off* est assimilée à une distribution de dividendes par la société mère et devra donc être approuvée par son conseil d'administration. Certaines opérations nécessaires à la réalisation de l'opération devront par ailleurs être approuvées par le conseil d'administration de la société mère et de la filiale séparée.

#### *Gouvernance de la filiale séparée*

Lorsqu'à la suite de l'opération de *spin-off*, la filiale devient une société cotée, elle devra être organisée et fonctionner conformément aux règles édictées par la SEC ainsi que par la place de cotation sur laquelle elle est cotée (le plus fréquemment NYSE et NASDAQ). Ces règles concernent essentiellement les règles de gouvernance applicables aux dirigeants et au conseil d'administration de la société ainsi que les règles relatives aux obligations d'information continue et périodique et notam-

ment celles issues du *Sarbanes-Oxley Act* de 2002.

En tout état de cause, une opération de *spin-off* exige aux Etats-Unis la préparation d'une documentation boursière assez détaillée, qui nécessite un temps de préparation. Le but de cette documentation est d'assurer la correcte information des actionnaires de la société mère et du marché sur l'opération elle-même et sur la future entité indépendante dont les actions seront cotées sur un marché réglementé.

### B. La réglementation française

Les principales règles françaises encadrant les *spin-off* sont issues de la réglementation fiscale (1.) et du droit des sociétés ainsi que de la réglementation boursière (2.).

#### *1. La réglementation fiscale française*

En France, les opérations de scission et de scission partielle peuvent également bénéficier d'un régime de neutralité fiscale.

**En cas de scission**, le régime de neutralité fiscale est défini par les articles 210 A et 210 B du Code général des impôts.

Les conditions suivantes doivent notamment être remplies pour que ce type d'opération bénéficie de plein droit du régime de neutralité fiscale :

- la société scindée totalement ou partiellement comporte au moins deux branches complètes d'activité;
- les sociétés bénéficiaires reçoivent chacune une ou plusieurs de ces branches d'activité;
- certains actionnaires détenant une part importante du capital de la société scindée s'engagent à conserver pendant 3 ans les titres de chaque société créée au résultat de la scission.

Si certaines de ces conditions ne sont pas remplies, il est toutefois possible de bénéficier du régime de neutralité fiscale sur la base d'un agrément de l'administration fiscale.

Cet engagement de conservation de 3 ans doit être pris par les actionnaires détenant 5 % au moins des droits de vote de la société mère avant réalisation de l'opération. Il est également exigé de ceux qui ont exercé des fonctions de direction, d'administration ou de surveillance au cours des 6 mois précédant la réalisation de l'opération et qui détiennent 0,1 % au moins des droits de vote de la société mère avant réalisation de l'opéra-

tion. Les droits de vote des actionnaires prenant l'engagement de conservation doivent représenter au minimum 20 % du capital de la société mère. Lorsque les actionnaires détenant une part importante du capital de la société scindée prennent cet engagement de conservation d'une durée de 3 ans, l'ensemble des actionnaires de la société scindée bénéficie du régime de faveur.

En l'absence d'application du régime de faveur, (i) l'ensemble des actionnaires de la société mère est taxé au titre de la perception d'un dividende, le montant du dividende étant calculé sur la base de la valeur réelle de la société filiale dont les titres sont distribués aux actionnaires de la société mère et (ii) la société dissoute supporte toutes les conséquences d'une cessation d'activité à savoir l'imposition des bénéfices non encore taxés et des plus-values latentes sur l'ensemble de ses actifs.

En cas de non-respect de l'engagement de conservation de 3 ans par un actionnaire ayant pris l'engagement de conservation, une amende est due par l'actionnaire n'ayant pas respecté son engagement. Cette amende correspond à 25 % de la valeur des titres reçus (estimée au moment de la scission) qui ne sont pas conservés. La société bénéficiaire des apports est solidairement responsable du paiement de cette amende dans la proportion des titres cédés qu'elle a émis.

**En cas de scission partielle**, au moyen d'un «apport-scission», un régime de neutralité fiscale peut également être appliqué à l'opération par application de l'article 115-2 du Code général des impôts. Pour bénéficier du régime de neutralité fiscale, les conditions suivantes doivent être remplies :

- l'attribution doit être proportionnelle aux droits des actionnaires dans le capital;
- l'attribution doit avoir lieu dans un délai d'un an maximum à compter de la réalisation de l'apport;
- l'apport doit être placé sous le régime de l'article 210 A du Code général des impôts;
- l'apport et l'attribution doivent être justifiés par un motif économique, cette justification économique pouvant par exemple résulter de l'exercice par chacune des deux sociétés d'au moins une activité autonome ou par l'amélioration des structures des deux sociétés;
- l'apport et l'attribution ne doivent pas avoir comme objectif principal la fraude ou l'évasion

fiscale;

- un agrément doit être obtenu auprès de l'administration fiscale;
- certains des actionnaires doivent s'engager à conserver pendant 3 ans les titres de la société bénéficiaire des apports dont les actions sont attribuées aux actionnaires de la société apporteuse (modalités identiques à l'engagement de conservation décrit ci-dessus dans le régime des scissions).

## 2. Le droit des sociétés et la réglementation boursière française

La réalisation d'une opération de scission ou de scission partielle nécessite la préparation et la rédaction d'une documentation lourde. La documentation requise est dès lors bien plus contraignante que celle requise dans le cadre d'une simple opération de cession. En effet, ce type d'opération nécessite, en synthèse, la préparation :

- du rapport d'un ou plusieurs commissaires aux apports, désignés par décision de justice, à la requête de la société mère, si la société souhaite bénéficier d'un régime fiscal de faveur;
- de la préparation d'un document équivalent à un prospectus, en vue de l'admission des actions de la société séparée, qui présente la société séparée, en particulier ses comptes et ses facteurs de risques.
- Ce document équivalent à un prospectus doit être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers, deux mois<sup>32</sup> avant l'assemblée générale de la société mère devant statuer sur l'opération et enregistré par l'Autorité des marchés financiers;
- Ce document doit être mis à la disposition des actionnaires un mois avant l'assemblée générale de la société mère devant statuer sur l'opération.

La documentation française est particulièrement lourde dans la mesure où, que ce soit dans le cadre d'une scission ou d'une «scission partielle», un projet de scission ou d'apport arrêté et signé par les divers organes dirigeants des sociétés en cause doit être préparé, un commissaire à la scission ou un commissaire aux apports doit être désigné,

ces commissaires devant préparer différents rapports, et les comités d'entreprise des sociétés en cause doivent également être consultés.

## C. Identification des éventuels freins dans la réglementation française

Certes, le nombre limité de *spin-off* en France nous semble en partie dû au faible nombre de cibles potentielles pouvant faire l'objet d'une opération de *spin-off*. Ce type d'opération nécessite en effet l'existence de grands groupes ou de grands conglomérats présents sur différents secteurs d'activité et qui souhaitent se recentrer sur certains secteurs, afin de maximiser la création de valeur pour leurs actionnaires.

Il nous semble qu'il peut toutefois exister, dans la réglementation française, un certain nombre de freins à ces opérations qui ne nous semblent pas justifiés.

D'une manière générale, nous identifions deux freins principaux (sur lesquels nous reviendrons à la section III.) à la réalisation de *spin-off* en France :

- les aspects financiers / flux financiers;
- les aspects fiscaux;
- la mise en œuvre / réalisation de ce type d'opération.

Sur le premier point, il faut se rappeler que la direction d'un groupe a deux options pour procéder à la restructuration d'un groupe : distribuer de la valeur aux actionnaires, sans percevoir aucun flux financier dans le cadre d'un *spin-off* ou au contraire céder des actifs afin d'en percevoir le prix. Du côté des actionnaires, la valeur reçue sous forme de titres est potentielle, tant que l'actionnaire n'a pas revendu les titres ainsi reçus.

Sur le second point, si on compare la réglementation française et américaine sur ces sujets, on constate un certain nombre de conditions communes afin de bénéficier du régime fiscal de faveur. Toutefois, trois différences nous semblent importantes :

- la durée de l'engagement de conservation qui est inférieure d'un tiers aux Etats-Unis

<sup>32</sup> En pratique, le dépôt de ce document intervient bien plus tôt pour que l'Autorité des Marchés Financiers dispose d'un temps suffisant pour examiner le document et l'opération envisagée.

(on considère en effet que malgré l'absence de limitation textuelle, cet engagement sera respecté au bout de deux ans aux Etats Unis contre trois ans en France) ;

- la réglementation aux Etats-Unis a permis à la pratique de mettre en place des mécanismes de protection contractuels permettant à la société mère de gérer les conséquences financières liées à la remise en cause de la neutralité fiscale en cas de cession de la filiale devenue indépendante avant l'expiration du délai de deux ans courant à compter de la réalisation de l'opération ;
- la nécessité de procéder en France à une opération d'apport (le cas échéant au profit d'une nouvelle entité juridique, créée spécialement à cet effet lorsque les activités à séparer sont déjà rassemblées dans une filiale depuis longtemps) pour pouvoir bénéficier du régime de neutralité fiscale.

Sur le troisième point, l'obligation de procéder à une opération d'apport afin de bénéficier du régime fiscal de faveur rend l'opération de scission partielle beaucoup plus complexe en France. Par ailleurs, les aspects de droit social, notamment l'obligation de consulter les instances représentatives du personnel, ne doivent pas être négligés. Ils sont susceptibles d'allonger le calendrier de réalisation du *spin-off*.

Ces difficultés de mise en œuvre des opérations de *spin-off* sont d'autant plus grandes que l'opération alternative consistant à céder des activités à un tiers paraît en comparaison très simple à réaliser. Cette dernière nécessite seulement la négociation d'un contrat de cession et peut donc être réalisée rapidement, avec des coûts de transaction plus faibles.

### III - Pistes de réformes de la réglementation française

Les principales règles françaises encadrant les *spin-off* étant issues de la réglementation fiscale et de la réglementation boursière, l'objet de cette section est d'envisager de manière synthétique les améliorations éventuelles qui pourraient être apportées à la réglementation en matière fiscale (A.) et en matière boursière (B.), afin de faciliter la réalisation de ce type d'opérations.

#### A. Pistes d'amélioration de la réglementation

#### fiscale

Nous ne reviendrons pas ici sur la nécessité de clarifier le régime juridique de ces opérations, en créant dans le Code de commerce un article spécifique consacrant au plan légal les «scissions partielles», invention de la pratique au moyen de la combinaison de différentes dispositions du Code de commerce, celle-ci ayant fait l'objet de diverses démonstrations brillantes<sup>33</sup>.

Nous avons préféré dégager quatre pistes de réforme qui nous semblent simples à mettre en œuvre.

Une première piste simple consisterait à ne plus exiger la réalisation d'une opération d'apport préalable pour pouvoir bénéficier du régime de neutralité fiscale.

Une deuxième piste simple consisterait à réduire la durée de l'engagement de conservation de trois ans à deux ans en considérant que la durée de l'engagement de conservation en France est un des principaux freins à la réalisation des opérations de *spin-off*.

Une troisième piste consisterait, toujours s'agissant de cet engagement de conservation, à s'inspirer du régime existant aux Etats-Unis, et à structurer cet engagement non plus comme un engagement de conservation de certains actionnaires mais comme la perte du régime fiscal de faveur bénéficiant à l'ensemble des actionnaires en cas de constatation de la prise de contrôle de la société séparée avant l'expiration d'un certain délai. Une telle évolution permettrait de mettre en place des garanties, visant à faire peser sur la société devenue indépendante et *in fine* sur la personne prenant le contrôle de cette société, au bénéfice des autorités fiscales françaises, les conséquences de la remise en cause du régime de faveur, en cas de transfert du contrôle de la société séparée. Pour l'heure, les conséquences attachées au non-respect de l'engagement de conservation sont en France excessivement pénalisantes.

Une quatrième piste consisterait à aller plus loin et à considérer, au regard de l'intérêt de ces opérations pour l'économie, que toute opération de *spin-off* doit bénéficier d'un régime de faveur, ce régime de faveur devant être soumis à des conditions minimales, voire à aucune condition. Une

<sup>33</sup> P.-Y. Chabert, «La figure de la scission partielle en droit français» *Rev. sociétés* 2005, p. 759 ; H. le Nabasque, «Le régime juridique de la répartition des titres entre les actionnaires dans la figure de la scission partielle», *Rev. sociétés* 2005, p. 779.

telle réforme ne nous semble pas constituer un effort injustifié sur le budget de la nation, dans la mesure où le régime pourrait dans les grandes lignes être le suivant : les actions seraient distribuées aux actionnaires de la société mère, sans engagement de conservation de certains des actionnaires et sans que cette distribution ne soit fiscalisée. Les actionnaires qui décideraient de céder les actions reçues devraient être taxés au moment de la cession desdites actions, selon des modalités qui restent à définir.

### B. Les pistes d'amélioration de la réglementation boursière

En termes de mise en œuvre, toute réforme qui aurait pour but de réduire le calendrier des opérations de *spin-off* et de simplifier la documentation à préparer dans le cadre de ces opérations, est susceptible d'en faciliter la réalisation.

Afin de bénéficier du régime de faveur, il est aujourd'hui nécessaire de procéder à un apport et à la distribution des actions en résultant. Aucune raison d'ordre juridique, fiscal ou comptable ne justifie à nos yeux de conditionner l'application du régime de faveur aux opérations structurées sous forme d'apport-scission. La suppression de la nécessité de procéder à un apport pour bénéficier du régime de faveur simplifierait grandement la préparation de ces opérations. Les opérations d'apport sont en effet des opérations lourdes et longues à réaliser, notamment dans la mesure où elles nécessitent l'intervention de différents professionnels (commissaires aux comptes, commissaires aux apports, équipes financières de la société et avocats) et la préparation d'une documentation fastidieuse (notamment la préparation des rapports des commissaires aux apports).

Le délai de mise à disposition du document équivalent au prospectus pourrait être réduit de un mois à vingt-et-un jours ou à quinze jours, dans un contexte où l'information circule de plus en plus vite et où il est de plus en plus facile pour les actionnaires d'avoir accès à l'information. Le délai de vingt-et-un jours aurait pour avantage de correspondre à la mise à disposition des documents d'assemblée sur le site internet de la société conformément aux exigences du droit communautaire et par cohérence avec l'article R. 225-73-1 du Code de commerce.

Une manière de faciliter la réalisation de ces opérations, si on décidait de ne pas supprimer la condition de réalisation d'un apport et de la distribution des actions en résultant pour bénéficier du régime de faveur, pourrait consister à limiter le descriptif des opérations d'apport aux informations figurant dans les rapports des commissaires aux apports. Afin d'éviter les doublons entre les informations requises par l'Autorité des marchés financiers et celles figurant dans les rapports des commissaires aux apports, il nous semble préférable qu'un document unique décrive les opérations d'apport et que ce document soit le rapport des commissaires aux apports, qui serait annexé au document équivalent au prospectus. Les organismes professionnels et l'Autorité des marchés financiers pourraient s'entendre sur le contenu précis de ce rapport, afin d'améliorer la qualité de l'information qu'il contient.

### **Conclusion**

Reprenons un constat empirique simple. En période de croissance économique, les entreprises cherchant à promouvoir leur croissance, réinvestir leurs profits et profiter des faibles coûts de l'emprunt se tournent le plus souvent vers les opérations de fusions-acquisitions. C'est ainsi que l'on a pu constater dès le début des années 1990, et particulièrement de 2004 à 2007, une explosion de ces opérations tant en nombre qu'en valeur. Mais dans le contexte actuel d'une reprise économique difficile, les entreprises se tournent désormais vers des opérations de cession mais également de *spin-off*. Elles voient en effet dans ces dernières, une possibilité de générer de la valeur pour leurs actionnaires, basée sur le constat de la déperdition de valeur existant au sein des conglomérats, sans coûts majeurs pour l'entreprise. Elles y voient aussi la possibilité de se recentrer sur leur cœur de métier et se montrer plus réactives face aux évolutions du marché. Certaines problématiques liées à des difficultés d'intégration suite à la vague des fusions-acquisitions ont également montré les limites des hyper consortiums.

Dans ce contexte, il nous apparaît alors essentiel de nous pencher sur les obstacles juridiques pouvant freiner l'adaptation fluide de nos entreprises aux évolutions du contexte économique dans lequel elles opèrent. L'examen du cadre juridique

et fiscal des opérations de *spin-off* aux Etats-Unis où ces opérations sont fréquentes, constitue un point de départ intéressant dans le cadre d'une réflexion sur l'adéquation du droit français actuel en la matière. De cet examen comparé nous tirons plusieurs conclusions. Les contraintes de temps et de mise en place des opérations de scission ou de scission partielle prescrites par le droit Français jouent fortement en défaveur de ces opérations. A cela s'ajoute une réglementation lourde en matière de droit social, inconnue aux Etats-Unis. Enfin, les contraintes fiscales liées à la durée de l'engagement de conservation des titres s'avèrent contre-productives puisque l'accroissement de la valeur des titres de la filiale séparée à la suite d'une opération de *spin-off* s'explique en partie par la possibilité pour cette filiale d'être rachetée. Plus cette possibilité est repoussée loin dans le temps, moins les investisseurs prennent en compte ce facteur dans la valorisation des titres de la filiale séparée. Au résultat, ces contraintes rendent difficile la réalisation de ces opérations en France en comparaison avec la simplicité d'une opération de cession.

Par conséquent, il nous semble que le régime juridique et fiscal permettant de réaliser une opération de *spin-off* pourrait fortement gagner en simplicité et en attractivité par une réforme simple du droit des sociétés et du droit fiscal. En matière fiscale, les points de réforme devraient être articulés autour des axes suivants : 1) disparition de l'exigence d'une opération d'apport préalable pour bénéficier du régime de neutralité fiscale, 2) réduction de la durée d'engagement de conservation des titres, voir suppression pure et simple de cet engagement de conservation, et 3) modification des conditions et des conséquences attachées à l'engagement de conservation afin de pouvoir transférer le risque de prise de contrôle de la société cédée à l'acquéreur de celle-ci. En matière de droit des sociétés et de réglementation boursière, la disparition de l'exigence de réaliser une opération d'apport, la réduction des délais de mise à disposition du document équivalent au prospectus, ainsi que l'harmonisation des exigences d'information édictées par le code des sociétés et la réglementation boursière permettraient de simplifier fortement la procédure et les délais nécessaires à la réalisation de l'opé-

ration. Ces éléments de réforme nous paraissent être justifiés par les effets économiques bénéfiques reconnus des opérations de *spin-off* ainsi que par une réflexion plus large sur l'adaptabilité de la règle de droit aux évolutions des entreprises et de l'économie.

