

# Option Finance

www.optionfinance.fr



## Faut-il avoir peur des ACTIFS ÉCHOUÉS ?



Avec ce numéro,  
« Les classements  
M&A » d'Option  
Droit & Affaires  
et le grand Débat  
« Gestion  
assurantielle »

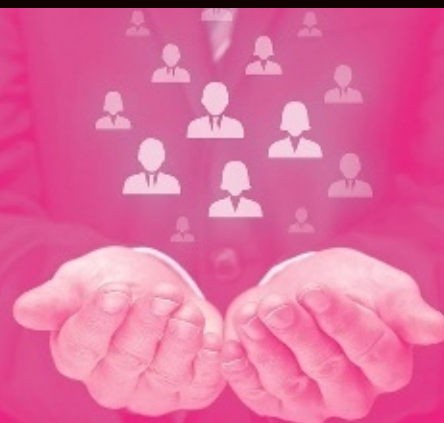
**RESSOURCES  
HUMAINES**  
Les recrutements  
explosent  
dans les fintechs

**PLAN DE RELANCE  
EUROPÉEN**  
Les entreprises  
visées par  
de nouvelles taxes

**MARDI 23 NOVEMBRE // 8H25-12H15**

*UN ÉVÉNEMENT 100 % DIGITAL*

Avec la crise économique et sanitaire, le monde de l'assurance et de la cybersécurité doit faire face à de nouveaux défis. En partenariat avec Option Finance, La Tribune de l'assurance vous propose une conférence digitale consacrée à ces nouveaux challenges.



## AU PROGRAMME

- **ASSURANCE-VIE : LA COLLECTE EN UNITÉS DE COMPTE ATTEINT DES NIVEAUX RECORD**
- **COMMENT TIRER LE MEILLEUR PARTI DE L'ASSURANCE DANS UN CONTEXTE DE RISQUE CYBER ACCRU ?**
- **SANTÉ & CYBERSÉCURITÉ : RÉGLEMENTATIONS ET BONNES PRATIQUES POST-COVID19**
- **LES CAPTIVES : UNE SOLUTION DE FINANCEMENT DES RISQUES DE PLUS EN PLUS ATTRACTIVE**
- **L'ASSURANCE À L'ÈRE DU DIGITAL : QUELS MODÈLES ET ENJEUX ?**



**UN ÉVÉNEMENT À SUIVRE EN DIRECT**  
sur [www.optionfinanceconferences.fr](http://www.optionfinanceconferences.fr)

**CONTACT : Adeline Fequant / [adeline.fequant@optionfinance.fr](mailto:adeline.fequant@optionfinance.fr) / 01 53 63 55 86**

EN PARTENARIAT AVEC :



AVEC LE SOUTIEN DE :



# Sommaire



10



13



25

## Actualité

- 4 Les marchés et la Bourse en chiffres
- 6 L'actualité des entreprises
- 7 Interview - Alain Pietrancosta, Orrick : « La majorité des dirigeants n'a jamais entendu parler de RSE »
- 9 Analyse - Retour de l'inflation ou fin de la déflation ? - Par Philippe Brossard, AG2R LA MONDIALE
- 10 Plan de relance européen  
Les entreprises visées par de nouvelles taxes

## Entreprise & finance

- 13 Gestion des risques  
**Risque client : attention à la sortie de crise**
- 22 Contentieux  
Comment sécuriser son contrat avec un Etat
- 24 M&A  
Le marché atteint des sommets, mais jusqu'à quand ?

## Asset management

### DOSSIER ACTIFS ÉCHOUÉS

- 25 Finance durable  
**Faut-il avoir peur des actifs échoués ?**
- 30 Banques - Le désengagement sera progressif

## Carrières & management

- 32 Ressources humaines  
**Fintechs : les recrutements explosent**

34 Carnet

## Entreprise & expertise

### 36 Fiscal

Télétravail post-Covid : faut-il craindre le risque « établissement stable » ? - Par CMS Francis Lefebvre Avocats

**L'analyse fiscale :** Correction des valeurs d'apport : les principes de la jurisprudence Cérés sont-ils applicables en cas de valeur d'apport majorée ?  
Par Darrois Villey Maillot Brochier AARPI

### 40 Juridique

La révocation des dirigeants de SAS : entre pouvoir et liberté - Par DS Avocats

**L'analyse juridique :** Point sur la circulaire relative à la fraude fiscale du 4 octobre 2021 : une volonté affichée de durcir la politique pénale en matière de fraude fiscale - Par CMS Francis Lefebvre Avocats

### 45 Comptabilité

La gouvernance des risques, une affaire de poupées russes  
Par Grant Thornton

### 46 Gestion privée

Taxation des avoirs étrangers : la présomption de donation validée - Par Grant Thornton

### 47 Dossier

Accord politique sur la réforme du système fiscal international  
Par PwC Société d'Avocats

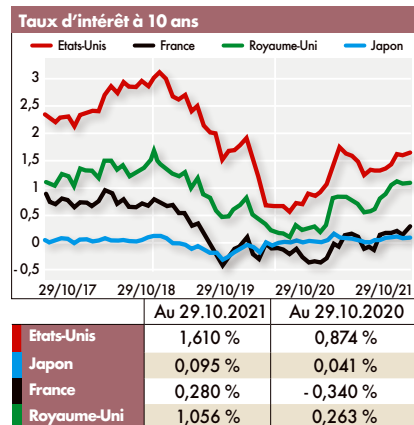


Avec ce numéro,  
« Les classements M&A »  
d'Option Droit & Affaires  
et le Grand Débat  
« Gestion assurantielle »

Si vous souhaitez vous abonner en quelques clics, rendez-vous sur [www.optionfinance.fr](http://www.optionfinance.fr)

# Actualité

## Taux



**Taux d'intérêt à 3 mois**

	Au 29.10.2021	Au 29.10.2020
États-Unis	0,071 %	0,094 %
Japon	-0,104 %	-0,086 %
France	-0,765 %	-0,663 %
Royaume-Uni	0,105 %	0,021 %

**Taux au jour le jour**

	Au 29.10.2021	Moy. sept. 2021
Eonia	-0,488 %	-0,4849 %

**Taux directeurs**

	Au 30.04.2020	Dernier changement
Réserve fédérale	0/0,25 %	20.03.2020
BCE	0 %	16.03.2016
Bank of Japan	-0,1 %	01.02.2016
Bank of England	0,1 %	20.03.2020

## Trésorerie

**Répartition des émissions de titres négociables court terme du 16/10/2021 au 22/10/2021**

	Fixe	Structuré	Variable ou réversible
1 à 3 j	0 %	0 %	0 %
4 à 9 j	100 %	0 %	0 %
10 à 40 j	100 %	0 %	0 %
41 à 100 j	100 %	0 %	0 %
101 à 200 j	98,1 %	0 %	1,9 %
201 à 365 j	100 %	0 %	0 %

## Devises

	Au 29.10.2021	Au 29.10.2020
EURO/USD	1,1652	1,16745
EUR/GBP	0,8452	0,90215
EUR/YEN	132,51	122,16
USD/YEN	113,73	104,665
GBP/USD	1,3787	1,2917

## Matières premières

	Au 29.10.2021	Au 29.10.2020
Brent (\$/baril)	84,32	37,45
Charbon (\$/t)	234	56,25
Or (\$/oz)	1 795,85	1 877,40
CRB Continuous Commodity Index	238,47	144,73

## CRYPTOACTIFS - Le bitcoin et l'ether au plus haut

La correction de cet été, au cours de laquelle le bitcoin avait cédé près de 50 % de sa valeur, à 30 000 dollars, est effacée. Le cours de la plus célèbre des « crypto-devises » a franchi ces derniers jours pour la seconde fois le seuil symbolique des 60 000 dollars. Dans le sillage du bitcoin, l'ether a très fortement progressé ces dernières semaines, pour dépasser les 4 300 dollars, un record ! A eux deux, le bitcoin et l'ether concentrent aujourd'hui près de 80 % de la valeur du marché global des cryptoactifs, de 2 600 milliards de dollars. Si le premier bénéficie de la faiblesse persistante

des taux d'intérêt et de la cotation inaugurale d'un fonds indicel adossé sur la « cryptomonnaie » créée en 2008 par le mystérieux Satoshi Nakamoto, le second devient de plus en plus populaire en raison de l'utilisation croissante de sa blockchain par des acteurs institutionnels tels que les institutions financières ou les entreprises. Selon plusieurs estimations, le bitcoin et l'ether pourraient croître encore de 20 à 30 % d'ici la fin de l'année. Leur capitalisation cumulée dépasserait, alors, les 2 000 milliards de dollars, soit celle d'Amazon.



## DEVISES - Le peso mexicain affaibli par la contraction de l'économie



La semaine dernière, le peso mexicain a reculé de 1,5 %, à 20,49 pesos pour 1 dollar, alors que le rebond de l'économie mexicaine a connu un coup d'arrêt au troisième trimestre. Selon une estimation préliminaire, le produit intérieur brut s'est en effet contracté de 0,2 % par rapport au deuxième trimestre, alors que les économistes anticipaient une hausse de 0,1 %. L'économie mexicaine a été pénalisée par la résurgence de l'épidémie de Covid ainsi que par les goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement.

## MATIÈRES PREMIÈRES - Le marché des engrais flambe






Le marché des engrais n'échappe pas à la flambée des matières premières. L'urée a bondi au mois d'octobre de 48 %, pour atteindre un niveau record de 810 euros la tonne. Avec des prix du gaz au plus haut depuis plus d'une décennie, plusieurs lignes de production d'urée d'Europe de l'Ouest ont été mises à l'arrêt, venant renforcer la tension sur le marché européen. L'offre chinoise est par ailleurs très réduite à l'international en raison de la volonté de Pékin de favoriser son marché intérieur.

## GOVERNANCE - 40 % de femmes au sein des instances dirigeantes en 2030

Adoptée par l'Assemblée nationale en mai, la proposition de loi LREM visant à instaurer un quota de femmes parmi les cadres dirigeants et les membres des instances dirigeantes a été votée par le Sénat. Le texte, qui sera prochainement promulgué, prévoit une proportion d'au moins 30 % de femmes en 2027, et de 40 % en 2030, dans les instances dirigeantes des entreprises de plus de 1 000 salariés. Celles-ci auront deux ans, après chacune de ces échéances, pour se mettre en conformité avec la loi, sous peine d'une amende pouvant aller jusqu'à 1 % de la masse salariale.



# La semaine du CAC 40 + 1,44 %

Lundi : 6 712,87	Mardi : 6 766,51	Mercredi : 6 753,52	Jeudi : 6 804,22	Vendredi : 6 830,34
 - 0,31 %	 + 0,80 %	 - 0,19 %	 + 0,75 %	 + 0,38 %

## CAC 40



**Clôture : 6 830,34 points**

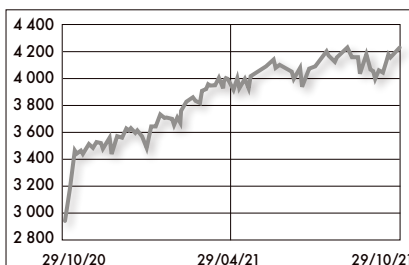
**Variation hebdo : + 1,44 %**

Variation 52 sem. : + 48,85 %

Plus haut sur 1 an : 6 913,67

Plus bas sur 1 an : 4 512,57

## Eurostoxx 50



**Clôture : 4 247,09 points**

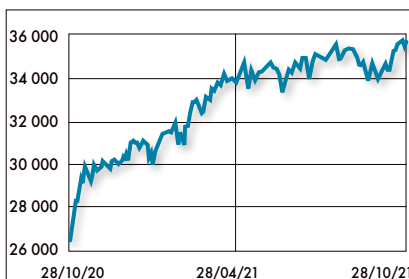
**Variation hebdo : + 1,39 %**

Variation 52 sem. : + 43,22 %

Plus haut sur 1 an : 4 252,78

Plus bas sur 1 an : 2 920,87

## Dow Jones\*



**Clôture : 35 730,48 points**

**Variation hebdo\* : + 0,15 %**

Variation 52 sem. : + 34,03 %

Plus haut sur 1 an : 35 756,88

Plus bas sur 1 an : 26 501,60

\* Chiffres relevés jeudi à la clôture.



## CYBERSÉCURITÉ - Des entreprises sous pression mais encore trop passives

Plus de 80 % des directeurs et responsables des services d'information (DSI et RSI) d'entreprises françaises affirment avoir été confrontés à une recrudescence de cyberattaques depuis le déclenchement de la crise sanitaire, selon une récente étude d'EY. Malheureusement, l'aggravation du risque n'a pas nécessairement débouché sur une évolution du



comportement des directions générales qui, dans 56 % des cas, continuent à ne pas consulter ces spécialistes au moment de prendre des décisions ayant trait à la protection de leur organisation. En outre, si un peu plus de

60 % des sondés déclarent que leur budget a été augmenté au cours des dix-huit derniers mois, ils concèdent que l'enveloppe qui

leur a été allouée ne pourra pas être étendue dans l'éventualité où un événement plus grave que prévu surviendrait. Beaucoup d'équipes cyber sont confrontées, au sein des entreprises, à un autre problème de taille : leur travail n'est pas toujours compris des autres directions, et la collaboration entre services se fait difficilement. Plus largement, les DSI et RSI déplorent l'évolution permanente et la fragmentation de la réglementation relative à la cybersécurité.

## TRÉSORERIE - Les pratiques de paiement en progrès



Les retards de paiement s'améliorent et sont en passe de revenir à leur niveau pré-Covid. D'après une étude de KPMG et Sidetrade, la moyenne des retards de paiement était de 11,3 jours au deuxième trimestre dernier, contre 14,5 jours au cours de la même période en 2020. En juillet dernier, 53 % des factures ont par ailleurs été payées à l'échéance, contre 39 % en novembre 2020.

Cette amélioration des pratiques de paiement s'observe aussi sur les impayés. Alors que la part de factures impayées avait presque doublé pendant la crise sanitaire, avec un pic de 4,3 factures impayées sur 10 échues en mai 2020, la moyenne est redescendue à 2,4 en juillet dernier. Une proportion toutefois encore loin de ce qui était observé avant la crise, où seulement 1,9 facture échue sur 10 était impayée.

## EXTRA-FINANCIER -

### Les grands groupes alignés avec les recommandations de la TCFD

D'après une étude d'EcoAct, l'information extra-financière des grandes entreprises françaises intègre désormais de façon quasi systématique les recommandations de la TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures), visant à communiquer sur les risques financiers liés au climat. 94 % des entreprises françaises de l'EURO STOXX 50, soit 16 sur 17, se sont alignées cette année sur les recommandations de ce groupe de travail présidé par Michael R. Bloomberg, contre 86 % pour le reste de l'indice.

## ANALYSE



**Arnaud-Guilhem Lamy,**  
responsable  
des stratégies  
obligataires euro  
aggregate, BNP  
Paribas Asset  
Management

## Retour dans les années 1970

**S**i la mode vestimentaire de nos adolescents s'inspire des années 1990, sur les marchés financiers la tendance est au retour des années 1970. Evidemment, la crise que nous connaissons est totalement inédite : confinements, baisse de l'activité de près de 30 % en mars 2020, tout cela est très différent des années 1970, qui avaient débuté par la fin du système monétaire de Bretton Woods. L'envolée des prix de l'énergie pousse tout de même à s'interroger sur les mécanismes qui avaient amené les banques centrales à réagir rapidement. Le choc pétrolier avait entraîné une hausse de l'inflation poussant presque mécaniquement les salaires à la hausse (via l'indexation des salaires en France ou les négociations avec les syndicats aux Etats-Unis) dans une spirale prix-salaires qui a contraint les banques centrales à monter leurs taux directeurs. Aujourd'hui, les prix de l'énergie augmentent mais, depuis de nombreuses années, le lien inflation-salaires ne semble plus d'actualité. Toutefois, les discussions en Allemagne sur une possible hausse de 25 % du salaire minimum ainsi que la pénurie de main-d'œuvre dans certains secteurs pourraient le renforcer. Les banques centrales vont-elles rapidement monter les taux ? En cinquante ans, l'endettement des Etats des pays développés est passé de 25 % du PIB en moyenne à près de 100 %. Une rapide hausse des taux mettrait une contrainte très forte sur le budget des Etats et obérerait la reprise économique, alors que, avec une inflation largement inférieure à 2 % ces dernières années, les banques centrales peuvent prendre leur temps et remiser les réflexes de politique monétaire des années 1970.

## RÈGLEMENTATION - BÂLE 3 : les banques françaises ne s'avouent pas vaincues

La Commission européenne a communiqué son projet de directive concernant la transposition des accords de Bâle 3 sur la régulation bancaire, dans le droit européen. La Commission est fidèle, sans surprise, aux accords tels qu'ils ont été conclus, contraignant les grandes banques à relever leurs niveaux de fonds propres. Elle a accordé deux concessions aux banques, notamment françaises, les plus concernées en Europe en raison de leur taille importante. D'une part, le début de l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation est reporté de janvier 2023 à janvier 2025. D'autre part, des mesures transitoires sont introduites, concernant le niveau des fonds propres nécessaires s'agissant des crédits immobiliers, notamment.



La Fédération bancaire française déplore la faiblesse de ces concessions, mais ne s'avoue pas vaincue. Argument principal, pour faire évoluer le texte : les besoins de financement vont s'accroître fortement en Europe, tant en raison de la révolution digitale que de la transition énergétique. Les banques doivent donc pouvoir déployer toute leur capacité à financer ces investissements, sans être entravées par un niveau de fonds propres trop important. La FBF compte notamment sur le Parlement européen pour faire avancer sa cause. La banque d'affaires JP Morgan estime, elle, que le nouveau calcul ne réduirait le niveau des fonds propres actuels que de 98 points de base. Il passerait de 15,2 % à 14,2 % (ratio CET1).

## CONJONCTURE - Les perturbations d'approvisionnement freinent la reprise mondiale

Du fait des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement dues à l'épidémie et à l'inflation, la reprise économique mondiale post-Covid s'essouffle, selon Coface. Aussi, alors que l'assureur-crédit avait décidé de déclasser 78 évaluations du risque pays l'année dernière, il vient de reclasser 26 Etats, dont la France, l'Allemagne, la Suisse et l'Italie. Ces rehaussements s'ajoutent aux 16 déjà accomplis au cours du premier semestre 2021.

## FINANCEMENT - EDF met en place le premier « green repo »

Après avoir été la première entreprise française à émettre un green bond en 2013, EDF est devenue la première société non financière à réaliser une opération de pension livrée verte, ou « green repo ». Dans le cadre de celle-ci, l'électricien lèvera des fonds auprès de BNP Paribas et s'engagera à les utiliser exclusivement pour financer des projets verts. L'entreprise garantira ce « green repo » avec des titres obligataires achetés et détenus dans le cadre de ses placements de trésorerie.

## FISCALITÉ - Un impact positif pour la réforme du crédit d'impôt recherche



La réforme du crédit d'impôt recherche (CIR) de 2008 a entraîné une hausse importante de la dépense publique en faveur de la R&D privée, selon une récente étude de la direction générale du Trésor (DGT). En effet,

entre 2008 et 2017, les créances associées au CIR ont augmenté de 1,8 milliard à 6,5 milliards d'euros. Mais dans le même temps, l'incidence économique de la réforme a été positive, puisqu'elle aurait permis d'accroître l'activité de 0,5 point de PIB et de créer 30 000 emplois, toujours selon la DGT. A plus long terme, la réforme pourrait permettre de rehausser l'activité de 0,8 point de PIB et de créer 60 000 emplois.

## INTRODUCTION EN BOURSE -

### Crypto Blockchain Industries se cote sur Euronext Growth

Crypto Blockchain Industries est devenu, la semaine dernière, le premier acteur français de la Blockchain à faire son entrée à la Bourse de Paris. L'entreprise, qui développe divers services dans les jeux vidéo, les applications professionnelles et les jetons non fongibles (NFT), s'est introduite sur Euronext Growth (ex-Alternext) par le biais d'une cotation directe. La société, qui a réalisé 500 000 euros de chiffre d'affaires au cours de l'exercice 2020/2021, est aujourd'hui valorisée un peu moins de 40 millions d'euros.

### PME-ETI - La pénurie de matières premières et le télétravail inquiètent les dirigeants

Les patrons de PME et ETI s'inquiètent sans surprise des conséquences du pass sanitaire selon une étude de QBE. Plus surprenant, les craintes liées à la pénurie de matières premières apparaissent très élevées. La moitié des PME et ETI françaises interrogées se disent préoccupées par ce sujet, dont 71 % des entreprises industrielles. Le télétravail inquiète, en outre, 30 % des patrons, en raison de son impact sur la santé mentale des salariés.

## INTERVIEW – Alain Pietrancosta, professeur de l'Ecole de droit de la Sorbonne

### « La majorité des dirigeants n'ont jamais entendu parler de RSE »

**Le rapport Rocher qui vient d'être remis à Bercy dresse un premier bilan de l'utilisation de la « raison d'être » et de la qualité de « société à mission », notions introduites par la loi Pacte du 22 mai 2019. Les entreprises ont-elles joué le jeu ?**

Cette utilisation reste encore relativement marginale. Si elle progresse, nous n'avons pas assisté, comme le souligne le rapport Rocher, à un grand basculement de la part des entreprises, notamment des plus grandes. Parmi les sociétés du SBF 120, une seule est labellisée « à mission » (Danone, cas unique au sein du CAC 40). Sur l'ensemble des sociétés cotées, quatre sont à mission. Au total, on dénombrait, à juin 2021, 206 sociétés à mission, sur les millions que compte notre pays. 70 % d'entre elles sont des entreprises de moins de 50 salariés, relativement jeunes, largement parisiennes et opérant dans le secteur des services. La chose est plus répandue en ce qui concerne la raison d'être, même si l'exercice d'inspection se termine très minoritairement par une inscription dans les statuts (15 sur 70 sociétés dans le SBF 120).

Ce timide résultat ne signifie bien sûr en rien que les entreprises ne se saisissent pas des sujets RSE. Ce qui surprend est peut-être le niveau d'ignorance, en dépit de leur médiatisation. Un sondage de juin dernier auprès de 600 entreprises, montre que 58 % des dirigeants n'ont jamais entendu parler de RSE et seuls 15 % savent précisément de quoi il s'agit. Au-delà de la pédagogie, qui devrait primer aujourd'hui sur la réforme, il y a lieu de s'interroger sur le ratio coûts/bénéfices de l'adoption de ces nouvelles formules, encore malaisées à appréhender et porteuses d'inquiétudes, notamment juridiques.

**Justement, pour sensibiliser les entreprises à ces enjeux, le rapport préconise, entre autres, de conditionner une partie de la rémunération variable (au minimum de 20 %) des dirigeants et des salariés à des critères extra-financiers en lien avec la raison d'être. Ne serait-ce pas au contraire un frein pour les entreprises ?**

Le recours à des critères extra-financiers est déjà très

courant au sein des groupes cotés, notamment pour les dirigeants. La nouveauté du rapport est d'y intégrer les salariés. Par ailleurs, pourraient également être concernés les dispositifs d'intéressement.

Si cette recommandation peut inquiéter les PME qui ne disposent pas des mêmes moyens que les grands groupes, elle vise surtout à motiver et à récompenser les équipes en fonction de critères extra-financiers

objectifs et quantitatifs. Pour les aider dans cette tâche, l'EFRAG, groupe consultatif européen sur l'information financière, travaille actuellement sur des standards extra-financiers simplifiés à destination des entreprises de moins de 250 salariés. Toutefois, une telle obligation reste très uniforme pour cette catégorie d'entreprises. Il faudrait surtout les laisser conditionner la rémunération de leurs salariés ou de leurs dirigeants en fonction de paramètres qui leur sont propres. Pour cela, l'élaboration d'un guide des bonnes pratiques, comme le suggère le rapport Rocher, est indispensable. Ce guide serait en outre très utile pour le juge appelé à trancher



**« Pour sensibiliser les entreprises, l'élaboration d'un guide des bonnes pratiques est indispensable. »**

d'actions contentieuses sur la responsabilité des dirigeants sociaux, notamment avec le développement de l'activisme vert. Le rapport reste malheureusement très flou sur son mode d'emploi, en particulier sur le mode d'élaboration de ce guide, et le gouvernement n'a pas donné davantage d'éclaircissements.

**Le rapport Rocher pose également des questions de traitement fiscal d'actes en lien avec une politique RSE. Qu'en pensez-vous ?**

Ce sujet est source d'inquiétudes pour les dirigeants, qui pourraient craindre une requalification fiscale (acte anormal de gestion, TVA) d'actes accomplis, non dans une logique économique de court terme mais dans l'intérêt social élargi aux enjeux sociaux et environnementaux, tel que défini par l'article 1833 du Code civil révisé par la loi Pacte. Il serait bon de les rassurer sur ce risque de désalignement. ■

Propos recueillis par Alexandra Milleret

[@Alexmilleret](https://twitter.com/Alexmilleret)



## L'agenda économique de la semaine

### LUNDI 1<sup>ER</sup> NOVEMBRE

- Ventes au détail en septembre en Allemagne
- Indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier en octobre aux Etats-Unis

### MARDI 2 NOVEMBRE

- Indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier en octobre en France, en Allemagne et en zone euro

### MERCREDI 3 NOVEMBRE

- Taux de chômage en septembre en zone euro
- Enquête ADP sur l'emploi privé en octobre aux Etats-Unis
- Indices des directeurs d'achat pour le secteur des services et Composite en octobre aux Etats-Unis
- Décision de politique monétaire de la Fed aux Etats-Unis

### JEUDI 4 NOVEMBRE

- Commandes à l'industrie en septembre en Allemagne
- Indices des directeurs d'achat pour le secteur des services et Composite en octobre en France, en Allemagne et en zone euro
- Décision de politique monétaire de la Banque d'Angleterre

### VENDREDI 5 NOVEMBRE

- Production industrielle en septembre en France
- Rapport sur l'emploi pour octobre aux Etats-Unis

Option Finance SAS 10, rue Pergolèse 75016 Paris

Tél. : 01 53 63 55 55 Fax : 01 53 63 55 50

Pour joindre directement votre correspondant, composez

le 01 53 63 suivi des 4 chiffres de son numéro de poste.

Capital 2 043 312 euros, entièrement détenu par Infofi SAS. Durée : 99 ans. RCB Paris

343256327. Dépôt légal à parution ISSN 0989-1900

■ Président-directeur général : Jean-Guillaume d'Ornano.

■ Directeur de la publication, directeur de la rédaction : Jean-Guillaume d'Ornano.

■ Directrice générale adjointe : Ariel Fouchard.

■ Rédaction : rédactrice en chef : Valérie Nau (55 55) ;

Rédacteur en chef adjoint : Ivan Best (55 77) ;

Asset Management, Cheffe de rubrique : Géraldine Dauvergne (55 85) ;

Entreprise & Finance : Thomas Feat (55 76) ; Alexandra Milleret (55 78) ;

Anais Trebaul (55 83) ;

A participé à ce numéro : Anne Del Pozo

■ Secrétariat : Sylvie Alinec (55 55).

■ Directrice artistique : Fanny Parisot (55 70),

Maquettiste : Gilles Fonteny (55 69).

■ Secrétaire générale : Laurence Fontaine (55 54).

■ Editrice-Directrice commerciale : Isabelle Maurus de Fraiture (55 64) ;

Directrice de clientèle : Pauline Rousselle (55 80) ;

Directrice événements et conférences : Héroïse Cartier (55 91) ;

Assistante de publicité : Sylvie Alinec (55 55).

■ Service Abonnements : Lucille Languaud

10, rue Pergolèse 75016 Paris

Tél. 01 53 63 55 58 - Fax : 01 53 63 55 60

abonnement@optionfinance.fr

Du lundi au vendredi de 9h30 à 18h - 1 an : 499 € HT.

■ Vente au numéro : 11 €, Sylvie Alinec (55 55).

■ N° de commission paritaire : 0922 T 83896.

www.optionfinance.fr

■ Impression : Siep ZAC « les Marchais » 77590 Bois-le-Roi -

Origine du papier : Italie

Taux de fibres recyclées : 0% - Certification PEFC -

Impact sur l'eau pot : 0,018kg/tonne

■ Crédit photos : AdobeStock

Avec ce numéro, « Les classements M&A » d'Option Droit & Affaires et le Grand Débat « Gestion assurantielle »



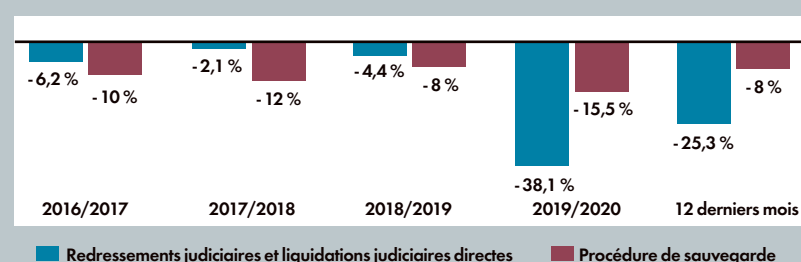
## DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES -

### Les procédures continuent de reculer

Sur les douze derniers mois à fin septembre 2021, le nombre de défaillances d'entreprises a poursuivi sa baisse, avec -25,3 % d'ouvertures de redressements judiciaires et de liquidations judiciaires directes (26 927 entités concernées) et un recul de -8 % pour les procédures de

sauvegarde (746 procédures enregistrées). Cette tendance serait cependant en train de ralentir. En effet, elle était de -38,1 % pour les redressements et liquidations judiciaires et de -15,5 % pour les procédures de sauvegarde à fin septembre 2020 sur douze mois glissants.

### Evolution du nombre de procédures collectives depuis 2017 (en %)



Source : Ellipsière

## FISCALITÉ -

### La flat tax a favorisé la distribution de dividendes

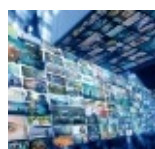
Alors que le comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital a relevé que l'instauration, en 2018, du prélèvement forfaitaire unique (PFU ou flat tax) de 30 % s'était traduite par une forte progression des dividendes (23 milliards d'euros en 2018, après 14 milliards d'euros en 2017), l'Ansa (Association nationale des sociétés par actions) confirme cette tendance. En 2019 et en 2020, ces derniers ont augmenté d'un milliard d'euros par an, ce qui a permis de compenser les baisses de recettes fiscales que la création de la flat tax pouvait laisser craindre.

## AIDES AUX ENTREPRISES -

### Les dispositifs de sortie de crise disponibles

Alors que le fonds de solidarité a pris fin le 30 septembre dernier, les entreprises (et notamment les PME) encore fragilisées peuvent désormais se tourner vers les 99 comités départementaux de sortie de crise installés sur tout le territoire pour expliquer leurs difficultés. Ces derniers sont directement joignables au 0806 000 245. Par ailleurs, le fonds de transition, doté de 3 milliards d'euros, qui doit permettre de soutenir les ETI dans leurs besoins de financement, a été lancé le 27 septembre dernier. Les demandes sont à transmettre à l'adresse [fondstransition@dgtrésor.gouv.fr](mailto:fondstransition@dgtrésor.gouv.fr).

## TRADING - L'Esma alerte sur la publicité sur les réseaux sociaux



Alors que les influenceurs sont de plus en plus nombreux à faire de la publicité pour des plateformes de trading sur les réseaux sociaux, l'Autorité européenne des marchés financiers (Esma) s'inquiète de ces pratiques qui s'adressent avant tout à une population jeune. De ce fait, le

régulateur a rappelé la semaine dernière les règles s'appliquant aux personnes diffusant des recommandations d'investissement auprès d'un large public. Le partage de conseils d'investissements sur les réseaux sociaux doit respecter des règles précises, en particulier celles de révéler son identité, ses sources, et ses éventuels conflits d'intérêts.

Option finance SAS édite :

Finance | Option | DROIT AFFAIRES | Funds Family | AOF





## L'analyse

# Retour de l'inflation ou fin de la déflation ?

**Par Philippe Brossard,**  
**chef économiste,**  
**AG2R LA MONDIALE**

**L'**inflation américaine dépasse 5 %, celle de la zone euro approche les 4 % en octobre. Est-ce le début d'une nouvelle phase de l'évolution des prix, succédant à trente-cinq ans de « grande modération », selon l'expression inventée par Ben Bernanke ? Quelles sont les origines de cette inflation récente ? Et va-t-on renouer avec une inflation plus forte et tendancielle en accélération ?

L'origine de la poussée actuelle des prix en Europe et aux Etats-Unis est triple. Tout d'abord, elle tient à un facteur conjoncturel : la sous-estimation de la part des entreprises de la vigueur de la reprise économique en 2021, entraînant des pénuries sans doute transitoires. Viennent ensuite des facteurs plus durables et structurels : la mise en œuvre plus rapide que prévu de la transition énergétique par les producteurs, en avance sur les consommateurs, et aussi, dans une mesure plus difficile à cerner, les premiers effets d'une démondialisation, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

La hausse de l'énergie contribue aujourd'hui pour presque 1,5 point à l'accélération de l'inflation et reflète tant le retard conjoncturel de l'offre, en particulier pour les prix pétroliers, que des facteurs plus structurels liés à la transition énergétique pour le gaz et le charbon. Pour éviter la guerre des prix que les producteurs s'étaient livrée en 2020, l'offre pétrolière a été pilotée lentement à la hausse par l'Opep et la Russie depuis le début de l'année. Peut-être trop lentement, mais loin d'une logique d'organisation de la pénurie. La demande de pétrole n'a pas rebondi aussi vite que le PIB mondial, et se trouvait en septembre encore environ 4 % en dessous de la consommation de fin 2019 (101 millions de barils/jour), alors que le PIB mondial a dépassé son niveau d'avant-crise dès le mois de juin 2021 : la prudence de l'Opep + n'est pas illogique et le cartel pourrait remettre 4 millions de barils/jour sur le marché si le déséquilibre offre-demande persistait. En ce qui concerne le gaz et le charbon, en revanche, il semble plus difficile d'augmenter l'offre : la production de charbon est pilotée à la baisse par la Chine et les Etats-Unis, plus sincèrement engagés dans la transition énergétique qu'on ne l'avait cru, soit par des politiques publiques de planification (Chine), soit par la pression des marchés et du mouvement d'investissement responsable. Le gaz est dans l'immédiat le meilleur substitut au charbon pour réduire les émissions de CO2. La demande de gaz est redoublée par le développement des énergies renouvelables,

qui sont intermittentes et exigent un complément rapidement mobilisable : gaz, ou pire, pétrole, voire charbon. La pénurie de gaz en Grande-Bretagne semble ainsi liée à la faiblesse de l'énergie éolienne cet été, entraînant un recours accru au gaz et une réduction prématurée des stocks.

Au-delà des effets directs et indirects de l'énergie, la hausse de l'inflation sous-jacente aux Etats-Unis (4 %) et au Royaume-Uni (2,9 %) reflète d'autres pénuries : composants électroniques pour l'automobile, matériaux de construction, main-d'œuvre dans la restauration ou le transport routier. Dans ces goulots d'étranglement se mêlent encore le structurel et le conjoncturel : un mauvais ajustement conjoncturel de l'offre : les entreprises ont sous-estimé la demande future et les approvisionnements nécessaires ; les premiers effets peut-être de la « démondialisation », du retour à

une production nationale, et de la réduction de l'immigration lancés par l'ère Trump et le Brexit.

Mais l'évolution des prix en 2022 restera dominée par les facteurs conjoncturels, et la surprise pourrait venir de leur fort ralentissement au second semestre : par effet de base, l'inflation rebaissera sans doute vers 2 % aux Etats-Unis, voire 1 % si les prix du pétrole se détendent vers 65-70 dollars le baril, niveau sans doute plus

**L'évolution des prix en 2022 restera dominée par les facteurs conjoncturels, et la surprise pourrait venir de leur fort ralentissement au second semestre.**

proche du point d'équilibre offre-demande. Pour la zone euro, l'inflation sous-jacente n'est qu'à 1,9 % aujourd'hui, et même seulement à 1,5 % si on tient compte de l'effet de la hausse de la TVA allemande en janvier. On est loin du dérapage... Le mouvement récent est presque une heureuse surprise : la sortie du risque de déflation. La combinaison des premiers effets (prix) de la transition énergétique et des soutiens budgétaires et monétaires éloigne le risque du scénario « à la japonaise », et rend plus crédible les prévisions de moyen terme de la BCE d'une inflation durablement installée à 2 %. ■



Retrouvez les trois dernières analyses sur [optionfinance.fr](http://optionfinance.fr)

- Hausse des taux : le mal et le remède
- Allemagne : des petits partis devenus grands
- Reporting écologique : on rentre désormais dans le dur

# Plan de relance européen

## Les entreprises visées par de nouvelles taxes

**Alors que le plan de relance européen devrait reposer sur une dette commune des 27 Etats membres, la Commission européenne s'attelle actuellement à la création de nouvelles taxes pour le financer. Celles-ci, prévues en juillet dernier, ne seront finalement dévoilées qu'à la fin de l'année. Une annonce redoutée par les entreprises qui s'attendent à être les premières concernées.**

**L**es entreprises auront-elles à financer une partie du plan de relance européen à 750 milliards d'euros ? L'hypothèse est loin d'être farfelue. Alors que les Etats membres de l'Union européenne (UE), au premier rang desquels la France et l'Allemagne, se sont félicités, le 21 juillet 2020, d'être parvenus, à conclure un accord historique pour la mise en œuvre d'un plan de relance massif, financé

applicable depuis le 1<sup>er</sup> janvier dernier (voir encadré).

Si, pour l'heure, l'annonce officielle de futures taxes a été reportée de quelques mois, celles-ci devraient, selon les termes de l'accord, entrer en vigueur suivant un calendrier bien précis : trois contributions en 2023 et deux autres en 2026 (voir encadré ci-dessous), si les premières n'ont pas été jugées suffisantes.

### Un élargissement des quotas d'émission

S'agissant des trois premières, et conformément aux objectifs de Bruxelles de réduire d'ici 2030 les émissions carbone de l'UE, la Commission européenne a d'abord proposé d'étendre le marché des quotas d'émissions (dits aussi « ETS »), sorte de mécanisme de bourse du carbone par lequel les entreprises se voient attribuer un « permis de polluer », c'est-à-dire un quota annuel d'émissions de gaz à effet de serre. En cas de sous-utilisation de ce quota, elles peuvent soit revendre à une entreprise plus polluante leurs droits non utilisés, soit les conserver pour

l'année suivante.

Applicable depuis 2005 au sein de l'Union européenne sur déjà plus de 11 000 installations industrielles (chimie, pétrole, sidérurgie...) et les centrales électriques, cette réglementation devait être élargie à partir de 2023, selon les vœux de la Commission européenne, aux secteurs de l'aéronautique, du logement, du maritime et du chauffage des bâtiments. Une réforme qui pourrait donc avoir des conséquences importantes sur les entreprises... d'autant que les instances européennes envisagent également de mettre fin à l'allocation gratuite de quotas d'émissions octroyée jusqu'ici à certains industriels européens afin de soutenir leur compétitivité face à des concurrents internationaux qui ne seraient pas soumis aux mêmes exigences environnementales.

Mais compte tenu des critiques de certains élus du Parlement européen craignant un impact sur la facture des ménages, la Commission européenne a d'ores et déjà décidé de réduire la voilure de son projet. « A ce jour, seul le secteur maritime

serait intégré à la réforme », estime Eulalia Rubio, économiste à l'Institut de recherche européen Jacques Delors. Ce sujet, encore mouvant, fera l'objet de nouvelles discussions dans les prochains mois.

### Une taxe carbone aux frontières

Cependant, la Commission européenne souhaite également introduire un mécanisme carbone aux frontières frappant les importations étrangères. Cette nouvelle réglementation a pour but d'inciter non seulement les producteurs des pays tiers à adopter des processus de production pauvres en émissions de carbone, mais aussi leurs gouvernements à mettre en place des législations environnementales plus strictes. Cela permettrait également de ne pas pénaliser les entreprises européennes par rapport à la concurrence étrangère. Ainsi, dans l'esprit de la Commission européenne, les producteurs étrangers à l'Union européenne dans les secteurs du ciment, de l'acier, du fer, de l'aluminium, des fertilisants, de l'électricité, devraient payer, au même titre



**La Commission européenne prévoit l'instauration de trois contributions en 2023 et deux autres en 2026, si les premières n'ont pas été jugées suffisantes.**

par un emprunt à 27 (remboursable à partir de 2028), le texte prévoit aussi la création de ressources propres à l'Union européenne destinées au remboursement de la dette contractée. Dans cette optique, une taxe sur le plastique est d'ailleurs déjà

*Le plan de relance européen prévoit la création de ressources propres à l'Union européenne pour le financer. Dans cette optique, Ursula Von der Leyen, la présidente de la Commission européenne devrait prochainement présenter des propositions de nouvelles taxes.*

*Les taxes envisagées devraient notamment répondre aux objectifs de Bruxelles de réduire, d'ici 2030, les émissions carbone de l'Union européenne...*

*... et concerner les services numériques des entreprises.*

que les européens, des quotas carbone dans le cadre du marché européen. Chaque produit importé serait examiné dans son contenu carbone et taxé en fonction du taux d'émission relevé.

Il semblerait toutefois que les entreprises étrangères puissent

à ce stade, disposer, elles aussi, d'un peu de répit. D'une part, selon les spécialistes, cette taxe serait difficile à mettre en œuvre : « Techniquement, le calcul de l'équivalent carbone est complexe à réaliser, explique Eulalia Rubio. Dans ce contexte, une période transi-

toire de trois ans devrait débuter en 2023. » D'autre part, cette proposition fait l'objet de vives critiques de la part des pays étrangers et notamment des pays les plus pauvres de la planète qui s'estimeraient pénalisés par l'application d'une telle réglementation.

### Les PME mises à contribution...

Enfin, par souci d'une plus grande justice fiscale entre les entreprises, la Commission européenne a indiqué vouloir instaurer une taxe sur les services numériques des entreprises européennes, la

## Une taxe sur les déchets plastiques en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier

● Pour financer le plan de relance européen, l'Union européenne a instauré une

taxe sur les emballages plastiques non recyclés à la charge des Etats membres. Cette contribution est calculée sur le poids officiels des déchets d'emballages plastiques avec un taux applicable de 80 centimes d'euros par kilogramme, soit 800 euros par tonne. Une taxe qui devrait coûter cher à la France. « Compte tenu du poids de ces déchets, l'Hexagone sera l'un des plus gros contributeurs de l'Union européenne avec un peu plus d'un milliard d'euros par an versé », explique Bruno Alomar,

« Compte tenu du poids de ces déchets, la France sera l'un des plus gros contributeurs de l'Union européenne avec un peu plus d'un milliard d'euros par an versé. »

**Bruno Alomar**, économiste

économiste.

● Une taxe qui pourrait bien au final être répercutée sur les distributeurs et les fabricants. En effet, au niveau national, cette fiscalité environnementale est le domaine des collectivités territoriales. Or

celles-ci, pour rembourser l'avance faite par l'Etat à Bruxelles, devront trouver de nouvelles ressources fiscales, déjà amoindries par la suppression de la taxe d'habitation et la baisse des impôts de production.



« digital levy ». Celle-ci vise à taxer toutes les activités digitales, y compris celles des PME. Ce projet, dont le périmètre exact reste encore à définir, n'est cependant pas certain de voir le jour.

D'abord, relevant du secteur de la fiscalité, il devra être accepté à l'unanimité des 27 Etats membres pour être mis en œuvre. En outre, sous la pression des Etats-Unis qui ont jugé cette proposition totalement contreproductive compte tenu de l'accord de l'OCDE (signé depuis le 8 octobre dernier), relatif à la réforme sur la fiscalité internationale des multinationales, la Commission avait finalement accepté, en juillet dernier, de repousser la présentation officielle de cette taxe. « Le principal problème de l'instauration de cette taxe européenne est qu'elle intervient alors que l'accord de l'OCDE vient tout juste d'aboutir, analyse Eulalia Rubio. C'est aussi pour cette raison que la présentation des ressources propres utiles au financement du plan de relance européen a été reportée. La commission devrait donc ajuster sa propo-

« Compte tenu du récent accord de l'OCDE sur la réforme fiscale internationale des multinationales, la Commission européenne devrait présenter d'ici la fin de l'année un projet de taxe sur les services numériques des entreprises européennes remanié. »

**Eulalia Rubio**, économiste, Institut de recherche européen Jacques Delors



sition en fonction des éléments de mise en œuvre technique de l'accord international prévu à la fin du mois de novembre. »

### ... pour compléter l'accord de l'OCDE

En effet, si les instances européennes ont toujours affirmé qu'aucune taxe au niveau européen ne verrait le jour en cas d'accord international, tel ne serait pas le cas, selon une source proche du dossier. Le projet de taxe pourrait même être complémentaire à celui de l'OCDE qui vise les entreprises de plus de 750 milliards de chiffres d'affaires. Celui-ci

aurait pour cible les PME... un paradoxe quand l'origine des réflexions fiscales avait pour objectif de mettre fin aux stratégies d'évitement opérées

**Ni le taux, ni le périmètre de la future taxe numérique européenne ne sont encore connus.**

par les géants du numérique tels que Facebook, Google, Amazon...

Quelle que soit l'issue des

négociations sur ces différents projets, il semble peu probable que les entreprises réussissent in fine à échapper à une contribution fiscale pour financer le plan de relance européen. « Un débat aura lieu, prévient une source gouvernementale. A partir du moment où un plan de relance a été défini à 27, il faut le financer d'une façon ou d'une autre. En plus de la dette commune, tous les Etats membres ont intérêt à ce que des ressources soient créées. » Les entreprises devraient être fixées avant Noël. ■ Alexandra Milleret

[@Alexmilleret](#)

## De nouvelles taxes en 2026 ?

Si pour financer le plan de relance, la première salve de taxes à mettre en place à partir de 2023 n'est pas encore décidée, les instances de l'Union européennes ont d'ores et déjà des idées pour celles qu'elles souhaiteraient instaurer dès 2026.

● **La première proposition concernerait les transactions financières.** Un projet peu réaliste pour les spécialistes du fait de la difficulté pour les Etats membres de s'accorder sur le taux et l'assiette de ce prélèvement fiscal. « C'est un vieux serpent de mer, relancé à la fin des années 2000 sous la forme d'une coopération renforcée, qui n'a jamais

réussi à voir le jour, rappelle Bruno Alomar, économiste. Grâce à leur lobbying, les banques ont toujours réussi à faire échouer l'adoption de cette taxe. » En effet, une taxe européenne sur les transactions financières avait déjà été proposée par la Commission européenne en 2011, avant d'être abandonnée cinq ans plus tard.

● **La seconde proposition traiterait quant à elle d'une réforme de la répartition des droits d'imposition des grandes entreprises entre les Etats membres (BEFIT),** après l'abandon du projet d'assiette commune consolidée de l'impôt sur les sociétés (ACCIS). Une réforme importante



puisqu'elle reposera sur l'harmonisation des règles de calcul du résultat imposable au sein de l'Union européenne, la détermination d'un résultat de groupe et la réallocation de celui-ci entre les différents Etats membres. A ce sujet, la commission devrait d'ailleurs lancer prochainement une réflexion sur l'avenir de la fiscalité dans l'Union européenne.



## Gestion des risques



Si le nombre de défaillances d'entreprises est actuellement très faible, la tendance devrait s'inverser en 2022, sous l'effet de la fin du « quoi qu'il en coûte », de la hausse des prix et de délais de paiement toujours trop élevés. Dans ce contexte potentiellement préoccupant, les professionnels du risque client invitent les entreprises à surveiller de plus près leur poste clients.

# Risque client : attention à la sortie de crise

**E**n cette fin d'année 2021, la situation financière des entreprises apparaît faussement rassurante. Le troisième trimestre a été encore marqué par un recul du volume des défaillances.

Avec 5311 procédures collectives ouvertes, en diminution de 20,8 % par rapport à la même période en 2020, le volume des jugements est deux fois inférieur au niveau d'avant-Covid, selon la dernière étude Altares sur les défaillances d'entreprises. En données lissées sur un an, la tendance reste favorable, avec 28 000 jugements prononcés à fin septembre, contre 37 400 un an plus tôt (-25 %). « Sur le dernier trimestre 2021, les défaillances devraient pouvoir être encore contenues sous le seuil des 10 000 avant que 2022 n'ouvre la voie à des tendances bien moins favorables », précise Thierry Millon, directeur des études chez Altares.

Euler Hermes anticipe ainsi un rebond des défaillances

**Euler Hermes anticipe un rebond des défaillances d'entreprises en France de l'ordre de 40 % en 2022, annonciateur d'une reprise lente, mais progressive des faillites.**

d'entreprises en France de l'ordre de 40 % en 2022. « Ce rebond ne sera pas suffisant pour revenir aux niveaux de 2019, analyse Ana Boata, directrice de la recherche économique d'Euler Hermes. Toutefois, il est annonciateur d'une tendance : une reprise lente, mais progressive et durable, de la recrudescence des défaillances d'entreprises en France, synonyme de résurgence du risque d'impayés. » Le rebond des défaillances pourrait également être lié à une surchauffe de l'économie et à un problème d'offre. « Actuellement, l'augmentation de la demande est tellement forte que certains secteurs d'activité commencent à rencontrer des difficultés d'approvisionnement, notamment de matières premières ou de composants électroniques, ce qui entraîne des conséquences sur les prix et les délais de livraison et pourrait finir par peser sur les trésoreries des entreprises », constate Christophe Cherry, directeur d'Atradius France, Belgique et Luxembourg.

### Des scores de solvabilité qui s'affinent

Le dernier trimestre 2021 va être ainsi déterminant pour de nombreuses entreprises. Elles devront se donner les moyens d'embrasser la croissance 2022 pour honorer les engagements d'emprunt et les rappels de cotisations. Pour l'heure, la fin du « quoi qu'il en coûte » n'a pas encore été complètement sifflée. « Si les aides financières s'étiolent et si le dispositif d'activité partielle revient peu à peu à la normale, la bienveillance des organismes sociaux, elle, demeure, poursuit Thierry Millon. Le recouvrement forcé et les assignations ne sont donc pour l'instant pas d'actualité. Or, environ un tiers des procédures de défaillances sont ouvertes sur assignation. Cet "accompagnement" public va néanmoins finir par s'éteindre lui aussi et rééquilibrer les rapports concurrentiels. »

En parallèle, les entreprises vont devoir composer avec l'amortissement des prêts garantis par l'Etat (PGE). Selon une étude menée en août par le Conseil d'analyse économique (CAE) auprès de quelque 100 000 TPE, PME, 15 % à 25 % des entreprises ayant souscrit un PGE seraient dans l'incapacité de rembourser une annuité correspondant à 20 % du montant de ce prêt. Un dossier qui pour-



**Véronique Rigal Antonic,**  
directrice de la relation client affacturage, CAL&F

« Nous devons simplifier autant que possible le parcours d'accès aux crédits de trésorerie, comme nous le faisons avec notre offre pour les petites entreprises. »

rait dès lors s'inviter lors de la campagne de la prochaine élection présidentielle.

Face à cette résurgence attendue des défaillances, la prévention du risque client devient stratégique pour nombre d'entreprises. Pour les accompagner dans cette démarche, les professionnels de la gestion du risque client affinent leurs scores de solvabilité. A cet effet, ils continuent notamment à assurer une veille réglemen-

## La croissance des assureurs-crédit alignée sur celle de l'économie

● Les mesures de soutien de l'Etat à l'économie française ont permis de raréfier les défaillances d'entreprises ces derniers mois. « Cela a eu pour corollaire une plus faible appétence des entreprises pour l'assurance-crédit, en 2020, précise Eric Lenoir, président du comité exécutif d'Euler Hermes France. Cependant, la

**La croissance est portée aussi bien par l'activité d'assureur crédit (+ 8,5 %) que par l'information d'entreprise (+ 11 %).**

croissance économique française et mondiale actuelle génère de nouvelles opportunités pour les entreprises, qui entendent malgré tout se protéger du risque d'impayés. » Une conjoncture qui dynamise l'activité des assureurs-crédit en 2021, dont la croissance suit celle de l'économie française (entre 5,5 % et 6 % sur le premier semestre 2021 par rapport

au premier semestre 2020) et mondiale. « Cette croissance globale est d'ailleurs portée aussi bien par notre activité d'assureur-crédit (+8,5 %) que d'information d'entreprise (+11 %) », précise Guillaume Spadinger, directeur commercial France et Europe de l'Ouest de Coface.

● D'autre part, et alors que le volume des défaillances d'entreprises reste historiquement bas, les taux d'acceptation des assureurs-crédit repassent la barre des 80 % d'encours garantis. « Pendant la crise, nos engagements n'avaient diminué que d'environ 5 % chez Euler Hermes, soit deux fois moins que le choc récessif du moment, ajoute Eric Lenoir. En 2021, nous avons repris 15 milliards d'euros de garanties supplémentaires. » Le constat est identique pour Atradius. « Nous sommes actuellement à des niveaux d'acceptation moyens du risque supérieurs à 80 %, soit 10 % de plus de ce qu'ils étaient avant la crise », indique pour sa part Christophe Cherry, directeur d'Atradius France, Belgique et Luxembourg.

● Enfin, le niveau de primes reste un élément d'attention pour les assureurs-crédit. « Le prix est notre plus gros challenge, poursuit Christophe Cherry. Quand le contexte se dégrade, nous devons trouver le bon équilibre entre un coût du risque qui augmente et une gestion souple et sans choc des couvertures de crédit. On voit déjà une pression à la baisse sur les taux de prime d'assurances alors que le coût du risque pourrait d'ailleurs augmenter dans les mois à venir au regard du rebond des défaillances attendues. » L'adaptation des assureurs-crédit au contexte actuel ne porte alors pas uniquement sur le niveau de primes mais également sur les services proposés à leurs assurés. « Pour mieux accompagner nos clients quant à leurs fournisseurs stratégiques, nous venons de lancer notre nouveau service "garanties stratégiques", précise Eric Lenoir. Celles-ci sont identifiées par nos clients et en cas d'évolution de nos positions, nos arbitres porteront un regard spécifique sur la décision en tenant compte de l'enjeu stratégique de cette relation commerciale. »

taire afin d'être prêts à prendre en compte dans leurs scores tout ou partie des dispositifs d'accompagnement des entreprises mis en place par le gouvernement. Ellisphere et Altares sont ainsi d'ores et déjà prêts à intégrer dans leurs scores de défaillances les données relatives au futur dispositif de traitement de sortie de crise (TSC), dont le décret d'application reste attendu. Cette nouvelle procédure temporaire et dérogatoire doit permettre l'adoption rapide d'un plan de nature à restructurer l'endettement de l'entreprise et à régler les difficultés occasionnées ou aggravées par la crise sanitaire et économique. « 57 % des dirigeants de TPE et PME estiment ne pas être suffisamment accompagnés juridiquement pour prévenir et gérer les difficultés financières de leur entreprise, précise Denis Le Bossé, président du Cabinet Arc. Le TSC est l'équivalent d'une procédure de redressement judiciaire simplifiée. Elle s'adresse aux entreprises de moins de 20 salariés, ayant une comptabilité à jour, mais qui, en raison de la crise Covid, ont des dettes fiscales, sociales et qui vont rencontrer des difficultés pour rembourser leur PGE dans les délais. Sa durée est de trois mois et elle peut imposer aux créanciers un remboursement jusqu'à dix ans, PGE compris (lesquels peuvent être remboursés au bout de six ans) ».

Si cette procédure présente un intérêt pour les entreprises en difficulté, elle est néanmoins inscrite au Kbis. Il s'agit donc pour les créanciers d'un nouvel élément qu'ils peuvent prendre en compte dans le cadre de la surveillance de leur poste clients. « Cette nouvelle procédure, au même titre que les autres procédures collectives, peut donc impacter les prises de décision des credit managers ou des commerciaux, d'où la nécessité de l'intégrer dans notre scoring », souligne Marie-Noëlle Thomas, directrice marketing et innovation d'Ellisphere.

Les assureurs-crédit, tout comme

les sociétés d'information, continuent aussi de faire évoluer leurs algorithmes d'analyse du risque. « Certes, en 2020, de nombreuses entreprises ont enregistré une baisse de leur activité, précise Christophe Cherry. Cependant, grâce aux aides de l'Etat, les trésoreries sont bonnes. D'autre part, les taux d'intérêt restent faibles et les dettes fournisseurs et fiscales sont pour la plupart remboursées. Le plus grand danger pour les entreprises n'est pas tant de manquer de fonds propres mais plutôt

## OPTIMISEZ LE RECOUVREMENT DE VOS CRÉANCES !

*Votre argent  
n'a pas de temps  
à perdre.*

Cabinet de juristes d'affaires spécialisés dans la gestion du poste client et le recouvrement de créances, le Cabinet Arc accompagne les entreprises en France comme à l'international en privilégiant rigueur et stratégies innovantes pour des résultats probants.

Plus d'informations sur [www.cabinet-arc.fr](http://www.cabinet-arc.fr)

**Contact :** T. +33 (0)1 46 03 07 07  
**Adresse :** 102-104 avenue Édouard Vaillant  
92517 Boulogne Billancourt Cedex - France  
**Email :** [dlb@cabinet-arc.fr](mailto:dlb@cabinet-arc.fr)

**Cabinet ARC**  
JURISTES D'AFFAIRES

## Le marché du recouvrement de créances reprend des couleurs

● Depuis le début de l'année, les spécialistes du recouvrement de créances notent un regain d'intérêt des entreprises pour leurs prestations. « En 2020, beaucoup d'entreprises avaient décidé de recouvrer moins ou d'une autre manière, remarque Marion Gatimel, directrice grands comptes et marchés publics d'iQera. En revanche, depuis le début de l'année 2021, la tendance s'inverse. Nous notons une explosion des demandes de recouvrement de créances au premier semestre que nous expliquons davantage par un décalage des transmissions de dossiers entre 2020 et 2021. Nous avons ainsi un tiers d'encaissements en plus, versus la

période précédente liée à cette augmentation de volumes, notamment sur des dettes plus anciennes. »

● Une croissance également constatée par Intrum, un ténor du marché du recouvrement de créances et dont l'activité pourrait augmenter jusqu'à 10 % en 2021 par rapport à 2020. « La prudence reprend en période post-Covid, précise pour sa part Jean-Luc Ferraton d'Intrum France. L'objectif consiste à préserver la relation commerciale et à trouver des solutions. Nous notons à cet effet, sur ces cinq derniers mois, une forte propension à la segmentation des créances de manière à mieux scénariser les processus

de relance en fonction de la typologie des clients. » Cette tendance à la hausse de ce marché s'explique également par la volonté des entreprises de nettoyer leurs stocks de dettes avant l'augmentation attendue des défaillances d'entreprises en 2022.

**Si en 2020, le recours au recouvrement avait été moindre, la tendance s'inverse depuis le début de l'année. L'activité pourrait augmenter jusqu'à + 10 %.**



de liquidité, et pour l'instant les niveaux de liquidité sont bien orientés. » Les indicateurs historiques et traditionnels d'analyse de la solvabilité des entreprises ne sont donc plus pertinents dans la conjoncture actuelle. « Nous sommes plus que jamais vigilants quant à la liquidité des entreprises », explique Frédéric Wissocq, directeur de la souscription Europe de l'Ouest chez Coface.

### Des scores de prédictibilité très attendus

L'augmentation à venir de la sinistralité pousse également les entreprises à renforcer leur visibilité à moyen et long terme sur la solvabilité de leurs partenaires commerciaux. Un sujet sur lequel les professionnels du risque client se penchent aussi de plus en plus. « Nous faisons évoluer nos prestations afin de fournir aux entreprises des informations toujours plus prédictives et leur offrir ainsi davantage de lisibilité sur les signaux d'alertes, indique Bertrand Laffay, co-fondateur et directeur général d'Infolegale. Nous renforçons par exemple notre programme de collecte de données collaboratives où nous étendons le champ et le volume d'informations BtoB nouvellement accessibles grâce à la digitalisation des entreprises. Une démarche d'autant plus nécessaire qu'au-delà du contexte actuel, la mise en place de l'open data pour certaines données, complexifie, du fait de la baisse de qualité de la donnée publique, le traitement des données auxquelles nous avons accès. »

Altarea pour sa part propose désormais son score de survie. « Il permet à une entreprise d'évaluer la pérennité d'un client en procédure de sauvegarde ou de redressement à horizon 36 mois, afin de savoir si sa créance a une chance d'être payée et si elle peut continuer de travailler avec lui », explique Thierry Millon. Même les

assureurs-crédit prennent à bras-le-corps l'enjeu de la prédictibilité des défaillances. C'est notamment le cas de Coface avec sa nouvelle plateforme digitale d'information d'entreprise ICON. « Cet outil repose notamment sur notre expertise en matière de risque de crédit, précise Guilherme Spadinger, directeur commercial France et Europe de l'Ouest de Coface. Il intègre l'analyse des états financiers des entreprises et de leurs comportements de paiements. Il prend également en compte la recherche économique et les modèles prédictifs de Coface, ou encore l'exploitation par la data science de la richesse de nos données. »



**Marie-Noëlle Thomas,**  
directrice marketing et  
innovation, Ellisphere

« Gage de l'intérêt des entreprises pour la surveillance de leurs contreparties, notre service client enregistre une croissance de son activité de 25 % en 2021, plus forte que celle de 2020 (+ 20 %) ».



## Une réduction insuffisante des délais de paiement

Au-delà de la fin du « quoi qu'il en coûte » et de l'augmentation attendue des défaillances, les entreprises restent également impactées par les retards de paiement. A l'exception du pic enregistré à l'été 2020, lors du premier déconfinement, aujourd'hui, les retards de paiements tendent à se stabiliser légèrement au-dessus du niveau de la période d'avant-Covid. Selon la 11<sup>e</sup> édition du baromètre Cabinet Arc/IFOP publié en octobre 2021, les retards de paiement des PME entre 2020 et 2021 sont passés de 18,6 à 17 jours. En revanche, ceux des grandes entreprises sont en forte hausse, de 8,1 jours en 2020 à 12,4 jours en 2021. « Grâce aux aides de l'Etat, les PME ont disposé du cash nécessaire pour honorer dans les délais impartis leurs factures fournisseurs, explique

Denis Le Bossé, président du Cabinet Arc. Les retards de paiement des grandes entreprises pourraient pour leur part être la conséquence de la désorganisation créée par la mise en place du télétravail et de la dématérialisation des factures. »

D'autre part, la pression sur l'augmentation du besoin en fonds de roulement laisse à craindre que les retards de paiement pourraient reprendre un peu de vigueur dans les mois à venir. « La reprise, actuellement rapide, pourrait en effet peser sur les trésoreries, de même que l'augmentation des coûts des matières premières, précise Thierry Millon. Certaines entreprises peuvent ainsi avoir un bon score de solvabilité et, par ailleurs, payer leurs fournisseurs en retard, d'où l'intérêt de mettre en place des indicateurs spécifiques aux comportements de paiement. »

## L'activité des factors de nouveau dynamique

● Après une année 2020 en fort recul (-7,5 % par rapport à 2019), l'activité des factors est repartie à la hausse en 2021. Selon l'Association française des sociétés de finances (ASF), le marché enregistre ainsi un rebond de 14 % au premier semestre 2021 par rapport à la même période en 2020. Un rythme de croissance qui devrait à minima se poursuivre dès lors que les aides de l'Etat seront suspendues. « Gage de l'intérêt marqué des entreprises pour

**Le rebond de l'activité est porté par les ETI et les grands comptes internationaux avec des tailles de contrat de plus en plus importantes.**

l'affacturage, notre niveau de chiffre d'affaires de 2021 est d'ailleurs supérieur à celui de 2019 », précise Philippe Mutin, directeur général Crédit Mutuel Factoring et FactoFrance. Cette dynamique est pour l'instant portée par les ETI et les grands comptes internationaux avec des tailles de contrat de plus en plus importantes qui poussent les acteurs à mettre en place des syndications de factors. En ce qui concerne les PME, le retour progressif des besoins en fonds de roulement liés à la croissance et

le remboursement concomitant des PGE feront de l'affacturage un outil privilégié.

● A l'inverse, les trésoreries de plus petites entreprises étant encore largement soutenues par les PGE, elles ne sont pas encore revenues totalement à l'affacturage. « Elles devraient néanmoins y recourir de nouveau dès lors que les dispositifs de l'Etat seront levés et qu'elles devront commencer à rembourser leur PGE, explique Sarah Roussel, directrice générale BNP Paribas Factor. Alors que les retards de paiements restent importants et que l'économie repart, ces entreprises vont par ailleurs avoir besoin de financer leur cycle d'exploitation. » Pour les accompagner au mieux dans cette démarche, les factors proposent de nouvelles offres. BNP Paribas factor rend par exemple accessible aux PME sa solution de préfinancement du Crédit Impôt Recherche. « Cette solution contribue à l'amélioration de la compétitivité et de l'innovation des entreprises, explique Sarah Roussel. Jusqu'à présent plutôt réservée aux grandes entreprises, nous l'avons depuis peu ouverte aux entreprises de taille plus modeste. »

● Pour favoriser l'accès des petites et moyennes entreprises à ce type de financement dans un contexte de reprise et mieux répondre à leurs besoins spéci-



fiques, FactoFrance a pour sa part lancé en juin dernier une offre simplifiée dédiée exclusivement aux clients des experts-comptables et intégrée au programme AIR'PME qui leur est dévolu. Les factors continuent par ailleurs d'investir dans la digitalisation du parcours client, à l'instar de Crédit Agricole Leasing & Factoring. « Pendant les deux années de Covid nous avons pu continuer à travailler à distance avec nos clients, souligne Véronique Rigal Antonic, directrice de la relation client affacturage chez CAL&F. Fort de ce constat, et dans l'optique d'être encore plus réactifs face aux besoins de nos clients, nous souhaitons accélérer la digitalisation de nos parcours clients tout en conservant la relation humaine en proximité, sur l'ensemble de nos marchés TPE, PME, ETI et Grandes Relations. Nous entendons ainsi simplifier autant que possible l'accès aux crédits de trésorerie, à l'instar de ce que nous faisons déjà avec notre offre Cash in Time pour les petites entreprises. »

## Les mauvais payeurs mieux identifiés

Au-delà de son historique indicateur Paydex sur le nombre de jours de retard de paiement des entreprises, Altares vient donc de sortir un nouveau score baptisé « Frequency Payment Index » (FPI) qui fournit à l'entreprise le pourcentage des autres fournisseurs de son client qui sont payés à plus de 30 jours ou plus de 90 jours. « Il permet à l'entreprise de savoir si ses clients adoptent un meilleur comportement de paiement avec d'autres fournisseurs, ajoute Thierry Millon. Dès lors que les retards de paiement de 90 jours concernent de nombreux fournisseurs de son client, alors le risque d'insolvabilité est réel et l'entreprise doit mettre en œuvre une stratégie de recouvrement (amiable ou contentieux) adéquate. » Ces informations viennent en complément de ce que propose par ailleurs la DGCCRF dans le cadre des contrôles sur les comportements de paiement qu'elle réalise auprès des entreprises. Le nom des mauvais élèves est publié sur le site de cette institution (Name and Shame).

Dans le cadre de leur stratégie de prévention du risque client, les entreprises continuent également de renforcer leurs processus de recouvrement de créances, notamment en amont des échéances. « A cette fin, nous travaillons de plus en plus en amont de l'échéance des factures, d'autant que 50 % des factures qui arrivent à échéance font l'objet d'un litige, souvent dû à des problèmes de lettrages, précise Marion Gatimel, directrice grands comptes et marchés publics chez iQera. La pré-relance permet de diminuer de 50 % le nombre de factures impayées arrivant à échéance. » La qualité des procédures de recouvrement de créances et l'expérience client (débiteurs) deviennent également des enjeux

©Yanis Ourabah



**Bertrand Laffay**, co-fondateur et directeur général, Infolegale

« Les entreprises ont besoin d'informations sur leurs partenaires commerciaux qui soient plus prédictives »

importants, pour préserver les relations commerciales et s'assurer du bon paiement des factures.

La satisfaction client est d'ailleurs un nouvel indicateur de suivi pris en compte dans le calcul de variable des collaborateurs d'Intrum. « Leur variable est indexé sur la satisfaction des clients débiteurs, au même titre que le respect des échéanciers, la performance en volume et l'audit de conversation », précise Jean-Luc Ferraton, directeur général d'Intrum France. L'optimisation du recouvrement de créances est par ailleurs d'autant plus important pour les entreprises qu'elles doivent préserver leur trésorerie pour s'assurer de disposer des fonds qui leur sont nécessaires pour profiter pleinement de la reprise économique actuelle. C'est d'ailleurs aussi à cette fin qu'elles se tournent de nouveau vers les facteurs pour obtenir du financement court terme adossé à leurs factures. ■

Anne del Pozo

[@anne\\_delpozo](https://twitter.com/anne_delpozo)

## Les sociétés d'information très sollicitées

● Face à la résurgence annoncée de la sinistralité, les sociétés d'information constatent que les entreprises s'interrogent beaucoup sur l'année 2022,

**Au-delà des demandes concernant la surveillance des risques de solvabilité, les sociétés d'information notent également un regain d'intérêt pour les données liées à la conformité des contreparties.**

notamment sur le rythme de défaillances.

« Notre service client enregistre ainsi une croissance de son activité de 25 %

en 2021, plus forte que celle de 2020, déjà à + 20 %, souligne Marie-Noëlle Thomas, directrice marketing et innovation d'Ellisphere. Une tendance qui illustre la volonté des entreprises à renforcer la surveillance de leurs clients et prospects ainsi que leurs besoins d'échanger avec nos experts, sur les scores et les analyses que nous leur délivrons sur leurs tiers. Et nous avons réussi à absorber cette forte croissance de la demande, tout en préservant la satisfaction de nos clients. » Plus jeune sur le marché, Infolegale table pour sa part sur une croissance prévisionnelle de 15 % de son activité en 2021, par rapport à 2020.

● Au-delà des demandes concernant la

surveillance des risques de solvabilité, les

sociétés d'information notent également un regain d'intérêt pour les informations liées à la conformité des contreparties avec les réglementations Sapin 2, AML, KYC, KYS... « Ces informations sont très importantes pour les entreprises qui par ailleurs s'engagent dans une démarche RSE, précise Thierry Millon, directeur des études chez Altares. Nous nous apprêtons d'ailleurs à intégrer l'offre data D&B ESG Intelligence lancée par Dun & Bradstreet et couvrant d'ores et déjà les Etats-Unis et le Canada ». Une démarche dans laquelle est également engagée Ellisphere.



MAÎTRISEZ VOS

# RISQUES CLIENT ET FOURNISSEUR

AVEC **ELLISPHERE**, VOTRE  
PARTENAIRE DE CONFIANCE

COE.M 10/2012/2021 - Iconographie et crédits photos : Shutterstock / Freepix

[www.ellisphere.com](http://www.ellisphere.com)  
[relation-client@ellisphere.com](mailto:relation-client@ellisphere.com)





# Politique monétaire - L'euro sur une pente descendante

**Les marchés financiers tablent désormais sur une hausse des taux d'intérêt directs beaucoup plus rapide aux Etats-Unis qu'en Europe. Ajoutée aux incertitudes concernant les pays émergents, qui incitent à la recherche de monnaies sûres, cette orientation devrait favoriser nettement le dollar, estiment les prévisionnistes.**

Combien de temps peut durer le transitoire ? Telle est la question presque philosophique à laquelle a été soumise la présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde, à l'occasion de la conférence de presse qui suivait, le 28 octobre, la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE. L'ancienne ministre française de l'Economie est contrainte d'admettre que l'inflation en zone euro ne sera pas aussi transitoire que prévu et qu'elle ne retombera pas avant la fin de l'année à ses niveaux d'avant-crise, bien inférieurs à 2 %. En septembre, la hausse des prix a atteint 3,4 % sur un an en zone euro, et « ils vont continuer d'augmenter tout au long de 2021 », estime désormais Christine Lagarde, suggérant que le rythme constaté en septembre pourrait perdurer plusieurs mois. Le transitoire sera donc « un peu plus long que prévu », admet-elle à présent, anticipant un retour à la normale « courant 2022 ». Pour autant, rien ne justifie, à ses yeux, un resserrement de la politique monétaire via une hausse des taux d'intérêt en 2022.

C'est pourtant cette hypothèse que teste le marché, estimant que la BCE pourrait être contrainte d'augmenter légèrement ses

taux directs d'ici la fin de 2022, face à une inflation durablement plus élevée qu'anticipé : les contrats à terme à échéance décembre 2022, sur le taux au jour le jour, intègrent désormais des taux directs relevés de 10 points de base (pb), par rapport à leur niveau actuel de -0,5 %.

## Une contradiction apparente des marchés

Les marchés apparaissent en conséquence contradictoires : d'un côté, ils envisagent désormais un relèvement des taux d'intérêt directs en zone euro dès 2022... mais, de l'autre, ils anticipent une baisse de l'euro face au dollar, qui serait notamment justifiée par l'absence de perspective tangible de hausses des taux envisagée par la BCE. Alors qu'en septembre les économistes interrogés par *Option Finance* s'attendaient à un euro valant 1,20 dollar au mois de décembre,

**Christine Lagarde est contrainte d'admettre que l'inflation en zone euro ne sera pas aussi transitoire que prévu.**



Photo: Sanziana Perju / ECB


ils prévoient tous, aujourd'hui, le niveau de 1,15 en janvier (contre 1,17 le 29 octobre). Les prévisionnistes d'UBS s'attendent même à un euro tombant à 1,10 dollar. Comment expliquer cette contradiction entre les marchés qui tablent sur une hausse des taux en zone euro dès 2022 tout en sanctionnant la monnaie européenne pour absence de resserrement monétaire ? « La contradiction n'est qu'apparente, affirme Nadia Gharbi, économiste senior au sein de la banque Pictet. S'agissant des Etats-Unis, les marchés se focalisent désormais sur l'inflation, ils font passer au second plan les préoccupations liées à l'emploi et à l'ampleur des plans de relance. Ils relèvent l'apparition de tensions salariales, qui pourraient amener une inflation durable. En conséquence, ils anticipent désormais deux ou trois hausses de taux d'intérêt directs en 2022, de la part de la Fed, pour un total de 55 pb. Le resserrement monétaire serait important, beaucoup plus qu'en zone euro. S'ils testent la BCE, concernant une hypothèse de hausse des taux dès 2022, les investisseurs s'attendent à un relèvement limité à 20 pb en 2022 et 2023. »

En outre, la Fed devrait mettre

fin à son programme d'achats de titres beaucoup plus vite que la BCE. « La Fed devrait cesser d'acheter des titres dès la mi-2022, alors que la BCE va sans doute remplacer son programme d'urgence PEPP par un autre instrument, poursuivant ses achats », indique Thomas Flury, responsable de la stratégie chez UBS, dans une note que vient de publier la banque. Christine Lagarde a annoncé la fin du PEPP en mars 2022, et elle dévoilera le 17 décembre le dispositif qui devrait le remplacer.

## La recherche d'actifs en dollars

Un autre facteur d'affaiblissement de l'euro vis-à-vis du dollar sera, au cours des prochains mois, la recherche d'actifs sûrs libellés en dollars, dans un contexte d'incertitude internationale. « Quand la croissance mondiale plafonne et que les pays émergents n'offrent pas d'opportunités d'investissement évidentes, les investisseurs se tournent vers le dollar », affirme Thomas Flury. Christine Lagarde a refusé de commenter sur le fond cette perspective de baisse de l'euro, se contentant d'en minimiser les effets. ■ Ivan Best

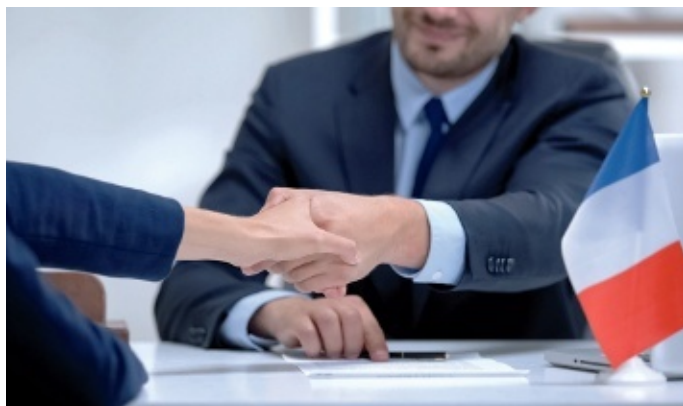
 @Iv\_Best



## Taux, change, pétrole : les prévisions des économistes

	Change			Taux EUR				Taux US			Pétrole	
	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	taux directeur	EURIBOR 3 mois	OAT 2 ans	OAT 10 ans	taux directeur	LIBOR 3 mois	Taux à 2 ans	T-Bonds 10 ans	Brent
Cours au 28/10/21	1,17	133	0,85	-0,50	-0,56	-0,60	0,2	0,25	0,12	0,7	1,55	85
<b>Bank of America</b>												
Prévisions à 3 mois	1,15	133	0,86	-0,50	-0,55	-0,70	-0,20	0-0,25	0,16	0,55	1,65	NC
Prévisions à 6 mois	1,15	133	0,86	-0,50	-0,55	-0,70	-0,15	0-0,25	0,25	0,65	1,75	NC
Prévisions à 1 an	1,15	131	0,86	-0,50	-0,45	-0,60	-0,10	0-0,25	0,40	0,85	1,90	NC
<b>BFT IM</b>												
Prévisions à 3 mois	1,15	132	0,88	-0,50	-0,55	-0,65	0,25	0,25	0,15	0,50	1,6	90
Prévisions à 6 mois	1,15	132	0,88	-0,50	-0,55	-0,60	0,30	0,25	0,30	0,60	1,7	90
Prévisions à 1 an	1,15	132	0,88	-0,50	-0,45	-0,55	0,40	0,5	0,50	0,70	1,9	85
<b>BNP Paribas</b>												
Prévisions à 3 mois	1,15	128	0,84	-0,50	NC	NC	0,40	0,25	NC	NC	1,70	87
Prévisions à 6 mois	1,13	127	0,83	-0,50	NC	NC	0,20	0,25	NC	NC	1,90	80
Prévisions à 1 an	1,12	128	0,82	-0,50	NC	NC	0,20	0,5	NC	NC	2	80
<b>Commerzbank</b>												
Prévisions à 3 mois	1,15	127	0,85	-0,50	-0,5	-0,70	-0,20	0,25	0,10	0,30	1,65	85
Prévisions à 6 mois	1,16	126	0,86	-0,50	-0,48	-0,70	-0,25	0,25	0,10	0,30	1,50	75
Prévisions à 1 an	1,19	127	0,88	-0,50	-0,45	-0,70	-0,25	0,25	0,15	0,45	1,60	70
<b>CPR AM</b>												
Prévisions à 3 mois	1,16	132	0,85	-0,50	-0,55	NC	0,20	0,25	0,15	0,25	1,70	85
Prévisions à 6 mois	1,15	131	0,84	-0,50	-0,55	NC	0,30	0,25	0,20	0,30	1,80	85
Prévisions à 1 an	1,14	131	0,84	-0,50	-0,55	NC	0,40	0,25	0,25	0,35	1,90	85
<b>Deutsche Bank</b>												
Prévisions à 3 mois	1,16	128	0,88	-0,50	NC	NC	NC	0,125	0,25	NC	1,80	74
Prévisions à 6 mois	1,18	131	0,87	-0,50	NC	NC	NC	0,125	0,20	NC	2,15	72
Prévisions à 1 an	1,23	139	0,86	-0,50	NC	NC	NC	0,125	0,25	NC	2,15	64
<b>Natixis</b>												
Prévisions à 3 mois	1,17	129,87	0,86	-0,50	-0,55	-0,68	0,35	0-0,25	0,13	0,26	1,70	75
Prévisions à 6 mois	1,17	131,04	0,86	-0,50	-0,55	-0,65	0,75	0-0,25	0,15	0,30	1,90	74
Prévisions à 1 an	1,15	129,95	0,85	-0,50	-0,51	-0,65	0,68	0-0,25	0,21	0,36	2	70
<b>OFI AM</b>												
Prévisions à 3 mois	1,15	132	0,82	-0,50	-0,55	-0,65	0,30	0,25	0,15	0,50	2,00	90
Prévisions à 6 mois	1,14	130	0,82	-0,50	-0,55	-0,45	0,55	0,25	0,20	0,65	2,10	100
Prévisions à 1 an	1,17	128	0,86	-0,50	-0,50	-0,25	0,75	0,25	0,25	0,75	2,25	100
<b>Rexecode</b>												
Prévisions à 3 mois	1,19	132	0,87	0	-0,50	NC	0,20	0,125	0,3	NC	1,50	74
Prévisions à 6 mois	1,2	132	0,87	0	-0,50	NC	0,30	0,125	0,3	NC	1,70	73
Prévisions à 1 an	1,21	132	0,88	0	-0,50	NC	0,40	0,125	0,3	NC	1,80	70
<b>Société Générale</b>												
Prévisions à 3 mois	1,14	131	0,85	-0,50	-0,53	-0,68	NC	0,25	0,14	0,3	1,70	70
Prévisions à 6 mois	1,12	130	0,86	-0,50	-0,53	-0,68	NC	0,25	0,15	0,35	1,80	67,5
Prévisions à 1 an	1,12	127	0,88	-0,50	-0,53	-0,60	NC	0,25	0,19	0,5	2,25	62,5
<b>Swiss Life AM</b>												
Prévisions à 3 mois	1,15	130	0,84	-0,50	-0,55	NC	0,20	0-0,25	0,14	0,80	1,60	75
Prévisions à 6 mois	1,14	130	0,83	-0,50	-0,50	NC	0,25	0-0,25	0,14	1,00	1,70	70
Prévisions à 1 an	1,14	130	0,83	-0,50	-0,50	NC	0,30	0,25-0,50	0,39	1,50	1,75	65
<b>UBS La Maison de Gestion</b>												
Prévisions à 3 mois	1,18	130	0,84	-0,50	-0,45	-0,70	0,26	0,08	0,29	0,45	1,90	90
Prévisions à 6 mois	1,2	129	0,83	-0,50	-0,45	-0,70	0,28	0,08	0,29	0,60	2	85
Prévisions à 1 an	1,22	128	0,82	-0,50	-0,45	-0,70	0,30	0,08	0,29	0,65	2	85

# Contentieux – Comment sécuriser son contrat avec un Etat



La toute-puissance des Etats dans les affaires commerciales s'est manifestée récemment, lors de la rupture brutale par les gouvernements britannique et australien des contrats conclus avec les groupes français Naval group et Valneva. Les entreprises disposent toutefois de moyens contractuels pour limiter les pertes financières.

Rentrée difficile pour l'industrie française à l'international. Le 13 septembre, le Premier ministre britannique, Boris Johnson, annonçait brutalement la résiliation du contrat liant le Royaume-Uni au laboratoire nantais Valneva. Celui-ci prévoyait la fourniture de 100 millions de doses de vaccins anti-Covid en 2021 et 2022 et une option pour 90 millions de doses supplémentaires d'ici à 2025

pour un montant total estimé à 1,4 milliard d'euros. Deux jours plus tard, c'était au tour du département de la défense australien de mettre fin à son contrat de 34 milliards d'euros pour la fabrication et la livraison de 12 sous-marins océaniques avec le constructeur français Naval group. Une déconvenue d'autant plus catastrophique pour les deux groupes français que leur partenaire en affaires n'est pas un cocontractant privé

classique, il s'agit d'un Etat. « Si les termes de ces accords sont confidentiels, compte tenu des sommes en jeu, il est très probable qu'une clause ait déjà

## Des accords commerciaux de droit public

Une garantie indispensable pour les entreprises, selon les spécialistes, pour espérer trouver une issue financière avantageuse malgré le retrait des Etats. « Ce type de contrat a très peu de chances d'être rédigé selon le droit français, estime Philippe Rousseau, associé au cabinet Gowling WLG. De plus, il s'agit quasiment de contrats négociés d'Etat à Etat. En effet, des accords tels que celui de Naval Group, par exemple, échappent totalement à la mécanique habituelle de négociation de contrat. En réalité, c'est sous l'égide de l'Etat français, notamment du fait des transferts de technologie à intervenir, que ce contrat a été négocié avec l'Australie. » Une procédure qui relève davantage de la puissance publique étatique et donc du contrat administratif de droit public que du contrat de droit privé. « Mais de toute façon, le juge administratif français n'a pas le pouvoir de donner une injonction à

**Des contrats tels que ceux de Naval group ou de Valneva sont quasiment des contrats négociés d'Etat à Etat. Ils échappent totalement à la mécanique habituelle de négociation.**



« Des clauses prévoyant des pénalités financières de rupture peuvent être incluses dans le contrat. Elles le sont systématiquement pour les contrats industriels. »

**Clément Sabatier**, associé, BCTG Avocats

une personne publique, poursuit Frédéric Dereux, associé au sein du département droit commercial du cabinet Gowling WLG. Il ne peut pas contraindre un Etat à exécuter un contrat. Par exemple, dans l'affaire des Mistral, la France avait refusé de livrer deux porte-hélicoptères commandés en 2010 par la Russie, à la suite de son implication dans la crise de Crimée, au sud de l'Ukraine. Le litige s'était finalement résolu dans le cadre d'une procédure d'arbitrage par laquelle la France s'était vue condamnée à payer un milliard de dollars à la Russie. Mais en

a accepté le risque associé de dommages et intérêts, explique Clément Sabatier, associé chez BCTG Avocats. En revanche, des clauses prévoyant des pénalités financières de rupture peuvent être incluses dans le contrat et le sont systématiquement pour les contrats industriels. »

Le montant de ces pénalités peut varier suivant le motif invoqué par l'une des parties pour casser l'accord. « D'abord, il existe des pénalités de rupture en cas de manquement du fournisseur dans l'exécution du contrat », poursuit Clément Sabatier. Dans ce cas, un premier niveau de



**Frédéric Dereux**, associé, Gowling WLG

« Le juge administratif français n'a pas le pouvoir de donner une injonction à une personne publique. Il ne peut pas contraindre un Etat à exécuter un contrat. »

**Lors de la rédaction du contrat, l'entreprise peut demander l'insertion de clauses financières. Certes, celles-ci n'offrent aucune garantie contre une résiliation à tout moment de la part d'un gouvernement, mais leur rôle dissuasif n'est pas négligeable.**

aucun cas, elle n'a été forcée à honorer la livraison des deux navires qu'elle a revendu cinq ans plus tard à l'Egypte. »

### Des clauses de pénalités financières

Cependant, dans ce type d'accord commercial très particulier, une entreprise n'est pas totalement démunie pour faire valoir ses droits. En effet, lors de la rédaction du contrat, elle peut demander l'insertion de clauses financières. Certes, celles-ci n'offrent aucune garantie contre une résiliation, à tout moment, de la part d'un gouvernement prêt à en assumer les conséquences pécuniaires. Mais leur rôle dissuasif n'est pas négligeable. « Il n'existe pas de clause rédactionnelle miracle, aucun moyen légal ne permet de forcer l'exécution d'un contrat complexe de ce type par une des parties qui a décidé de ne pas l'exécuter et donc

pénalités s'applique : l'entreprise devra être payée pour le travail qu'elle a fourni jusqu'à la cessation du contrat.

Ensuite, certains accords

peuvent également prévoir une clause dite de « dédit » permettant à l'Etat de rompre son contrat pour des raisons de convenances personnelles, sans avoir à justifier d'un motif légitime. « A ce moment-là, la pénalité sera beaucoup plus élevée parce qu'il n'y a pas de faute commise par le fournisseur, c'est son client qui a simplement changé d'avis », souligne Clément Sabatier. Dans ce cas de figure, l'entreprise pourra inté-

grer dès la rédaction du contrat un remboursement des coûts engagés et utiles à l'exécution de sa mission ; en fonction de l'état d'avancement du contrat. Elle pourra obtenir aussi qu'une partie de sa marge lui soit versée. Un « mieux que rien » pour des entreprises qui ne compenseront certes pas entièrement leur dommage réputationnel causé par la rupture du contrat. ■

Alexandra Milleret

[@Alexmilleret](#)

### Les avantages de l'arbitrage

● Le recours à l'arbitrage est très fréquent dans le commerce international. Il se déroule devant la Cour internationale d'arbitrage de la Chambre de commerce internationale dont le siège est à Paris. Il s'agit d'une procédure flexible puisque chaque partie choisit son arbitre, qui, à son tour, en désigne un troisième pour assurer la présidence de l'arbitrage.

**Les décisions dans le cadre d'une procédure d'arbitrage sont rendues en moyenne dans les 15 mois, soit beaucoup plus rapidement qu'avec une procédure judiciaire classique.**

● Par ailleurs, ce règlement des litiges n'est pas public, ce qui permet une résolution des



affaires plus discrète. De plus, il est rapide : une décision est rendue en moyenne dans les 15 mois après la signature de l'acte de mission donné aux arbitres, ce qui est beaucoup plus court qu'une procédure judiciaire classique engagée devant un tribunal.

● Autre grand avantage : la décision de l'arbitrage est unique et définitive. Celle-ci peut prévoir une réparation financière du préjudice et parfois même le remboursement des frais de justice par la partie adverse.

# M&A - Le marché atteint des sommets, mais jusqu'à quand ?

Après une mise à l'arrêt de l'activité lors du premier confinement au printemps 2020, les fusions-acquisitions sont reparties de plus belle depuis un an. Rattrapage des deals mis en stand-by, opérations de croissance externe, consolidation de secteurs... 2021 figure d'ores et déjà dans les annales tant au niveau des volumes de transactions que des valorisations. A l'occasion de la parution de son nouveau classement des cabinets d'avocats officiant en M&A, *Option Droit & Affaires* revient sur ce marché en pleine effervescence, sujet toutefois aux incertitudes macroéconomiques.

**P**aradoxalement, la crise de la Covid-19 a dynamisé le marché des fusions-acquisitions. Les chiffres parlent d'eux-mêmes. La période est hors normes comme le montrent les chiffres de l'agrégateur de données financières Refinitiv. Ce dernier a enregistré plus de 4 360 milliards de dollars de fusions-acquisitions de janvier à fin septembre. Le record de 2015 (4 218 milliards de dollars en année pleine) est d'ores et déjà battu. « Des vents porteurs qui se combinent pour faire du marché M&A un des "all time high", et même le "all time high" », tel est le contexte exceptionnel que dresse Anne Bizien, qui pilote avec Jérémie Marrache le département M&A à Paris d'un acteur central de la pratique, la banque américaine Goldman Sachs. Recherche de croissance et d'innovation, consolidation de secteurs, ou encore restructuration de portefeuille en lien avec les impératifs environnementaux sont au programme des corporate. D'autant que les liquidités sont là, et les opportunités également, le tout aidé par des taux d'intérêt bas. « La pandémie a accéléré des tendances observées depuis plusieurs années, avec notamment l'urgence d'acquérir de nouvelles compétences digitales, la prégnance accrue des transactions locales, l'émergence

de l'ESG (environnement, social, gouvernance) et l'intervention de plus en plus présente de la puissance publique et des régulateurs », selon le rapport mondial 2021 de Bain & Company sur les fusions-acquisitions. Autre enseignement de ces derniers mois, la frontière entre corporate et private equity est de moins en moins étanche. La part des fonds d'investissement enregistre une augmentation croissante sur le marché du M&A, notamment sur des cibles de plus en plus importantes. Un mouvement qui a des conséquences en matière de valorisations.

## L'essor des SPAC à l'épreuve des de-SPACing

Même si aux Etats-Unis, leur pays d'origine, les SPAC (special purpose acquisition companies) multiplient les déconvenues ces derniers mois, l'Europe continue d'être une terre d'asile, au sein de laquelle la France veut tirer son épingle du jeu. Ces sociétés d'acquisition à vocation spécifique se veulent « une alternative intéressante à l'introduction en Bourse qui permet de réduire les risques d'une telle opération : le véhicule du SPAC étant déjà coté et une partie des fonds déjà levée », note Cyril Niboyet, managing partner chez Deutsche Bank. Transition, DEE Tech, Pegasus, 2MX Organic... les initiatives



**Dans ce numéro d'Option Droit & Affaires, retrouvez les classements de cabinets d'avocats en fusions-acquisition :**

- dont la majorité des opérations est inférieur à 200 millions d'euros
- dont la majorité des opérations est supérieur à 200 millions d'euros

se multiplient. Mais la phase de de-SPACing reste délicate, et les prochains seront scrutés par le marché alors que le niveau des rédemptions particulièrement élevé inquiète aux Etats-Unis. « C'est plus de 50 % des fonds initialement apportés aux SPAC américains au troisième trimestre de cette année qui n'ont pas suivi le projet d'acquisition présenté par les sponsors (contre 10 % au premier et 22 % au deuxième). Sur certains SPAC, le niveau de rédemption a même été supérieur à 90 % au moment de l'annonce de l'acquisition », indique Aurélien Narminio, head of equity listing chez Euronext.

## Toujours plus de compliance et des incertitudes macroéconomiques

Mais tout est loin d'être rose dans le monde du M&A. Une décision de la Cour de cassation de novembre 2020 est venue ajouter une couche supplémentaire

de compliance dans les règles du jeu. Les acteurs des fusions-acquisitions devront composer avec un nouveau type d'analyse préalable à une transaction. Désormais toute entreprise peut être tenue responsable de faits imputables à une société qu'elle a absorbée. Avec ce revirement de jurisprudence, l'obligation de conformité est plus que jamais dans le camp de l'acheteur.

De plus, si une décélération n'est pas – pour l'heure – à l'ordre du jour et qu'il existe des « réservoirs d'activité de M&A, notamment en termes d'opérations transrégionales ou transfrontalières, qui justement ont été assez calmes durant la crise », projette Jérémie Marrache de Goldman Sachs, des facteurs d'incertitudes macroéconomiques sont bien là, selon son binôme Anne Bizien. Difficile, en effet, de prédire l'évolution future du prix de l'énergie, de l'inflation ou encore des relations géopolitiques... ■

Sahra Saoudi



# ■ Asset management

## DOSSIER

À lire aussi :

### ■ BANQUES

Le désengagement des actifs échoués sera progressif  
p.30



Les préoccupations écologiques poussent les investisseurs à se détourner des actifs les plus carbonés. Un mouvement qui pourrait entraîner une perte de valeur plus ou moins rapide d'une partie des portefeuilles des sociétés de gestion. Celles-ci commencent juste à prendre la mesure du problème.

Finance durable

# Faut-il avoir peur des actifs échoués ?

**P**opularisée en janvier 2019 par un canular des activistes écologistes The Yes Men – une fausse lettre signée de Larry Fink envoyée à la presse annonçant son intention de vendre toutes les participations de BlackRock dans les entreprises ne respectant pas les engagements de l'accord de Paris –, la menace des « stranded assets », ou actifs échoués, ne fait plus rire personne. Et encore moins le monde de la finance, qui prend conscience, depuis deux ans, de l'ampleur de la tâche qui l'attend, s'il veut échapper à un scénario cauchemardesque. Le concept d'actifs échoués (également appelés « irrécupérables », voire « pourris ») désigne les investissements et crédits victimes d'une dépréciation imprévue et radicale. L'expression a gagné en popularité avec la montée en puissance de la transition énergétique et le retentissement des derniers rapports du GIEC (Groupe d'experts

**99 %**  
des actifs sous  
gestion dans  
le monde ne  
seraient pas  
alignés sur  
l'accord de  
Paris, selon le  
Carbon Disclosure  
Project.

intergouvernemental sur l'évolution du climat) et de l'Agence internationale de l'énergie (AIE). Le dernier en date, publié au mois de mai dans l'optique de la COP 26, a mis un coup de pression. Pour arriver à une neutralité carbone en 2050, il faudrait renoncer à tout nouveau projet fossile. Banques et assureurs s'emparent sérieusement du sujet. Mais les sociétés de gestion n'ont pas intégré ces nouveaux risques à leurs politiques d'investissement. Selon l'agence de notation financière Moody's, près de 22 000 milliards de dollars de prêts et investissements détenus par des institutions financières dans le périmètre du G20 seraient exposés aux secteurs à forte intensité de carbone, et 30 % de ce montant serait constitué d'actifs des sociétés de gestion. Selon le Carbon Disclosure Project (CDP), ce sont 99 % des actifs sous gestion dans le monde qui ne seraient pas alignés sur l'accord de Paris sur le climat, adopté en 2015.

### Le retard s'accumule chez les sociétés de gestion

● Selon le dernier rapport de l'ACPR et l'AMF sur le suivi et l'évaluation des engagements climatiques des institutions financières, publié en octobre, la plupart des grands gérants de la Place ont désormais une politique « charbon ». 15 sociétés de gestion de

**Aucune société de gestion n'intègre dans sa politique l'arrêt du développement de nouvelles capacités de pétrole et de gaz dès 2021, comme le recommande l'AIE.**

portefeuille (SGP) sur les 20 analysées ont fixé une date de sortie, au lieu de trois un an plus tôt. Mais « sur les 20 principales SGP en termes d'encours, seules six disposent d'une politique relative aux énergies fossiles autres que le charbon », notent les auteurs.

● Une seule indique une sortie du secteur pétrolier à horizon 2050, et justifie une présence dans le secteur gazier à cette période. Aucune n'intègre dans sa politique l'arrêt du développement de nouvelles capacités de pétrole et de gaz dès 2021, comme le recommande l'AIE. Trois SGP traitent de l'exploration

ou du développement de nouvelles capacités pour les sables bitumineux ou en Arctique.

« Autant la notion de finance verte et durable s'est développée dans les sociétés de gestion, autant la partie risques est très en retard », constate Julie Evain, chercheuse en finance, investissement et climat chez I4CE. Pourtant, depuis 2015 et l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte, ces sociétés ont l'obligation de préciser comment elles prennent en compte les risques de transition et les risques physiques.

### Risque de transition et risque physique

Aujourd'hui, le constat ressemble à une alerte. Au cours de la décennie, « les entreprises qui tarderont à réduire l'empreinte carbone de leurs fonds d'investissement seront exposées à un risque de réputation », prévenait le 12 octobre dernier Sean Marion, directeur général de Moody's, dans un rapport sur la décarbonation du secteur financier. Les gestionnaires d'actifs qui disposent des plus fortes concentrations d'actifs sous gestion dans les secteurs à fortes émissions de gaz à effet de serre devraient être les plus durement touchés. « Les premiers actifs échoués se sont déjà matérialisés, observe Thibaud Clisson, analyste ESG de BNPP AM. Certaines centrales électriques au gaz et au charbon en Europe ont dû être dépréciées avant la fin de leur vie théorique. Et plus récemment, cela a été le cas pour les actifs pétroliers de type sable bitumineux au Canada. »

La valorisation des entreprises qui détiennent d'importantes réserves d'énergies fossiles concentre aujourd'hui l'attention. Mais le périmètre des actifs échoués pourrait s'étendre bien au-delà des seules firmes pétrolières ou gazières. « Toutes les entreprises qui utilisent de l'énergie fossile et qui ne sont pas en train de réorienter leur activité en faveur de la transition énergétique sont potentiellement menacées par le risque de devenir des actifs échoués », résume Thibaud Clisson. Parmi les secteurs considérés comme les plus à risque aujourd'hui figurent la construction automobile et le transport aérien. Selon un rapport du CAPA (Centre for Aviation), des compagnies aériennes pourraient faire faillite d'ici trois à cinq ans, faute de pouvoir financer leur décarbonation. « Mais il ne faut pas perdre de vue d'autres entreprises en deuxième ligne, prévient, prudente, Aurélie Baudhuin, directrice de la recherche ISR chez Meeschaert Amilton AM. Il est important pour nous d'avoir une approche

globale quand il faut évaluer les enjeux climatiques et environnementaux de n'importe quel secteur d'activité. » Un premier risque, dit « de transition » résulte des effets de la mise en place d'un modèle économique bas carbone. Le facteur déclenchant est très souvent une décision politique, telle que la mise en place d'un prix du carbone ou d'une nouvelle réglementation. Mais les préoccupations des investisseurs ne se limitent déjà plus à ce seul risque de transition. Le risque physique, résultant des dommages directement causés par les phénomènes météorologiques et climatiques, a donné lieu à une prise de conscience brutale en juillet dernier, lors des inondations en Allemagne et en Belgique. « Les risques physiques constituent un enjeu majeur de l'intégration dans l'évaluation des risques, considère Aurélie Baudhuin. Les entreprises ont parfois implanté leurs usines sur des



**Thibaud Clisson**, analyste ESG, BNPP AM

« Toutes les entreprises qui utilisent de l'énergie fossile et qui ne sont pas en train de réorienter leur activité en faveur de la transition énergétique sont potentiellement menacées par le risque de devenir des actifs échoués. »

zones côtières : il faut désormais se demander s'il y a un risque d'inondation, ou un autre risque de catastrophe naturelle. Cette problématique concerne aussi bien les entreprises industrielles que les assureurs. Elle doit être intégrée dans le modèle de valorisation. » Pour l'heure, les risques physiques restent très peu pris en compte. « Certaines installations immobilières très coûteuses ont été construites dans des zones à risque, et pourraient un jour subir une perte de valeur assez importante, estime Julie Evain, chercheuse en finance, investissement et climat chez I4CE (Institute for Climate Economics), association fondée par la Caisse des dépôts et l'Agence française de développement. Les actifs immobiliers pourront aussi constituer des actifs échoués à plus long terme. Et on sait à quel point des pertes immobilières peuvent déclencher des crises économiques bien plus larges. »

### Un cadre réglementaire qui oriente les flux d'investissement

Les entreprises communiquent désormais sur leurs objectifs d'alignement sur l'accord de Paris afin de réduire leurs émissions de CO2. « Tout l'enjeu consiste à interpréter l'accord de Paris sur le plan opérationnel », explique Aurélie Baudhuin. Un nouveau cadre réglementaire pourrait préciser encore les contours des prochains actifs dévalorisés : la taxonomie européenne, nouveau système de classification des actifs selon leur durabilité environnementale et sociale. « La taxonomie va réorienter les flux d'investissement vers certaines technologies et activités, en désignant ce qui est considéré comme vertueux ou pas, souligne Thibaud Clisson. Cela peut accélérer l'émergence de technologies qui ont aujourd'hui du mal à entrer en compétition avec les énergies fossiles, qu'elles sont censées remplacer. » Ou, à l'inverse, précipiter l'échouement d'autres industries prospères. D'où l'enjeu actuel, pour la France, de faire reconnaître le nucléaire parmi les énergies les moins carbonées selon la taxonomie européenne. « Les investisseurs institutionnels français continueront certainement à suivre le gouvernement français dans sa politique, mais il n'est pas sûr que les investisseurs étrangers en fassent autant, estime Julie Evain. Même EDF se structure actuellement de façon à séparer ses activités nucléaires du reste de ses activités énergétiques, afin de faciliter les opérations de financement. »

La perte de valeur des actifs peut résulter de dynamiques économiques, sociales et politiques plus larges qu'un changement de réglementation. « L'Allemagne avait initialement prévu sa sortie du charbon pour 2038, rappelle Julie Evain. Elle essaye à présent de renégocier une sortie dès 2030, en prévoyant des indemnités pour les producteurs d'énergie charbon. » La pression du public pousse au désinvestissement. « Les choix technologiques et les habitudes de vie peuvent entraîner des changements bien plus rapides que prévu, et déclen-



**Aurélie Baudhuin,**  
directrice de la recherche  
ISR, Meeschaert Amilton AM

« Les risques physiques constituent un enjeu majeur de l'intégration dans l'évaluation des risques. Les entreprises ont parfois implanté leurs usines sur des zones côtières : il faut désormais se demander s'il y a un risque de catastrophe naturelle. »

Selon une étude de Reclaim Finance, **16 sociétés de gestion sur 29 ont pris des engagements à long terme en faveur du climat, mais la quasi-totalité n'a fait aucun premier pas en vue de sortir du charbon.**

cher l'apparition d'actifs échoués, reprend Julie Evain. Les véhicules électriques connaissent actuellement un essor important. Certains ménages, plutôt que d'acheter une deuxième voiture, optent pour le vélo électrique. La sortie des véhicules thermiques pourrait se faire plus vite que prévu par les pouvoirs publics et les constructeurs. » L'échéance dépend de la rapidité du développement des technologies alternatives, de la mise en place de régulations venant limiter l'usage d'un produit vieillissant, de l'augmentation du prix du carbone dans un marché réglementé, ou encore du rythme d'adoption par les clients de produits plus vertueux. « Quand il y a une attente forte de la population, les décideurs publics prennent conscience de la nécessité d'y répondre et mettent en place une réglementation favorable, analyse Thibaud Clisson. Et lorsqu'il y a un cadre réglementaire, clair, visible et ambitieux, les industriels prennent des mesures qui favorisent cette transition. »

### Des risques importants pour les sociétés de gestion

Alors que « la maison brûle », les sociétés de gestion sont restées étonnamment attentistes jusqu'à présent. Une enquête de l'ONG Reclaim Finance, publiée en avril, sur les engagements climatiques des principaux gestionnaires d'actifs dans le monde montrait que 16 sociétés de gestion sur 29 avaient pris des engagements à long terme en faveur du climat, mais que la quasi-totalité n'avait fait aucun premier pas en vue de sortir du charbon. Des mesures qui n'auguraient pas en faveur des capacités de la profession à faire face aux risques de marché liés à la transition carbone. Le mouvement est pourtant bel et bien enclenché. « Ce qui est certain, c'est que le statu quo actuel ne perdurera pas, estime Thibaud Clisson. Les entreprises qui ne s'adapteront pas à la transition feront face à une dépréciation accélérée de leurs actifs les moins alignés. Le rythme de cette transition va bien sûr dépendre de l'activité, de la zone géographique, du calen-



drier réglementaire, du développement des technologies alternatives et de l'adoption par les clients. »

L'industrie de la gestion d'actifs ne pourra pas se contenter encore longtemps d'un rôle d'observateur. « Il y a une demande croissante de la part de nos clients pour des produits de moins en moins carbonés, ainsi qu'une demande du régulateur de prise en compte des risques de transition dans nos décisions d'investissement, rappelle Thibaud Clisson. La non-prise en compte de ces attentes représente un risque pour les gérants qui n'y répondraient pas de manière satisfaisante. » Un risque à la fois réglementaire, commercial et financier. « Détenir des parts importantes d'entreprises elles-mêmes exposées à ces actifs échoués constitue un risque financier, complète Thibaud Clisson. Un gérant qui n'aurait pas pris en compte ce risque dans la construction de son portefeuille pourrait faire perdre énormément d'argent à ses clients. » La tentation pourrait être grande de se débarrasser des actifs les plus menacés de décote, de les revendre avant qu'il soit trop tard. « Le désinvestissement ne doit pas se faire brutalement, au risque de déclencher ce que les observateurs, régulateurs et superviseurs redoutent le plus : une transition désordonnée, où tout le monde se retire d'un coup, et qui mettrait en danger l'économie », prévient Julie Evain.

### La cession des actifs charbon en question

Depuis deux ans, les investisseurs institutionnels ont commencé à se délester de leurs activités pétrolières les plus encombrantes. Une initiative médiatique très applaudie, mais qui n'a pas manqué de créer un effet d'aubaine pour certains fonds spéculatifs, peu scrupuleux, et ravis d'acquérir à bas prix des actifs carbonés encore très rentables. « Ces hedge funds ne font qu'empiler les risques chez eux, et ils seront confrontés à un mur, qui pourrait arriver assez tôt, prévient Paul Schreiber, chargé de campagne régulation des acteurs financiers



**Paul Schreiber**, chargé de campagne régulation des acteurs financiers, Reclaim Finance

« L'engagement actionnarial sans menace ne sert à rien. Un investisseur doit faire savoir qu'une entreprise qui n'apporterait pas les réponses attendues en matière climatique dans un délai clairement défini sera exclue. »

chez Reclaim Finance. Et si, à terme, ils continuaient de spéculer sur ces actifs, il appartiendrait au régulateur financier d'intervenir. » Il n'en reste pas moins que la stratégie du désinvestissement avec cession des actifs est de plus en plus critiquée pour son action contre-productive. « La volonté des investisseurs institutionnels de sortir du charbon est compréhensible, mais la façon dont ils le font jusqu'à présent ne change rien au climat, explique Julie Evain. Lorsqu'un investisseur institutionnel désinvestit, il revend à des entités moins régulées que lui. Ce qui pose la question de l'efficacité climatique du désinvestissement. »

Pourtant, la plupart des sociétés de gestion se montrent peu pressées d'afficher un comportement vertueux, selon le rapport de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur le suivi et l'évaluation des engagements climatiques des institutions financières, publié le 26 octobre dernier. « Dans l'analyse des stratégies de sor-

## Le risque de transition menace aussi les actifs immobiliers

● Dans un rapport de février 2020 intitulé « Gérer les risques climatiques et mesurer leur impact sur la valeur des actifs », la société de gestion d'actifs immobiliers AEW, filiale de Natixis IM, analyse les deux types de risques susceptibles de mener à l'échouement : les risques physiques dus aux tempêtes, inondations, sécheresses et submersions ; et les risques liés au processus d'adaptation au changement climatique, notamment les législations et les normes de construction nationales.

● Les experts d'AEW analysent la temporalité du risque d'échouement d'un portefeuille se composant d'un bâtiment logistique en République tchèque, d'un centre commercial en Allemagne et d'un immeuble de bureaux en Île-de-France. Selon eux, le non-respect des objectifs de consommation d'énergie définis par l'Union européenne n'entraînera probablement pas l'échouement de ces actifs à court terme. Mais si les autorités venaient à se montrer plus strictes, le risque financier augmenterait d'autant.

● Les auteurs de l'étude envisagent également la possibilité d'une nouvelle taxe carbone à l'échelle européenne, visant à accélérer la décarbonation de l'immobilier. Celle-ci « pourrait entraîner l'échouement des actifs dont l'efficacité énergétique est faible, et qui présentent une forte intensité en GES », concluent-ils.



tie du charbon des émetteurs, très peu de sociétés de gestion de portefeuille (SGP) requièrent que les "actifs charbon" soient fermés et non cédés, relèvent les auteurs. Alors que la cession d'un actif charbon n'a pas d'effet sur les émissions de gaz à effet de serre (GES) au niveau global, leur fermeture, oui. Une seule SGP s'est explicitement engagée à ne conserver que les entreprises qui ont des plans de fermeture ou de transformation d'actifs, et non leur cession, et prend en compte les conditions dans lesquelles ces opérations sont réalisées, leur impact social et sociétal notamment. »

### Une efficacité encore à démontrer pour l'engagement actionnarial

Dans ces conditions, l'engagement actionnarial apparaît comme une alternative intéressante au désinvestissement, dans une démarche « Net-zéro ». « Nous avons besoin d'investisseurs qui acceptent de rester dans les entreprises et exigent de leur part des plans de transition sérieux, envisageant la clôture, et non la revente, de sites », précise Julie Evain. En mai 2020, lors de l'assemblée générale annuelle de TotalEnergies, 11 investisseurs, dont la société de gestion Meeschaert Amilton AM, avaient demandé à la compagnie d'aligner ses activités sur l'accord de Paris. « Notre résolution a réuni au final 1,35 % du capital de l'entreprise », se souvient Aurélie Baudhuin. Du jamais vu. « Notre engagement actionnarial se poursuit aujourd'hui au sein de la coalition d'investisseurs Climate action 100+, qui engage le dialogue avec les plus grandes entreprises émettrices de gaz à effet de serre », souligne Aurélie Baudhuin. Même si le plan de transition de TotalEnergies n'est pas encore à la hauteur de toutes les espérances, les investisseurs



**Julie Evain**, chercheuse en finance, investissement et climat, I4CE

« Le désinvestissement ne doit pas se faire brutalement, au risque de déclencher ce que les observateurs, régulateurs et superviseurs redoutent le plus : une transition désordonnée, où tout le monde se retire d'un coup, et qui mettrait en danger l'économie. »

ont réussi leur pari, au moins en termes de communication. Ce qui n'était pas gagné. « Pour les investisseurs, le choix d'un accompagnement de la transition des actifs bruns est sans doute plus difficile à justifier auprès du grand public qu'un désinvestissement, mais l'efficacité sur le climat pourrait être meilleure », espère Julie Evain. Le dialogue et les promesses risquent cependant de ne pas suffire. « L'engagement actionnarial sans menace ne sert à rien, estime Paul Schreiber. Un investisseur doit faire savoir qu'une entreprise qui n'apporterait pas les réponses attendues en matière climatique dans un délai clairement défini sera exclue. » L'exclusion pourrait bien devenir l'arme ultime de l'investisseur en ces temps de changement climatique. ■

Géraldine Dauvergne

Geraldinedauvergne

## ANALYSE



**Lætitia Baldeschi**, responsable des études et de la stratégie, CPR Asset Management

### Le retour du débat sur l'inflation

La publication d'indices de prix supérieurs aux attentes en septembre a contribué à relancer le débat sur l'inflation. L'analyse détaillée de ces chiffres ne doit en effet pas faire abstraction du caractère somme toute généralisé de la hausse des prix. Celle-ci s'observe dans un nombre croissant de composantes des indices, ce qui dépasse le cadre de la réouverture des économies post-crise sanitaire. A cela il convient d'ajouter la crise énergétique particulièrement vive en Europe, avec, d'une part, la hausse du prix du pétrole et, d'autre part, la hausse du prix du gaz par insuffisance de l'offre dans un contexte géopolitique et météorologique particulier. Celle-ci, qui pourrait durer jusqu'au printemps prochain, devrait

freiner la demande, en entamant le pouvoir d'achat des ménages européens pourtant préservé au plus fort de la crise sanitaire. Du côté de l'offre également, les tensions sur les prix des matières premières, les pénuries, les coûts du transport sont autant de facteurs haussiers pour les coûts des entreprises, tentées de répercuter cela sur leurs prix de ventes. Les sources d'inflation sont donc multiples. Cette inflation est-elle toujours qualifiable de temporaire ? Rien n'est moins sûr. Et les derniers discours des banquiers centraux commencent à distiller le doute sur cette affirmation. La remontée des taux nominaux et des anticipations d'inflation des marchés indique que les investisseurs commencent eux aussi à douter.

**DOSSIER**  
**ACTIFS**  
**ÉCHOUÉS**

# Banques - Le désengagement sera progressif



Les banques doivent cesser progressivement leurs prêts aux entreprises du secteur des énergies fossiles. Sans quoi, elles devront faire face, à terme, à une accumulation d'actifs échoués, autrement dit, s'agissant des bilans bancaires, de prêts à très haut risque de défaut. Ce constat fait l'unanimité, aussi bien parmi les ONG préoccupées par la lutte contre le changement climatique qu'au sein des autorités de supervision ou des agences de notation. En cas de trop grand retard de la transition énergétique, qui entraînerait un changement brutal, la probabilité de défaut des emprunteurs dans certains secteurs, comme le raffinage, pourrait être multipliée par 5, estime la Banque de France. Les banques, elles-mêmes, ne nient pas la nécessité d'agir. Mais l'ampleur du problème et

le rythme adopté pour mettre fin au financement de ces secteurs à risque font débat. Pour les ONG, l'urgence est absolue. Au point que certaines d'entre elles ne pensent pas que les banques puissent réellement prendre en compte cette problématique sans intervention publique, tant le niveau des engagements apparaît important : il a en effet été estimé à près de 10 % des crédits des banques aux entreprises. Une intervention qui serait nécessaire pour éviter une crise comparable à celle des subprimes, estime un rapport publié par Reclaim Finance et l'Institut Rousseau, réalisé par l'économiste Gaël Giraud et le responsable RSE-conformité de Natixis, Christian Nicol, qui signe en tant qu' élu local et militant écologiste, l'étude n'engageant pas cette banque. Les grandes banques estiment au contraire être suffisamment armées pour prendre en compte le changement climatique, progressivement. Entre les deux, le ministre de l'Economie Bruno Le Maire affirme qu'elles doivent accélérer le processus de désengagement des énergies fossiles. Il attend d'elles des engagements précis pour le mois de

Moins engagées que leurs homologues américaines dans le financement des énergies fossiles, futurs actifs échoués, les banques européennes, notamment françaises, vont devoir tout de même réduire leur exposition. Une évolution qui devrait s'accélérer sous la pression réglementaire.

mars, avec une « trajectoire crédible, transparente, et un calendrier contraignant ».

## Les banques françaises les plus engagées en Europe

Le rapport de Reclaim Finance évalue précisément les engagements des grandes banques de la zone euro s'agissant des « actifs fossiles ». Des engagements qui atteignent 532 milliards d'euros au total pour ces grands établissements, selon les calculs des auteurs. Les banques françaises se taillent la part du lion, avec 260 milliards. Sur la base des déclarations des six premières banques françaises elles-mêmes,

leur régulateur, l'ACPR, parvient à un montant inférieur, mais non négligeable, de 199 milliards d'euros d'engagements en matière de financement des énergies fossiles, dont 114 milliards au titre des prêts bancaires et 85 milliards de positions hors bilan, liées à l'utilisation de dérivés, par exemple.

Le financement du charbon est aujourd'hui marginal : l'ACPR l'évalue à seulement 5,4 milliards d'euros pour les six grandes banques françaises. Concernant les gaz de schistes et autres hydrocarbures « non conventionnels », l'exposition est relativement stable depuis cinq ans, estimée à 19 milliards d'euros. Et

## Commerzbank en tête des financements fossiles en Europe

Banques	Crédits aux énergies fossiles, en % du total des crédits
Commerzbank	8,2 %
Crédit Agricole	6,4 %
Unicredit	6,1 %
BBVA	5,5 %
Société Générale	5,3 %
Deutsche Bank	4,9 %
BPCE	4,7 %
ING Group	4,6 %
Intesa Sanpaolo	4,5 %
BNPP	4,4 %
Santander	3,5 %

Source: Reclaim Finance

**Près de 10 %**  
des crédits accordés par  
les banques françaises  
aux entreprises  
financent l'énergie  
fossile.



les grandes banques françaises se sont d'ailleurs engagées à ne plus soutenir, dès 2022, ce type de projet. En revanche, le financement des hydrocarbures conventionnels (pétrole, gaz), continue, lui, de progresser. L'exposition totale des grandes banques atteignait 174 milliards fin 2020, en progression de 19 % par rapport à 2015.

### De grandes différences entre établissements

Tous les établissements financiers ne sont pas logés à la même enseigne. Si la Banque Postale et le groupe Crédit Mutuel ont pu annoncer récemment qu'ils cessaient tout financement des activités liées aux énergies fossiles, excluant le pétrole et le gaz après le charbon, c'est parce que leur exposition était déjà très faible. Elle atteint seulement 1,2 milliard d'euros au total pour la Banque Postale, 4 milliards pour Crédit Mutuel. Il n'en va pas de même pour les quatre autres grandes banques françaises. Si l'on considère les seuls prêts accordés (sans produits dérivés), le groupe Crédit Agricole apparaît le plus exposé, avec 53 milliards d'euros de crédits aux énergies fossiles à son bilan, suivi de BNP Paribas (41 milliards), selon l'étude de Reclaim Finance et de l'Institut Rousseau. Mais, comme l'ACPR, les auteurs entendent considérer plus globalement l'exposition des banques, en prenant en compte également les actifs d'investissement figurant à leur bilan, comme des opérations de REPOS, et les dérivés hors bilan qui peuvent avoir un lien avec les actifs fossiles. Sur la base de cette évaluation plus exhaustive, BNP Paribas repasse devant le groupe Crédit Agricole, avec une exposition aux actifs fossiles à hauteur de 80 milliards d'euros, contre 71 milliards pour Crédit Agricole. BPCE (qui inclut Natixis, finan-

ceur de projets « bruns ») et Société Générale sont quasiment au même niveau, avec 55 et 54 milliards d'engagements. Il faut bien sûr pondérer ces chiffres par le total des engagements de ces banques, tous secteurs confondus. Il apparaît alors que Crédit Agricole affiche le ratio crédits aux énergies fossiles / total des crédits le plus élevé pour les banques françaises, avec un 6,4 % (cf. graphique). Un chiffre corroboré par l'ACPR, qui souligne l'hétérogénéité des banques françaises, s'agissant de l'exposition au pétrole et au gaz. Le régulateur relève que « l'éventail de l'exposition (des six grandes banques françaises) va, pour les prêts, de 0 à 6,9 % du total de leur crédit ». Même si l'ACPR ne le précise pas, ce chiffre de 6,9 % correspond donc à l'exposition du groupe Crédit Agricole au pétrole et au gaz, en proportion de l'ensemble de ses crédits.

**L'exposition des grandes banques françaises aux énergies fossiles va de 0 à 6,9 % de tous leurs crédits, selon l'ACPR.**

### Des ratios bien supérieurs pour les banques américaines

A l'étranger, d'autres banques se situent bien au-delà. En Europe, c'est la Commerzbank qui affiche le financement le plus important accordé aux énergies fossiles, puisque les prêts à ce secteur représentent 8,2 % de ses crédits. Mais la situation est bien pire pour les banques américaines. 13 % des crédits de Citi Group vont aux énergies fossiles. Le record est atteint par Wells Fargo, avec 45 % de ses prêts pour ce secteur « brun ».



**Frank Krings**, président, Deutsche Bank France, CEO Europe de l'ouest

**« Nous faisons tout pour convaincre nos clients qui doutent encore de l'urgence de l'action face au changement climatique. »**

Les grandes banques européennes ne contestent pas les estimations qui les concernent. Elles récusent en revanche le scénario noir élaboré par les ONG, sur la base de ces chiffres bruts. Pour Reclaim Finance, la valeur des actifs fossiles pourrait tomber à zéro. Les pertes subies par les banques absorberaient alors la totalité de leurs fonds propres, et même au-delà. « L'idée que l'ensemble des actifs fossiles perdrait toute leur valeur me paraît exagérée, affirme un expert proche des autorités monétaires. Les énergies fossiles ne disparaîtront pas totalement, et l'Arabie saoudite table, par exemple, sur un prix d'équilibre du pétrole proche de 12 dollars le baril à très long terme. »

### Le private equity relais de financement pour le charbon

Il n'empêche qu'il y a urgence à agir. Mais les banques, dans une logique de préservation de leur business model, ne prennent aucune décision radicale. L'idée prédominante est qu'il ne servirait à rien de couper les financements à tel ou tel pétrolier, qui trouverait les crédits nécessaires auprès d'un établissement financier moins regardant. « On le voit déjà avec le charbon, qui n'est plus financé par les

banques, le private equity a pris le relais pour une bonne part », souligne un haut fonctionnaire proche du dossier. Pour autant, « la complexité de la tâche ne doit pas être une excuse pour l'inaction ou la complaisance », estime Frank Krings, de Deutsche Bank pour l'Europe de l'Ouest. Bien sûr, « il y aura des acteurs opaques ou peu scrupuleux qui chercheront à profiter du problème des actifs échoués ». D'où l'importance de la transparence. « Le système financier et politique devra garantir que les futurs actifs bloqués restent sur l'écran radar de toute la communauté civile et financière », souligne le banquier.

En tout état de cause, les banques, sous pression politique, devraient finir par abandonner le financement des énergies fossiles. « Nous faisons tout pour convaincre nos clients qui doutent encore de l'urgence de l'action face au changement climatique, poursuit Frank Krings. Ceux qui ont la volonté de se transformer et une stratégie cohérente seront accompagnés par Deutsche Bank dans leur transition. » Cela signifie clairement, en creux, que les entreprises sans plan de sortie du fossile ne seront plus financées... ■

Ivan Best  
 @Iv\_Best





Le nombre de salariés des fintechs pourrait passer de 26 000 aujourd'hui à 40 000 d'ici la fin de l'année prochaine. Ces jeunes pousses, dont la taille ne cesse de croître, recherchent des profils de plus en plus diversifiés, dans des domaines comme l'informatique, la vente, le droit bancaire et la finance d'entreprise.

## Ressources humaines

# Fintechs : les recrutements explosent

**E**n cette année 2021, la Fintech française connaît un développement sans précédent. Depuis janvier, l'écosystème a levé 2,1 milliards d'euros, un montant en augmentation de 120 % sur un an, selon un panorama de France FinTech et Bpifrance publié en octobre dernier. Le secteur compte aujourd'hui plus de 730 entreprises évoluant dans les nouveaux services bancaires, l'assurance, la conformité réglementaire, les placements patrimoniaux, les financements et les services opérationnels, soit trois fois plus qu'en 2018. Parmi celles-ci, 7 licornes – Alan, Shift, Ivalua, Ledger, Dataiku, Kyriba et Swile – sont aujourd'hui valorisées plus d'un milliard d'euros. Corollaire de cette expansion, les fintechs multiplient les recrutements : si 8 000 salariés travaillaient dans ces jeunes pousses en 2018, leur nombre atteignait 26 000 à la fin du premier semestre 2021, et pourraient atteindre 40 000 d'ici la fin de l'année prochaine, selon un sondage réalisé dernièrement par France FinTech auprès de ses 250 adhérents. « Cette augmentation en volume s'accompagne d'une diversification des profils recherchés qui transcende largement les spécialités technologiques », indique Alain Clot, président de l'association.

**La Fintech française compte aujourd'hui quelque 730 entreprises, dont 7 licornes valorisées plus d'un milliard d'euros.**

Bien sûr, les fintechs, entreprises « digital native » par essence, plébiscitent plus que jamais ces profils. Les développeurs, codeurs, « data scientists », statisticiens et autres « chief technical officers » constituent aujourd'hui, en moyenne, près des deux tiers de leurs forces vives, et pourraient compter pour un tiers de leurs embauches au cours des quatorze prochains mois, selon France FinTech. La demande est telle que les jeunes pousses, qui se livrent une compétition féroce, peinent à pourvoir tous leurs postes. « La France forme d'excellents codeurs, data scientists et ingénieurs, mais leur nombre est encore très insuffisant en dépit de la multiplication des formations ! », déplore Alain Clot. Heureusement pour elles, de plus en plus de start-up disposent, grâce à leurs tours de table, des ressources financières nécessaires à la constitution de packages de rémunération attractifs. « Le salaire fixe moyen d'un développeur ou d'un codeur avec deux ou trois ans d'expérience peut, dans les fintechs en phase d'industrialisation, facilement dépasser les 60 000 euros brut, note Adrien Choquet, gérant au sein du cabinet de conseil en fusions-acquisitions Gimar & Co. Celui-ci est généralement complété par des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) ou des bons de souscription

d'actions (BSA) qui ont pour avantage d'inciter les talents à s'engager durablement dans les structures. »

### Une internationalisation croissante

Dans le même temps, les fintechs tricolores étoffent leurs fonctions dites « opérationnelles ». Elles recrutent notamment des commerciaux ou « business developers » dont la mission consiste à trouver de nouveaux débouchés au sein du monde bancaire, assurantiel et corporate. « Plus des deux tiers des fintechs tricolores évoluent aujourd'hui dans le BtoB », rappelle Maximilien Nayaradou, directeur général du pôle Finance Innovation. Parmi ces commerciaux, les « responsables partenariats » se voient confier des prérogatives bien spécifiques. « Ils sont plus particulièrement chargés d'identifier les prospects et les interlocuteurs idoines au sein des organisations ciblées », détaille Alain Clot.

D'ici à la fin de l'année prochaine, ces profils pourraient représenter environ 15 % des recrutements de l'écosystème, selon France FinTech. « L'internationalisation d'un nombre croissant de start-up françaises, favorisée par l'amplification des tours de table, dope les embauches de commerciaux », note Adrien Choquet. Après avoir levé 200 millions d'euros il y a quelques semaines, Swile, spécialiste de la dématérialisation des titres-restaurants et des titres-cadeaux d'entreprise, projette ainsi de prendre pied en Amérique du Sud dans les deux ans et d'embaucher plus d'une centaine de « business developers » français et locaux.

### Des DAF présents très en amont

Experts du marketing, de la communication, du design produit, de l'expérience utilisateurs (ou « user experience ») et de la prévention des risques figurent également parmi les profils « opérationnels » les plus recherchés par l'écosystème. Tous sont concernés par une tendance de fonds. « De plus en plus de candidats à ces postes sont issus du monde financier traditionnel, relève Maximilien Nayaradou. Ces professionnels recherchent un environnement de travail plus flexible et davantage tourné vers l'innovation que celui dans lequel ils évoluaient jusqu'alors. » De leur côté, les recruteurs sont facilement séduits par leurs compétences et par leur connaissance des rouages de la finance conventionnelle. « Il n'est plus du tout rare de



**Alain Clot**, président, France FinTech

« La France forme d'excellents codeurs, data scientists et ingénieurs, mais leur nombre est encore très insuffisant en dépit de la multiplication des formations ! »

voir, par exemple, des fintechs actives dans le domaine du financement recruter des analystes crédit ou des experts du scoring bancaire passés par de grands établissements et capables de manipuler des outils d'évaluation inspirés de ceux de ces acteurs historiques », témoigne Adrien Choquet.

Pour leur part, les regtechs, fintechs qui interviennent auprès des institutions financières pour faciliter leur processus de mise en conformité, ciblent plus spécifiquement des experts du droit. Ces spécialistes comptent aussi parmi les profils les plus recherchés par les fintechs détentrices ou qui cherchent à se doter d'un agrément délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et/ou l'Autorité des marchés financiers (AMF). « Ces collaborateurs sont appelés à superviser le processus d'obtention de l'agrément et à assurer le suivi des procédures de contrôle du régulateur », détaille Alain Clot. Si ces missions sont encore confiées la plupart du temps à des cabinets d'avocats, un nombre croissant d'entreprises choisissent d'internaliser ces tâches par souci d'économie.

### Une extrême polyvalence

Dans ce contexte effervescent, les fonctions finance feraient presque pâle figure. Selon France FinTech, elles pourraient être concernées par moins de 2 % des recrutements anticipés par les fintechs d'ici fin 2022. La réalité est en fait plus nuancée. « La constitution de la direction financière et/ou la nomination d'un DAF surviennent généralement très tôt dans la vie des fintechs – comme des start-up – puisqu'elles coïncident avec leurs premières levées de capital-risque. Le ou les financiers vont être chargés de superviser le financement, puis de produire les reportings et les indicateurs de performance requis par les investisseurs, indique Alain Clot. Par la suite, il est normal que l'accroissement des fonctions finance cède provisoirement le pas au développement technologique ou commercial des jeunes pousses. » Par conséquent, exercer le métier de financier dans une fintech est souvent loin d'être une sinécure : la taille réduite des effectifs appelle une extrême polyvalence des équipes dans un contexte d'intense accélération. ■ Thomas Feat [@TomFeat](#)

### Trois segments très porteurs de la Fintech

● Les financements, la prévention des risques juridiques et financiers, et l'accompagnement des directions financières sont les trois segments de la Fintech française qui concentraient le plus d'emplois à la mi-2021, selon France FinTech. Près de 17 000 salariés travaillaient dans l'une des 400 entreprises évoluant dans ces trois disciplines. Ces entreprises, qui ont levé près de 1,4 milliard d'euros depuis janvier, sont susceptibles de connaître un développement très fort dans les prochaines années.

## DIRECTIONS FINANCIÈRES



### Saur Patrick Martin

est nommé **directeur financier international** du groupe Saur. Diplômé de l'Institut franco-

américain, il a démarré sa carrière en 1993 comme directeur financier d'Otis Elevator avant d'être promu, trois ans plus tard, opérations analysis manager puis area controller en 1998. Poste qu'il exercera deux ans plus tard pour Gemplus International-Gememos France. En 2001, il réintègre le groupe Otis Elevator pour devenir directeur administratif et financier Eastern Europe à Moscou. Six ans plus tard, il est promu director of FP & A and manufacturing puis, en 2009, directeur financier South Europe and Middle East à Madrid. En 2014, il rejoint United Technologies comme vice president finance, South Europe avant d'être nommé vice president finance Europe, Middle East & Africa. Il était vice president finance EMEA d'Otis Elevator depuis janvier 2016.

## BANQUES



### ODDO BHF Philippe Duval,

60 ans, est nommé **responsable du développement de l'offre aux entreprises familiales**.

Diplômé de l'Institut d'administration des entreprises (IAE) de Lille et titulaire d'un DEA en sciences de gestion, il a démarré sa carrière en 1989 comme directeur marketing marché des entreprises à la Banque de Savoie. Quatre ans plus tard, il devient directeur corporate banking chez ABN AMRO Bank. En 2001, il intègre la banque Lazard comme banquier privé senior avant d'être nommé, un an plus tard, directeur régional Sud Est chez Edmond de Rothschild. En 2012, il y est promu directeur du développement. Il était CIO d'Edmond de Rothschild Corporate Finance depuis 2016.



### Natixis Corporate & Investment Banking Patrick Rouvillois,

53 ans est nommé **responsable du Tech Hub** de Natixis Corporate & Investment Banking. Ce Mines ParisTech a débuté sa carrière en 1991 en qualité d'ingénieur-chercheur sur le changement climatique et le cloud computing à San

Francisco chez Lawrence Livermore National Laboratory. Trois ans plus tard, il devient consultant au sein du Boston Consulting Group (BCG), en France et en Nouvelle-Zélande. En 2000, il rejoint le groupe Vivendi Universal Net comme directeur de la marque Vizzavi. Il est nommé en 2005 directeur du marketing produit puis du marketing grand public d'Orange à Londres. En 2008, il est directeur exécutif de Carrefour, en charge du marketing, de l'e-commerce et des services marchands. Quatre ans plus tard, il rejoint Barnes & Noble en qualité de directeur général de l'international à Luxembourg. En 2015, il réintègre BCG comme directeur associé digital ventures puis partner et directeur. Il était directeur général innovation et Asie Pacifique d'Edenred depuis décembre 2020.

## CAPITAL-INVESTISSEMENT



### MBO & CO

**Florian Le Vasseur** est promu

**secrétaire général** de MBO & CO. Titulaire d'un master audit expertise de

la Neoma Business School de Rouen et titulaire d'un diplôme supérieur de comptabilité et de gestion, il a débuté sa carrière en 2011 comme senior associate auditor chez S & W Associés-Exco. Il était secrétaire général adjoint de MBO & CO depuis janvier 2016.

## ASSET MANAGEMENT



### Degroof Petercam Asset Management Sam Vereecke

est promu **chief investment officer fixed**

**income** chez Degroof Petercam Asset Management (DPAM). Ce docteur en mathématiques, titulaire de la certification CFA, a démarré sa carrière chez IBM en 1998 comme management consultant. Six ans plus tard, il rejoint Lehman Brothers en tant qu'associate. En 2007, il devient executive director chez Goldman Sachs. Il était portfolio manager chez DPAM depuis 2009 à Bruxelles.



### Peter de Coensel

est promu **chief executive officer** chez Degroof Petercam Asset Management. Titulaire d'un master en sciences

économiques appliquées de l'Université catholique de Louvain, il a démarré sa car-

rière en 2005 comme fund manager corporate bonds chez Capital at Work. Quatre ans plus tard, il rejoint Petercam en qualité de head of corporate bonds à Bruxelles. Il avait été promu chief executive officer Fixed Income de Degroof Petercam Asset Management (DPAM) en janvier 2016.



### La Française Real Estate Managers Cédric Becker,

37 ans, devient **senior asset manager – inves-**

**tisseurs institutionnels internationaux** chez La Française Real Estate Managers. Titulaire d'une maîtrise en finance de l'université Paris-Dauphine et d'un master en finance de l'ESC Business School, il a démarré sa carrière en 2010 comme asset manager chez Aerium Finance Ltd où il sera promu, deux ans plus tard, investment & asset manager. Il était senior asset manager chez Allianz Real Estate depuis janvier 2015.



### Adrien Bérenger,

34 ans, est nommé **senior asset manager stratégies Value Added** chez La Française Real Estate Managers. Diplômé de l'ESG Management

School et de l'Institut d'études économiques et juridiques appliquées à la construction et à l'habitat (ICH), il a démarré sa carrière chez Vinci comme property management. Un an plus tard, il rejoint le département expertise de Knight Frank puis, en 2011, le département asset investment management d'HSBC REIM. La même année, il intègre Union Investment en tant qu'asset manager France. En 2016, il est promu directeur asset management à Bruxelles avant d'être nommé, deux ans plus tard, senior asset manager France à Paris. Il était directeur asset management d'Union Investment depuis avril 2020.



### NextStage AM Florent Saint Leger,

48 ans, est nommé **directeur des investissements cotés** chez NextStage AM.

Diplômé de l'Institut supérieur de gestion, il a démarré sa carrière en 2002 au sein du cabinet d'analyse financière indépendant Associés en Finance. Trois ans plus tard, il devient fund manager chez AGC, poste qu'il exercera à partir de 2009 chez Sunny AM. Il avait créé sa propre société de conseil en investissements financiers, Saint Léger Capital, en 2013.



# Entreprise & expertise

## Fiscal

36

**Télétravail post-Covid: faut-il craindre le risque  
« établissement stable » ?**

*Par CMS Francis Lefebvre Avocats*

L'analyse : [Correction des valeurs d'apport: les principes de la jurisprudence  
Cérès sont-ils applicables en cas de valeur d'apport majorée?](#)

39

*Par Darrois Villey Maillot Brochier AARPI*

## Juridique

40

**La révocation des dirigeants de SAS: entre pouvoir et liberté**

*Par DS Avocats*

L'analyse : [Point sur la circulaire relative à la fraude fiscale du 4 octobre  
2021 : une volonté affichée de durcir la politique pénale en matière de  
fraude fiscale](#)

43

*Par CMS Francis Lefebvre Avocats*

## Comptabilité

45

**La gouvernance des risques, une affaire de poupées russes**

*Par Grant Thornton*

## Gestion privée

46

**Taxation des avoirs étrangers: la présomption de donation  
validée**

*Par Grant Thornton*

## Dossier

47

**Accord politique sur la réforme du système fiscal international**

*Par PwC Société d'Avocats*





Par Céline Pasquier,  
avocate,



et Edouard Guillot,  
avocat,  
CMS Francis Lefebvre Avocats

# Télétravail post-Covid: faut-il craindre le risque « établissement stable » ?

**En période de crise sanitaire liée à la Covid-19, le télétravail généralisé a soulevé des questions en matière d'établissement stable lorsque des salariés ont été amenés à télétravailler d'un pays qui n'était pas celui de l'établissement de leur employeur. L'OCDE a alors publié des orientations afin d'encadrer cette période particulière. En période de retour à la normale post-Covid, la pérennisation du télétravail en France de salariés d'une entreprise établie à l'étranger et le retour à l'application stricte des règles fiscales internationales soulèvent des interrogations concernant le risque de caractérisation d'un établissement stable en France au sens des conventions fiscales.**

**E**n pratique, les circonstances dans lesquelles s'opère la sortie de l'état d'urgence sanitaire depuis le 2 juin dernier recouvrent des réalités de divers ordres, parmi lesquels la réduction/suppression de la contrainte exceptionnelle de santé publique s'imposant aux entreprises et à leurs salariés, la généralisation de la conclusion d'accords de télétravail au sein des groupes, le développement du télétravail pour tous les salariés quels que soient leurs fonctions et leur grade, la réduction des déplacements professionnels, ou encore la réorganisation du temps de travail et des locaux des entreprises, sont autant d'éléments de faits dont la réalisation concomitante pourrait soulever des questionnements en matière d'établissement stable.

L'analyse du risque « établissement stable » ci-après est réalisée sur le fondement de l'article 5 du Modèle OCDE de convention fiscale 2017<sup>1</sup>, tel que modifié dans le cadre de la signature de la Convention multilatérale (« MLI ») le 7 juin 2017. Pour rappel, la France a adopté cette nouvelle définition conventionnelle sans réserve le 7 juin 2017, avec entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019. Cette nouvelle définition s'appliquera sous réserve de réciprocité et en fonction des délais de ratification propres aux pays couverts par des conventions fiscales avec la France<sup>2</sup>.

## La caractérisation d'un établissement stable en application du droit conventionnel: le cas de l'installation fixe d'affaires

Une installation fixe d'affaires s'entend d'un local (peu important que la société en soit propriétaire ou locataire) présentant un caractère de fixité, soit un certain degré de permanence, et servant à l'exercice d'une activité se traduisant par un pouvoir effectif de l'employeur sur l'utilisation du local par son salarié. L'OCDE a précisé dans ses commentaires sur l'article 5 que: « 18. [...] lorsqu'un bureau à domicile est utilisé de manière continue pour l'exercice d'une activité d'entreprise et [...] que l'entreprise a obligé la personne à utiliser les locaux concernés pour l'exercice d'une activité de l'entreprise (notamment en ne fournissant pas de bureau à un salarié alors que la nature même de l'emploi l'exige clairement), le bureau à domicile peut être considéré comme étant mis à la disposition de l'entreprise. [...] 19. [...] les activités exercées depuis un bureau à domicile n'auront souvent qu'un caractère auxiliaire [...] »<sup>3</sup>.

Aussi, à la lecture stricte des commentaires OCDE sur l'installation fixe d'affaires, la disposition d'un bureau à domicile par un salarié ne devrait pas permettre de qualifier une installation fixe d'affaires. Néanmoins, ces commentaires rédigés à une époque où le télétravail était peu répandu pourraient

devoir être relativisés aujourd'hui au vu de la multiplication des accords de télétravail entre les entreprises et leurs salariés. Ce faisant, les questions qui se posent à notre sens avec le plus d'acuité sont celles du caractère de fixité de l'installation et du contrôle effectif exercé par l'employeur. Sur le critère de fixité, la pérennisation du télétravail devrait accentuer le degré de permanence et de continuité du bureau à domicile. Néanmoins, la régularité n'est pas la permanence. Aussi, si le télétravail est admis pour un nombre réduit de jours dans le mois ou l'année, le critère de fixité pourrait ne pas être rempli. Quant à la question de savoir si le domicile du salarié peut être considéré comme un local mis à la disposition de l'employeur, c'est finalement une question très factuelle qui pourra être tranchée en fonction des faits et circonstances propres à la situation de chaque employé à l'égard de l'entreprise qui l'emploie.

Par ailleurs, l'OCDE précisait que les activités exercées depuis un bureau à domicile n'auront souvent qu'un caractère auxiliaire. Il conviendra pour l'entreprise d'être en mesure de le démontrer.

### **La caractérisation d'un établissement stable en application du droit conventionnel: le cas de l'agent dépendant**

La notion d'agent dépendant désigne l'agent qui agit dans un Etat contractant pour le compte d'une entreprise, et, ce faisant, conclut habituellement des contrats ou joue habituellement le rôle principal menant à la conclusion de contrats qui, de façon routinière, sont conclus sans modification importante par l'entreprise. Les contrats en cause sont ceux au nom de l'entreprise, ou pour le transfert de la propriété de biens, ou pour la concession du droit d'utiliser des biens, appartenant à cette entreprise ou que l'entreprise a le droit d'utiliser, ou pour la prestation de services par cette entreprise.

Les enjeux en la matière tiennent au rôle déterminant de l'agent dans la conclusion des contrats et au caractère habituel d'un tel engagement. Les commentaires de l'OCDE précisent notamment que « [dans] ce cas, les actions de la personne effectuées pour le compte de l'entreprise, puisqu'elles débouchent sur la conclusion de tels contrats et vont au-delà de la simple promotion ou publicité, suffisent pour conclure que l'entreprise participe à des activités d'entreprise dans l'Etat considéré. L'emploi de l'expression "établissement stable" dans ce contexte suppose, naturellement, que la conclusion de contrats par cette personne, ou de contrats résultant directement des actions de cette personne, a lieu de manière répétée et pas seulement dans des cas isolés »<sup>4</sup>. La richesse des commentaires sous l'article 5 du modèle OCDE de la convention tend à démontrer l'intérêt que présente ce sujet pour l'OCDE et les administrations fiscales.

Dans ces conditions, la pérennisation du télétravail en France pour des salariés ayant un poste avec des fonctions commer-

ciales au sein d'une entreprise étrangère pourrait présenter un risque de caractérisation d'un établissement stable en France. A nouveau, ce sont les circonstances particulières des faits de l'espèce qui permettront d'apprécier ce risque. Celui-ci devrait être écarté si l'accord de télétravail mis en place dans l'entre-

**A la question de savoir si le domicile du salarié peut être considéré comme un local mis à la disposition de l'employeur, c'est une question très factuelle qui pourra être tranchée en fonction des faits et circonstances propres à la situation de chaque employé à l'égard de l'entreprise qui l'emploie.**

prise exclut la faculté de télétravailler pour les salariés exerçant des fonctions commerciales. Si cette faculté leur était toutefois accordée, le risque pourrait être réduit si, lorsqu'ils sont en télétravail, les salariés concernés s'astreignent à ne pas intervenir dans la conclusion de contrats de l'entreprise. La nature et l'étendue des fonctions, ainsi que le nombre de jours de télétravail accordés à ces salariés devraient alors être bien délimités.

### **Le cas particulier des travailleurs transfrontaliers**

L'analyse du risque d'établissement stable pour des travailleurs transfrontaliers devrait suivre les principes énoncés ci-dessus. Toutefois, les circonstances sont un peu particulières dans la mesure où, dans le contexte transfrontalier, des accords amiables conclus avec certains Etats frontaliers admettent qu'un certain nombre de jours d'activité professionnelle puissent être réalisés hors du lieu habituel d'exercice au sein de l'entreprise. Les commentaires OCDE ajoutent que: « Lorsqu'un travailleur transfrontalier exécute la majeure partie de ces tâches à partir de son domicile situé dans un Etat, et non à partir du bureau mis à sa disposition dans l'autre Etat, il conviendrait de ne pas considérer que son domicile est mis à la disposition de l'entreprise dans la mesure où ce n'est pas l'entreprise qui a exigé que le domicile soit utilisé pour l'exercice de ses activités<sup>5</sup> ». Ces éléments devraient conduire à réduire le risque de qualification d'établissement stable dans ce contexte précis, même s'il ne peut être totalement écarté.

Au vu des incertitudes liées à la nouveauté du contexte du télétravail, le recours à un rescrit sur le fondement de l'article L 80 B, 6°, du livre des procédures fiscales pourrait, selon les entreprises concernées et leur situation, s'avérer utile pour permettre de confirmer l'absence d'établissement stable en France d'une société étrangère. ■

1. Commentaires de l'OCDE sur l'article 5 du modèle de Convention fiscale concernant le revenu et la fortune 2017 (ci-après « Commentaires OCDE »).

2. Il est à noter que la moitié des Etats signataires de la MLI ont notamment émis une réserve sur l'article 12 de la MLI relatif aux mesures visant à éviter artificiellement le statut d'établissement par des accords de commissionnaire et autres stratégies similaires.

3. Commentaires OCDE, paragraphes 18 et 19.

4. Commentaires OCDE, paragraphe 83.

5. Commentaires OCDE, paragraphe 19.

## L'actualité fiscale en bref



Par Laurent Chatel,  
avocat associé,  
CMS Francis Lefebvre  
Avocats

### Les associations, des contribuables comme les autres ? Le Conseil d'Etat fait son devoir de rappel

**D**ans une décision du 4 octobre 2021 (n° 453368, Association de gestion du groupe ESC Chambéry Savoie), le Conseil d'Etat reprend des principes acquis de longue date mais que cette affaire a le mérite de rappeler.

La contribution économique territoriale (CET) frappe l'exercice à titre habituel d'une activité professionnelle, sans considération de la forme sociale de la personne qui l'exerce. En cas d'activités multiples, leur caractère imposable est apprécié au regard des conditions d'exploitation de chacune d'elles.

La présente décision ne doit pas occulter ces principes pour s'attacher à une exception historique selon laquelle les associations régies par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901 demeurent hors de la CET, quand bien même elles déploieraient des activités impossibles, dès lors qu'elles remplissent les conditions visées à l'article 206 1° bis du CGI : gestion désintéressée ; activités non lucratives restant significativement prépondérantes ; produits de leurs services à caractère lucratif n'excédant pas un certain montant.

Indépendamment de ce dispositif, sont placées hors du champ de la CET toutes les personnes physiques ou morales qui n'exercent que des activités non lucratives ou à caractère patrimonial (location nue de logements).

La décision rappelle donc la définition du caractère non lucratif d'une activité, se traduisant par des services qui « ne sont pas offerts en concurrence dans la même zone géographique d'attraction avec ceux proposés au même public par des entreprises commerciales exerçant une activité identique ».

S'il existe dans le secteur géographique des entreprises commerciales, la personne reste hors du champ de la CET si elle répond à des besoins « insuffisamment satisfaits par le marché », au regard du public visé ou des prix pratiqués, à condition de « ne pas recourir à des méthodes commerciales ».

C'est donc logiquement que la Haute Assemblée sanctionne la Cour qui ne s'était attachée qu'au statut de l'organisme pour justifier l'exonération.

## L'analyse fiscale

# Correction des valeurs d'apport: les principes de la jurisprudence Cérès sont-ils applicables en cas de valeur d'apport majorée ?



Par Vincent Agulhon,  
avocat,  
Darrois Villey Maillot Brochier AARPI

**P**ar sa décision Cérès du 9 mai 2018, le Conseil d'Etat a posé pour principe qu'en cas de minoration significative et volontaire de la valeur d'apport d'un actif à une société, l'avantage consenti à la société bénéficiaire de l'apport est constitutif d'une libéralité de l'apporteur. L'administration fiscale est alors fondée à corriger la valeur d'inscription de l'immobilisation considérée à l'actif de la société bénéficiaire pour la porter à sa valeur vénale, faisant ainsi apparaître une variation positive imposable de l'actif net. Ce traitement consiste à étendre aux opérations d'apport en nature le principe de correction des minorations délibérées des prix d'achat d'immobilisations posé par la décision Raffypack en 2005. Cette extension n'allait pas de soi en raison de la différence de nature entre cessions et apports en nature : en effet, en cas d'apport à prix minoré, l'apporteur reçoit des titres dont la valeur réelle reflète nécessairement celle du patrimoine de la société bénéficiaire, en ce compris la valeur réelle de l'actif apporté, de telle sorte qu'en cas d'apport à une société unipersonnelle l'apporteur ne s'appauvrit pas et qu'à l'inverse, en cas d'apport à une société pluripersonnelle, ce sont en réalité les autres associés qui bénéficient d'un transfert de valeur au travers de la « dilution » anormale résultant de l'insuffisante rémunération de l'apporteur. Mais le Conseil d'Etat a choisi d'aligner le traitement des apports en nature sur celui des cessions en numéraire, en faisant abstraction de la situation particulière de l'apporteur à la fois cédant et actionnaire.

Restait à trancher le cas symétrique de la majoration volontaire de la valeur d'apport d'une immobilisation. S'agissant des cessions en numéraire, on sait depuis une décision GTI de 2001 que le simple fait pour une entreprise d'acquérir une immobilisation pour un prix majoré ne suffit pas à justifier une correction de ses valeurs d'actifs et qu'en un tel cas l'administration est seulement fondée à remettre en cause la déduction ultérieure d'éventuelles dotations aux amortissements, dépréciations ou moins-values de cession de l'immobilisation dans la mesure où elles trouvent leur origine dans la majora-

tion de valeur initiale. Le cédant peut toutefois faire l'objet d'un redressement au titre d'un revenu mobilier, la majoration du prix de cession étant qualifiée de distribution en application de l'article 109, § 1 ou § 2 du CGI, ou de distribution occulte en application de l'article 111 c (décision Thérond du 28 février 2001). Les cas d'apports à valeur majorée avaient déjà donné lieu à diverses décisions de jurisprudence faisant application des principes de la décision GTI au niveau de la société bénéficiaire, comme la non-déductibilité de la moins-value de revente de titres ou de la dépréciation d'un stock. Mais s'agissant de la situation de l'apporteur, par une décision du 20 octobre dernier (n° 445685) le Conseil d'Etat vient de juger que la seule circonstance qu'une société bénéficie d'un apport à prix délibérément majoré ne saurait par elle-même traduire l'existence d'un appauvrissement de cette société au profit de l'apporteur, de sorte que l'administration ne peut automatiquement imposer ce dernier à raison d'une distribution occulte sur le fondement de l'article 111 c du CGI. Faut-il y voir une remise en cause généralisée de la décision Thérond sur la qualification de distribution occulte des achats à prix majoré ou plutôt une simple exception à cette dernière pour les seules opérations d'apport en nature, et dans l'affirmative, cette exception joue-t-elle dans tous les cas ? Dans une société unipersonnelle, quelle que soit la valeur d'apport, la valeur des titres finalement détenus par l'apporteur reflète bien la valeur réelle du patrimoine social et l'on comprend l'absence d'appauvrissement invoquée par le Conseil d'Etat pour écarter la jurisprudence Thérond. Et dans une société pluripersonnelle, la rémunération d'un apport surévalué fait apparaître un appauvrissement immédiat non pas de la société bénéficiaire, mais plutôt des autres associés et dans la mesure où ils sont injustement dilués : là aussi, la jurisprudence Thérond semble délicate à transposer. Mais, en tout état de cause, il semble bien que, contrairement à ce qui avait pu être parfois déduit de la décision Cérès, le Conseil d'Etat admette par cette nouvelle décision que l'apporteur n'est pas tout à fait un cédant comme les autres. ■





Par Benoît Charrière-Bournazel,  
avocat partner,  
DS Avocats

# La révocation des dirigeants de SAS: entre pouvoir et liberté

**Ne revêt pas un caractère potestatif la clause d'un pacte d'associés d'une société par actions simplifiée obligeant la présidente de la SAS à céder la totalité de ses actions en cas de révocation pour juste motif. C'est en substance la décision récente rendue par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 22 septembre 2021 au terme d'une bataille juridique de près de quatorze ans. Cet arrêt rappelle aux dirigeants de SAS que leur pouvoir est subordonné au principe de liberté consacré dans ce type de structures.**

**U**ne société H désireuse d'augmenter sa participation dans le capital de l'une de ses filiales (ci-après la « Société ») acquiert auprès d'une autre associée également présidente de la Société des actions supplémentaires de la Société.

La présidente de la Société et la société H concluent en décembre 2006 un protocole d'accord et un pacte d'actionnaires minoritaires prévoyant notamment l'engagement de la présidente à céder la totalité de ses actions dans la Société en cas de départ volontaire ou de révocation pour juste motif de son mandat.

En parallèle, la société H se rapproche d'un partenaire financier pour créer une société tierce et procède à une augmentation du capital social de ladite société en contrepartie de l'apport en nature d'actions de la société H.

Trois ans plus tard en décembre 2009, l'assemblée générale des actionnaires de la Société (y compris la société H) décide de révoquer la présidente de son mandat et d'actionner le mécanisme contractuel obligeant cette dernière à céder la totalité de ses actions dans le capital de la Société.

A l'issue d'années de procédure, la présidente forme un pourvoi contre l'arrêt rendu par la cour d'appel de Nancy le 4 septembre 2009 pour demander l'annulation du protocole d'accord et du

pacte d'actionnaires minoritaires ainsi que le paiement de dommages-intérêts.

Elle estime d'abord avoir été victime de manœuvres dolosives de la part de la société H en soutenant que, lors de la conclusion du protocole d'accord emportant cession de ses titres, l'opération parallèle entre la société H et son nouveau partenaire lui avait été dissimulée. La Cour de cassation rejette ce moyen du pourvoi au simple motif que la preuve d'une dissimulation volontaire d'informations susceptibles de déterminer le consentement de la présidente n'est pas suffisamment rapportée et que le dol n'est donc pas caractérisé<sup>1</sup>.

L'autre moyen du pourvoi est plus intéressant. La présidente soutient en effet que la promesse de cession de ses actions est affectée d'une condition potestative. La Cour de cassation rejette le second moyen du pourvoi en rappelant le principe selon lequel ne revêt pas un caractère potestatif une condition dont la réalisation dépend, non de la seule volonté du créancier de l'obligation, mais de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement, en l'occurrence la révocation pour juste motif.

Cet arrêt est l'occasion de revenir sur les conditions de révocation d'un dirigeant de SAS et sur le caractère potestatif ou non de ces conditions.

## Des modalités de gouvernance sous le signe de la liberté

La décision des juges s'inscrit dans la volonté affichée du législateur de promouvoir la liberté dans les SAS jusque dans les modalités de leur gouvernance et la révocation de ses dirigeants.

Le régime juridique de la SAS est imprégné de liberté contractuelle. En application de l'article L. 227-5 du Code de commerce, les statuts fixent librement « les conditions dans lesquelles la société est dirigée ». Une seule fonction est prévue de manière impérative par la loi : la fonction de représentation de la société dévolue, par l'article L. 227-6, alinéa 1<sup>er</sup>, au président. Les statuts ont toute latitude pour déterminer les conditions de nomination, de durée et de cessation des fonctions de président et de dirigeant de SAS. A ce titre, les conditions de révocation des dirigeants, et notamment du président, sont librement fixées par les statuts, tant en ce qui concerne les motifs de cette révocation que les modalités dans lesquelles cette mesure est mise en œuvre.

Les statuts sont également libres de déterminer l'organe compétent pour procéder à la révocation du dirigeant. Cet organe peut être la collectivité des actionnaires regroupés en assemblée générale et statuant à des conditions de majorité déterminées. Les statuts peuvent également désigner un autre organe de contrôle particulier, un actionnaire majoritaire ou encore un tiers non actionnaire.

## Des motifs de révocation sous liberté surveillée

Les statuts de SAS peuvent prévoir une révocation ad nutum, sans justes motifs et à tout moment, ou au contraire une révocation pour justes motifs dite « contrôlée » davantage protectrice des intérêts du dirigeant.

La mise en œuvre de la révocation contrôlée s'appuie sur la preuve de l'existence d'un juste motif, en l'absence duquel la victime de la mesure peut obtenir des dommages-intérêts dont l'octroi peut néanmoins être écarté par une stipulation statutaire.

La notion même de juste motif repose essentiellement sur la faute du dirigeant, sans toutefois bannir le concept d'intérêt social qui s'est progressivement affirmé en jurisprudence.

La révocation doit tout de même respecter certains principes. Une révocation, même pour juste motif, peut être abusive si les circonstances sont « brutales ou vexatoires ou si elle a été prise sans que le dirigeant ait été mis en mesure de présenter ses observations »<sup>2</sup>.

Est également abusive la révocation du président décidée brutalement sans que celui-ci ait pu présenter ses observations, au vu et au su du personnel, et avec une publicité dans le milieu professionnel<sup>3</sup>. Il en est de même de la révocation intervenue alors que le président avait été volontairement induit en erreur sur le véritable ordre du jour de la réunion du comité de surveillance statuant sur sa révocation<sup>4</sup>. Dans de telles circonstances, le président révoqué peut réclamer et obtenir des dommages et intérêts devant les tribunaux.

Bien que le processus de révocation soit librement fixé par les statuts, les juges sont normalement sensibles à ce que la révo-

cation soit justifiée pour éviter tout abus. Dans cette affaire, les juges ne s'attardent pas sur l'existence ou non de juste motif mais sur le caractère potestatif ou non des conditions de cette révocation.

## Du caractère potestatif des conditions de révocation

La présidente de la Société soutient qu'en l'espèce la clause du pacte l'obligeant à céder la totalité de ses actions en cas de révocation pour juste motif est potestative dès lors que l'exécution de la promesse de vente consentie par elle dépendait de l'exercice du pouvoir dont disposait la société H de la révoquer pour juste motif.

La Cour de cassation rejette le pourvoi en rappelant que la condition potestative est celle dont la réalisation dépend de la seule volonté d'une partie. Et ce, aussi bien dans la rédaction de l'article 1170 du Code civil antérieure à la réforme du droit des contrats et des obligations du 10 février 2016 que dans celle du nouvel article 1304-2 du Code civil.

Ainsi, selon elle, ne revêt pas un caractère potestatif une condition dont la réalisation dépend, non de la seule volonté du créancier de l'obligation, mais de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement.

En l'espèce, la Cour de cassation justifie sa solution en expliquant que la révocation de la présidente pour juste motif ne dépendait pas du seul pouvoir de la société H.

La Cour retient également que la clause en question ne pouvait être qualifiée de purement potestative dès lors qu'elle a vocation à s'appliquer non seulement en cas de révocation de la présidente mais également en cas de départ volontaire de celle-ci.

En outre, le prix de rachat des actions était parfaitement déterminable, les modalités de calcul de ce prix étant en effet précisément définies.

La solution paraît justifiée à deux égards. En interprétant littéralement le caractère potestatif de la clause, les juges n'ont pas dénaturé la lettre du nouvel article 1304-2 du Code civil. Et c'est en appréciant in concreto les circonstances ayant conduit à la révocation de la dirigeante que la Cour de cassation a légitimé sa décision.

Cet arrêt s'inscrit dans la lignée des jurisprudences récentes de la Cour de cassation et consacre la liberté contractuelle offerte par la SAS, notamment sur les modalités de révocation des dirigeants. Toutefois, cette liberté n'empêche pas les dirigeants d'invoquer le caractère potestatif des conditions de leur révocation que les juges apprécieront en fonction des circonstances. ■

1. Cass. com. 22.9.2021 : 19-23.958, inédit.

2. CA Paris 4-4-2006 n° 05-12090 : RJDA 10/06, n° 1045.

3. CA Paris 13-10-2006 n° 05-23871 : RJDA 7/07, n° 742.

4. CA Paris 29-9-2016 n° 15/07864 : RJDA 12/16, n° 866.

## L'actualité juridique en bref



Par Jérôme Lombard-Platet  
avocat associé,  
DS Avocats

### De l'indivisibilité d'une cession de titres et d'une cession de créances en comptes courants

Un arrêt récent de la Cour suprême<sup>1</sup> est venu rappeler comment les stipulations d'un protocole d'accord pouvaient lier le sort d'une cession de titres à celui d'une cession de comptes courants effectuées par les mêmes associés d'une SARL dans le cadre d'une action en nullité de ladite cession.

En l'espèce, en vertu d'un protocole d'accord de cession (et d'un acte réitératif), deux associés d'une SARL avaient convenu de céder à un tiers les 800 parts sociales qu'ils détenaient ainsi que leurs créances en compte courant sur ladite société.

Un peu plus d'un an après, la poursuite des activités de l'établissement exploité par la société s'avérait compromise pour des faits imputables aux cédants et conduisait le cessionnaire sur le fondement du dol à saisir le tribunal de commerce aux fins d'annulation des cessions de parts sociales. Les juges du fond faisaient droit à cette demande en annulation et prononçaient également, sans qu'elle soit sollicitée, l'annulation des cessions de comptes courants, considérant les deux opérations comme indivisibles. Les cédants se pourvoient en cassation estimant que la cour d'appel n'avait pas à se prononcer sur la cession des comptes courants dont la nullité n'avait pas été demandée. Sur le fond, les cédants arguaient que l'obligation de cession de titres et des comptes courants n'était pas

indivisible dans la mesure où elle était susceptible d'exécution partielle et qu'en l'espèce, les accords conclus ne conditionnaient en rien le sort des cessions de titres aux cessions de comptes courants.

La Cour de cassation rejetait le pourvoi, considérant que la détermination d'un prix global des cessions dans un même contrat, ce, sans faire de distinction, attestait de ce que la cession des parts sociales était conditionnée à la cession corrélatrice des comptes courants. Elle démontrait l'existence d'obligations cumulatives au titre de la transaction et imposait dès lors leur annulation conjuguée.

Certes, il est recommandé d'éviter toute confusion dans les protocoles de cession en scindant celle qui a trait aux titres (qui est éventuellement soumise à un ajustement du prix ou à une réduction du prix), de celle qui a trait à une créance en comptes courants, qui demeure une dette de la société. Toutefois, on rappellera, en l'espèce, que la volonté des cédants de s'opposer à l'annulation de la cession de leurs comptes courants dans l'espoir de conserver le prix perçu, se heurte aux dispositions de l'article L. 511-5 du code monétaire et financier, interdisant à une personne physique, non associée, d'être prêteur de fonds de la société.

1. Civ. 1re, 7 juillet 2021 19.20746, inédit.

## L'analyse juridique

# Point sur la circulaire relative à la fraude fiscale du 4 octobre 2021 : une volonté affichée de durcir la politique pénale en matière de fraude fiscale



Par Olivier Kuhn,  
avocat associé



et Hassan Ben Hamadi,  
avocat,  
CMS Francis Lefebvre

**A**u lendemain de la sortie médiatisée du dossier dit des « Pandora Papers »<sup>1</sup>, le ministère de la Justice a publié une « Circulaire relative à la lutte contre la fraude fiscale »<sup>2</sup>, qui traduit une volonté certaine de l'exécutif de renforcer la politique pénale en matière de lutte contre la fraude fiscale.

Aux termes de cette circulaire, les parquets sont vivement incités à faire preuve de réactivité et de dynamisme dans le traitement des signalements et des plaintes transmises par l'administration fiscale, ainsi que dans le traitement des signalements Tracfin.

On relèvera particulièrement dans cette circulaire, que les services du parquet sont incités à diriger ces signalements et plaintes, selon les cas de complexité, vers l'une des juridictions spécialisées suivantes :

- les juridictions interrégionales spécialisées (JIRS) : lorsque le dossier présente un élément d'extranéité, ou encore lorsque les faits présentent des liens avec des réseaux de criminalité organisée ;
- la juridiction nationale chargée de la lutte contre la criminalité organisée (Junalco) : lorsque le dossier porte sur des agissements résultant de l'action planifiée et concertée d'une organisation ou d'un groupe structuré ; ou encore
- le parquet national financier (PNF) : lorsqu'il s'agit de dossiers de fraude fiscale et de blanchiment de fraude fiscale particulièrement complexes et de grande ampleur.

La circulaire vient également préciser l'action des services des procureurs de la République, tant au stade des échanges avec l'administration fiscale et de l'ouverture de l'enquête, qu'au cours de son déroulement :

- les procureurs de la République sont invités à mettre en place des rencontres régulières avec l'administration fiscale afin d'échanger sur les dossiers sensibles en cours, les mesures conservatoires prises par cette dernière et sur les solutions amiables envisagées ;
- le contenu de la dénonciation obligatoire incombant à l'administration fiscale est élargi : le dossier de dénonciation devra désormais également comprendre la réponse du contribuable à cette dénonciation, en plus de la proposition rectificative et de

son courrier d'accompagnement, ainsi que la réponse de l'administration fiscale aux observations du contribuable ;

- la circulaire exige également une évaluation préalable des dossiers par les parquets et la fixation de directives précises aux enquêteurs ;

- il est également recommandé aux magistrats que les saisies pénales soient envisagées le plus tôt possible pendant l'enquête et soient corrélées au montant de l'impôt éludé ;

- lorsque la fraude fiscale concerne l'impôt sur les sociétés ou la TVA, la circulaire invite à réaliser des « vérifications préalables sur l'entreprise concernée, son dirigeant, ainsi que ses associés », et envisage que soit mobilisé l'arsenal des procédures collectives et de ses sanctions personnelles.

La circulaire encourage en outre le recours, pour les faits de fraude fiscale, tant à la procédure de comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité (CRPC), qu'à la convention judiciaire d'intérêt public (CJIP), cette dernière devant être privilégiée pour les dossiers à forts enjeux.

En cas de recours à une CJIP, un règlement global fiscal et pénal des dossiers devra être privilégié par le procureur de la République. Il est rappelé, à cet égard, que le fait pour l'administration fiscale de conclure une transaction fiscale n'éteint pas l'action publique et ne doit pas conduire le ministère public à écarter de façon systématique des poursuites pénales.

On relèvera, cependant, que si le recours aux CRPC et CJIP est encouragé, les poursuites devant les juridictions répressives sont également évoquées : dans ce cadre, les procureurs sont encouragés à prendre des réquisitions plus sévères (en requérant notamment des peines complémentaires d'affichage et de diffusion de la décision de condamnation et d'inéligibilité du condamné), ce qui révèle indéniablement la volonté de durcir la politique pénale relative à la lutte contre la fraude fiscale. ■

1. Dossier d'articles de presse publiés le 3 octobre 2021 par le Consortium international de journalistes d'investigation.

2. Circulaire CRIM 2021 10/G3 - 04/10/2021



# Complétez votre collection de dossiers

Commandez vos numéros d'Option Finance en téléphonant au 01 53 63 55 55

OPTION FINANCE	LES SUJETS DE L'EXPERTISE	AUTEURS
n° 1605 du 03.05.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- TVA et opérations complexes uniques : une codification inutile mais indispensable ?</li> <li>- Consolidation : convergences et divergences entre les règles françaises et internationales</li> </ul>	Absoluce Eric Tort
n° 1606 du 10.05.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les attentes de l'Autorité des marchés financiers pour enregistrer les prestataires de services sur les actifs numériques (PSAN)</li> </ul>	Deloitte   Taj
n° 1607 du 17.05.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mesures phares de compliance TVA : un quitus en trompe-l'œil de la part de l'administration fiscale</li> <li>- La nouvelle réglementation des véhicules autonomes : accès aux données et responsabilité pénale</li> </ul>	PWC Société d'Avocats Burgundy School of Business
n° 1608 du 25.05.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taxe de 3 % : SOS</li> <li>- Mission « Justice économique » : la qualité de l'information financière, clef de la prévention ?</li> </ul>	Bryan Cave Leighton Paisner Racine
n° 1609 du 31.05.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Conversion de bureaux en logements : un nouvel environnement fiscal</li> <li>- Brexit : quid du comité d'entreprise européen ?</li> </ul>	Arsene Arrighi Bensoussan
n° 1610 du 07.06.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Covid-19 - Banques : Impacts en normes IFRS sur les pertes de crédit attendues</li> <li>- Fusion rétroactive : que faire en cas de réduction de capital de la société absorbée pendant la période intercalaire ?</li> <li>- CSRD : un projet de directive européenne sur le développement durable</li> </ul>	Mazars Paper Audit & Conseil Isabelle Andernack
n° 1611 du 14.06.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les nouvelles règles applicables aux relations fournisseurs-distributeurs</li> </ul>	PwC Société d'Avocats
n° 1612 du 21.06.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La TVA sur les ventes en ligne : des changements drastiques à anticiper à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2021</li> <li>- Repreneurs d'un fonds de commerce : une nouvelle aide dédiée</li> <li>- La société européenne : un projet stratégique global</li> </ul>	Eight Advisory Avocats Fidal Fidal
n° 1613 du 28.06.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le taux annuel effectif global : outil de simplification ?</li> </ul>	Université d'Angers
n° 1614 du 05.07.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vers la fin des sociétés en commandite ?</li> </ul>	Addleshaw Goddard
n° 1615 du 12.07.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les opérations de concentration : des changements devant être anticipés en amont de la réalisation de certaines transactions</li> </ul>	PwC Société d'Avocats
n° 1616 du 19.07.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nouveau décret sur les conditions d'agrément des sous-traitants au CIR : un nouveau cadre rigoureux</li> <li>- Barème Macron : une décision européenne qui pourrait fragiliser les entreprises</li> </ul>	Deloitte   Taj BG2V
n° 1617/1618 du 26.07.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DAC6 : Le secret professionnel de l'avocat permettra-t-il de le sauver de l'obligation de notification ?</li> </ul>	Bryan Cave Leighton Paisner
n° 1619 du 30.08.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fiscalité des crypto-actifs : les propositions de l'OCDE et de la Commission européenne (projet DAC 8)</li> </ul>	PwC Société d'Avocats
n° 1620 du 06.09.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les obligations de conformité et les vérifications anticorruption dans les opérations de M&amp;A</li> </ul>	Bougartchev-Moyne Associé
n° 1621 du 13.09.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fiscalité immobilière - Régime des marchands de biens : l'intention ne vaut pas l'action</li> </ul>	Bersay
n° 1622 du 20.09.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La stratégie fiscale des entreprises est-elle en opposition avec la RSE ?</li> </ul>	Bryan Cave Leighton Paisner
n° 1623 du 27.09.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dupliquer son concept en franchise : les points d'attention</li> </ul>	PwC Société d'Avocats
n° 1624 du 04.10.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Refonte de la doctrine administrative sur le CIR et le CII : l'âge de maturité</li> </ul>	Deloitte   Taj
n° 1625 du 11.10.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'e-closing enfin entièrement dématérialisé</li> <li>- La préemptive : une combinaison de conviction et de construction dans un environnement toujours plus cadré</li> <li>- La propriété intellectuelle à l'épreuve de la blockchain</li> </ul>	Stephenson Harwood McDermott Will & Emery Fiducial Legal by Lamy
n° 1626 du 18.10.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La fiducie, un outil de sécurisation des levées de fonds en cryptomonnaie ?</li> <li>- Clause de non-concurrence et contrepartie financière : quelques précisions complémentaires par la chambre commerciale de la Cour de cassation</li> </ul>	Deloitte   Taj Jeantet
n° 1627 du 25.10.2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Salaires minima et primes : quelle place pour la négociation de branche ?</li> </ul>	BG2V



Par Julien Auvray,  
associé,  
Grant Thornton

# La gouvernance des risques, une affaire de poupées russes

**Les entreprises, en raison même de la complexité des risques qu'elles rencontrent, déploient des dispositifs de cartographie qui tendent à se multiplier sur l'ensemble de leurs activités. Se pose alors la question de l'articulation entre elles, afin de définir une vision globale de l'exposition, si essentielle dans le cadre de la bonne gouvernance d'une organisation.**

**L**es matriochkas sont souvent utilisées métaphoriquement comme exemple type de conception de ce qu'on appelle le principe des poupées russes. Elles permettent d'illustrer cette forme qui contient une forme semblable, mais plus petite. Cette métaphore est de plus en plus employée par les responsables de la gestion des risques au sein des entreprises tant la richesse des sujets qu'ils ont à gérer est importante. La plupart des organisations ont depuis longtemps entrepris de cartographier de manière globale leurs principaux risques afin d'éclairer la prise de décision des organes de gouvernance, renforcer la mise en œuvre de la stratégie mais aussi d'informer les principaux investisseurs. Mais au fil des années, les groupes rencontrent des enjeux ou des obligations multiples qui nécessitent d'appréhender les risques auxquels ils font face afin de pouvoir renforcer leur aptitude à atteindre leurs objectifs.

Que ce soit au niveau des risques liés aux opérations, aux systèmes d'informations, à la corruption, aux fournisseurs, à la responsabilité sociétale (RSE)... les entreprises sont désormais régulièrement amenées à élaborer des cartographies de leurs risques sur des sujets bien précis en parallèle de leur cartographie globale de groupe. Dès lors, se pose la question de la coexistence et de l'articulation entre la cartographie globale et ces cartographies spécifiques. Il convient de s'assurer dans ce contexte, que ces démarches – aussi pertinentes soient-elles individuellement – puissent être correctement exploitées et forment un tout cohérent contribuant à la vision globale des risques.

À première vue, le lien entre ces cartographies spécifiques et la cartographie globale existe de manière plus ou moins évidente. À titre d'illustration, sur un bon nombre de cartographies globales figurent le risque lié à la RSE ou encore celui lié aux systèmes d'informations. Il n'est pas rare que ces deux sujets pris en exemple fassent l'objet d'une analyse des risques plus poussée à travers une cartographie spécifique.

La relation entre la cartographie « mère » et ses « filles » est plus complexe, par la nature même des impacts et des interlocuteurs concernés.

En effet, chacune de ses cartographies spécifiques répond à des besoins précis que ce soit à des fins de conformité réglementaire ou bien en vue d'analyser en profondeur un périmètre restreint. Elles adressent ainsi des typologies de risques variables, impliquent une grande diversité de fonctions telles que la direction financière, les directions opérationnelles, la direction de la conformité ou la direction des systèmes d'information... Elles peuvent nécessiter une approche méthodologique et des échelles d'évaluation d'impact ou de probabilité d'occurrence qui leur sont propres. Elles pourront être mises à jour à une fréquence variable au regard des besoins de leur pilotage, et ne s'adressent pas nécessairement à la même audience. Autant d'éléments qui tendent à complexifier la relation entre la cartographie « mère » et ses « filles ».

Dans ce contexte, afin de tirer le meilleur parti de toutes ces analyses et assurer un pilotage optimum à tous les niveaux il convient de considérer un certain nombre de prérequis. En premier lieu, il est indispensable de partager un socle méthodologique commun permettant de lier les démarches tout en laissant une certaine flexibilité afin de pouvoir évaluer les risques de façon pertinente. La fréquence de mise à jour de ces différents exercices doit également être prise en compte pour assurer une cohérence globale. Ensuite, il faut trouver les bons relais, savoir fédérer et faire prendre conscience que chacune des cartographies fait partie d'un ensemble. Enfin, le recours à des outils communs, bureautique ou spécialisé, doit permettre de renforcer le lien entre les cartographies et faciliter leur partage et leur communication. Autant d'enjeux auxquels fait face le risk manager qui a plus que jamais un rôle primordial dans l'articulation et dans le renforcement du lien filial entre ces différents exercices afin d'assurer la cohérence globale en matière de gestion des risques. ■



Par Eric Ginter,  
avocat associé,



et Eric Chartier,  
avocat associé,  
Altitude Avocats

# Taxation des avoirs étrangers : la présomption de donation validée

**Dans une décision en date du 15 octobre 2021<sup>1</sup>, le Conseil constitutionnel déclare conforme à la Constitution les articles 755 du CGI et L 23C du LPF qui assujettissent au taux de 60 % les sommes détenues à l'étranger dont l'origine et les modalités d'acquisition n'ont pas été suffisamment établies par le contribuable. Cette décision confirme que l'impératif de lutte contre la fraude fiscale tend à prendre le pas sur les droits des contribuables.**

**L**a vague de régularisation des comptes étrangers non déclarés a fait prendre conscience à l'administration de l'ampleur de ce phénomène et, en 2012 elle a fait voter différents textes venant accroître ses pouvoirs d'investigation et de taxation. Parmi ceux-ci figurent les articles 755 du CGI et L 23C du LPF qui permettent à l'administration de solliciter d'un contribuable toutes justifications sur l'origine et les modalités de constitution d'avoirs détenus à l'étranger si, au moins une fois au cours des 10 années précédentes, un manquement aux obligations déclaratives en lien avec ces avoirs est établi.

Le contribuable ainsi sommé dispose alors d'un délai de 60 jours pour fournir les explications demandées ; si celles-ci sont insuffisantes, un nouveau délai de 30 jours lui est accordé pour compléter sa réponse. Si, à l'issue de ces échanges, l'administration estime que les éléments fournis par le contribuable ne sont pas suffisamment probants, elle peut alors taxer d'office ces avoirs étrangers aux droits de mutation en leur appliquant le taux le plus élevé, soit 60 %, comme si les avoirs litigieux provenaient d'une libéralité consentie par un tiers. L'assiette des droits est constituée par le montant le plus élevé constaté sur l'ensemble de la période.

Il s'agit d'une arme redoutable entre les mains de l'administration fiscale puisqu'elle aboutit à mettre à la charge du contribuable la preuve de l'origine des avoirs qu'il détient, bien souvent délicate à rapporter en pratique. L'administration en est d'ailleurs parfaitement consciente : dans l'instruction publiée par l'administration centrale à l'attention des services de contrôle, il est demandé à ces derniers de réserver cette procédure aux cas les plus graves, où le contribuable « se trouve en situation de dénégation totale ou assimilée »<sup>2</sup>. Cette procédure a donc plutôt vocation à être utilisée lors d'un contrôle mettant à jour l'existence d'avoirs étrangers jamais déclarés, et non pas en cas de régularisation spontanée.

Confrontés à la mise en œuvre de cette procédure spéciale, des contribuables ont tenté d'en contester la conformité avec certains principes constitutionnels par le dépôt d'une question

prioritaire de constitutionnalité (QPC) : ils faisaient valoir, notamment, que cette procédure méconnaît le principe d'égalité devant les charges publiques en soumettant à l'impôt seulement les personnes n'ayant pas satisfait à leurs obligations de déclaration d'avoirs étrangers. Les requérants faisaient aussi valoir que cette taxation, de par son taux élevé, constitue une punition, et méconnaît la présomption d'innocence ainsi que le principe de proportionnalité des peines.

Estimant ces questions sérieuses, la Cour de cassation a transmis cette QPC au Conseil constitutionnel ; celui-ci a cependant rejeté l'ensemble de ces moyens de droit, considérant que la procédure incriminée constituait une mesure justifiée par l'objectif de lutte contre la fraude fiscale.

Les Sages ont considéré que cette mesure n'était pas disproportionnée en relevant, notamment, que le contribuable a la faculté d'apporter la preuve que les avoirs étrangers ne constituent pas une donation taxable.

Ils ont, par ailleurs, confirmé que la mesure ne constitue pas une sanction : de fait, l'imposition au taux de 60 % couvre le cas d'une libéralité consentie par un tiers, hypothèse plausible dans certaines situations. Par ailleurs, la taxation s'apparentant à celle d'un don manuel révélé lors du contrôle, elle ne s'accompagne, en principe, d'aucune pénalité<sup>3</sup>. Les griefs tirés de la méconnaissance d'un certain nombre de principes applicables en matière pénale avaient donc toutes les chances d'être rejetés. Cette décision illustre une nouvelle fois les difficultés à faire prévaloir les droits des contribuables face à l'impératif de lutte contre la fraude fiscale, surtout lorsque la situation constatée par les services de contrôle peut laisser présumer l'existence d'un manquement déclaratif.

1. Décision n° 2021-939 QPC.

2. Instruction du 8 juillet 2014.

3. Ce que confirme l'instruction de 2014 précitée.



Par Emmanuel Raingeard de la Bletière, avocat associé,



Delphine Bocquet, avocat associée,



et Chaïd Dali Ali, avocat associé, PwC Société d'Avocats

# Accord politique sur la réforme du système fiscal international

**Le 8 octobre 2021, 136 juridictions membres du Cadre inclusif OCDE/G20 sur le BEPS (sur un total de 140 pays) ont accepté une déclaration sur une solution reposant sur deux piliers pour résoudre les défis fiscaux soulevés par la numérisation de l'économie. Cette déclaration reprend les principales composantes de chaque pilier et présente certaines avancées par rapport à la déclaration du 1<sup>er</sup> juillet 2021. Elle inclut un programme de travail et un calendrier de mise en œuvre dont la « nature ambitieuse » est reconnue par les membres. Le 13 octobre 2021, les ministres des Finances du G20 approuvaient cet « accord politique final » et appelaient à la poursuite des travaux techniques dans le calendrier fixé afin que ces règles entrent en vigueur en 2023.**

## Pilier 1 : une allocation des profits « résiduels » imposables aux juridictions de marché

### Fonctionnement du pilier 1

La déclaration d'octobre vient préciser certains éléments du pilier I, dont l'objet est de permettre l'imposition des plus grandes entreprises multinationales dans les pays sur les marchés desquels elles opèrent. Entreront dans le champ d'application du pilier 1 les multinationales générant un chiffre d'affaires consolidé de plus de 20 milliards d'euros et dont la rentabilité moyenne est supérieure à 10 %.

Cette rentabilité est définie comme le ratio bénéfice avant impôt/chiffre d'affaires. Le bénéfice comptable retenu serait le résultat comptable consolidé ajusté de certains éléments

dont les pertes reportées en avant sans que l'on ne puisse, à ce stade, confirmer si cela concernera tout ou partie des pertes générées avant l'entrée en vigueur du pilier 1. S'agissant de la rentabilité moyenne, la déclaration n'en dévoile que le principe. Par ailleurs, si une entreprise a des activités hors du champ (industrie extractive et services financiers réglementés) et dans le champ (toutes les autres activités) du pilier

**Si une entreprise a des activités hors du champ (industrie extractive et services financiers réglementés) et dans le champ (toutes les autres activités) du pilier 1, une segmentation exceptionnelle sera autorisée sur la base des segments communiqués dans les états financiers.**

1, une segmentation exceptionnelle sera autorisée sur la base des segments communiqués dans les états financiers. Pour ces multinationales, le « montant A », qui correspond à



25 % du bénéfice « résiduel » (c'est-à-dire celui excédant le seuil de 10 %), sera attribué aux juridictions éligibles dans lesquelles l'entreprise réalise au moins 1 million d'euros de recettes (montant réduit à 250 000 euros pour les juridictions dont le PIB n'excède pas 40 milliards d'euros). Le montant A sera alloué entre ces juridictions en fonction du chiffre d'affaires correspondant aux biens ou services finalement utilisés ou consommés dans cet Etat. Des règles détaillées seront élaborées « afin de faciliter l'application de ce principe » et l'entreprise devra utiliser « une méthode fiable qui tienne compte des faits et circonstances qui lui sont propres ». Un régime de « protection » sera conçu afin de plafonner les bénéfices additionnels attribués à des juridictions de marché dans lesquelles l'entreprise réalise déjà des bénéfices liés à des activités de

convention multilatérale, laquelle imposera à toutes les parties de les supprimer et de ne pas en introduire de nouvelles.

### Plan de mise en œuvre pour une entrée en vigueur en 2023

Le plan de mise en œuvre détaillé donne une idée de l'ampleur de la tâche restant à accomplir.

Tout d'abord, une convention multilatérale, accompagnée de notes explicatives, et dont l'objet sera le montant A, doit être élaborée pour le début 2022, afin de définir le régime applicable et permettre sa mise en œuvre. Elle devrait être ouverte à la signature mi-2022, pour une prise d'effet en 2023, lorsqu'une « masse critique de juridictions » l'aura ratifiée.

Dans le même temps, un modèle de législation sera préparé afin

que les juridictions puissent mettre en œuvre, en droit interne, leur nouveau droit d'imposer de manière cohérente et dans les délais fixés.

Enfin, les travaux se poursuivront s'agissant du montant B afin de présenter les travaux finaux fin 2022.

La mise en œuvre du pilier 1

sera évaluée sept ans après son entrée en vigueur, et si elle est « réussie », tant sur le plan fiscal que sur le plan de la sécurité juridique, son champ d'application sera élargi par le truchement de l'abaissement du seuil de chiffre d'affaires requis à 10 milliards d'euros.

### Pilier 1 et droit de l'UE: vers une proposition de directive ?

Dans sa communication sur la fiscalité des entreprises pour le XXI<sup>e</sup> siècle, publiée le 18 mai 2021, la Commission européenne annonçait qu'elle proposerait une directive pour mettre en œuvre de manière cohérente et uniforme l'instrument multilatéral et pour inclure ceux des Etats membres qui ne sont pas membres de l'OCDE et du cadre inclusif (i.e. en réalité Chypre).

Néanmoins, cette annonce pouvait laisser perplexe car elle pose des difficultés au regard des principes fondamentaux en matière d'adoption de directive au sein de l'UE que sont les principes de subsidiarité et de proportionnalité.

Récemment, la Commission a semblé faire marche arrière en prévenant qu'elle analysera l'apport qu'aurait une telle directive.

### Pilier 2: un taux d'imposition minimum mondial des grandes multinationales

#### Fonctionnement du pilier 2

Le pilier 2 se compose de deux éléments: les règles GloBE (règles globales de lutte contre l'érosion de la base d'imposition) et la RAI.

#### Les règles GloBE

Ces règles sont fondées sur une approche commune ce qui signifie que les Etats membres du cadre inclusif ne sont pas tenus de les adopter mais que, s'ils le font, ils doivent les suivre, et, s'ils ne le font pas, ils acceptent que les autres Etats les appliquent.

**Afin d'éviter la double imposition des bénéfices résiduels dans l'Etat où ils ont été réalisés et dans la juridiction de marché à laquelle ils sont alloués, le pilier 1 prévoit que la première juridiction devra les exonérer ou octroyer un crédit d'impôt égal à l'impôt payé dans la seconde.**

commercialisation et de distribution qui excéderaient les profits attendus de l'exercice de fonctions dites « de routine ».

Par ailleurs, un second volet dit « montant B » prévoit que l'application du principe de pleine concurrence aux activités de commercialisation et de distribution « routinières » sera simplifiée et rationalisée.

Afin d'éviter la double imposition des bénéfices résiduels dans l'Etat où ils ont été réalisés et dans la juridiction de marché à laquelle ils sont alloués, le pilier 1 prévoit que la première juridiction devra les exonérer ou octroyer un crédit d'impôt égal à l'impôt payé dans la seconde. Ce principe pourrait poser des difficultés d'application pratique. Un mécanisme visant à garantir de manière obligatoire et contraignante une absence de double imposition sera mis en œuvre.

Enfin, les procédures administratives devraient être simplifiées (y compris les obligations déclaratives) et devraient permettre aux multinationales de se conformer à leurs obligations par l'intermédiaire d'une seule entité.

### Suppression des taxes sur les services numériques

On se rappellera qu'à l'origine, et le titre même de la déclaration y fait écho, l'initiative de l'OCDE avait pour objet d'imposer les grandes entreprises du numérique et le pilier 1, dans le blueprint 2020 de l'OCDE, ne visait que les profits tirés du numérique et de la commercialisation de biens et services de consommation. Las, les négociations ont élargi le champ d'application aux grandes entreprises sans égard (ou presque) à leur secteur d'activité.

Néanmoins, le pilier 1 contient l'engagement de ne plus imposer aucune taxe nouvellement adoptée sur les services numériques (ou « mesure similaire », terme qui ne sera défini que dans la convention multilatérale) à partir du 8 octobre 2021 et jusqu'au 31 décembre 2023 ou jusqu'à l'entrée en vigueur de la

Seront concernées les multinationales ayant un chiffre d'affaires d'au moins 750 millions d'euros (à l'exception des entreprises exclues, comme les entités publiques, fonds de pensions, fonds d'investissement, etc., et à l'exclusion du secteur du transport maritime international); toutefois, les Etats de résidence du groupe peuvent décider d'appliquer la seule règle primaire aux entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur.

Les règles GloBE comprennent :

une règle primaire – la règle d'inclusion du revenu (RDIR) – permettant à l'Etat de résidence du groupe (ou selon une approche descendante, l'Etat de résidence de la société la plus haute dans la chaîne de participation pour les filiales détenues à au moins 80 %) de prélever un impôt supplémentaire équivalent à la différence entre le taux minimal mondial qui sera de 15 % et le taux effectif d'imposition sur les bénéfices de ses filiales.

une règle secondaire – la règle relative aux paiements insuffisamment imposés (RPII) – aboutissant à une exclusion de la déductibilité des paiements – ou un autre mécanisme d'effet équivalent – permettant de lever un impôt complémentaire lorsqu'une filiale (ou le cas échéant une entité située dans l'Etat de résidence du groupe) n'est pas assujettie au taux minimal et échappe à l'application de la RDIR. L'impôt complémentaire dû est réparti entre les Etats (ayant un taux effectif d'imposition supérieur au taux minimal) dans lesquels se situent des membres du groupe. Il n'est pas indiqué si les modalités de répartition restent les mêmes que celles établies dans le blueprint de 2020. Pourront échapper à la RPII, pendant cinq ans, les entreprises multinationales « au cours de la phase initiale de leur activité internationale » (c'est-à-dire ayant moins de 50 millions d'euros d'actifs corporels à l'étranger et présentes dans cinq juridictions maximum).

Le calcul du TEI, pierre angulaire du système, se fera par juridiction (et non par entité). Une règle de minimis est prévue de sorte que les juridictions dans lesquelles l'entreprise réalise un chiffre d'affaires de moins de 10 millions d'euros et un bénéfice de moins de 1 million d'euros ne seront pas concernées.

Pour déterminer le TEI d'une juridiction, les règles prévoient une définition commune des impôts couverts et une base d'imposition calculée par référence au résultat comptable (consolidé) avec certains ajustements pour tenir compte tant d'objectifs de politique fiscale (ex.: non-déductibilité des amendes) que des différences temporelles entre les règles comptables et fiscales (ex.: en matière d'amortissement). Pour tenir compte des systèmes d'imposition existants (ex.: en Estonie) où les bénéfices sont uniquement imposés au moment de leur distribution, aucun impôt complémentaire ne sera dû si la distribution intervient dans les quatre ans suivant la réalisation des bénéfices et à condition qu'elle soit soumise à un taux d'imposition supérieur au taux minimal.

Une clause de sauvegarde permettant d'exclure de la base d'imposition de l'impôt complémentaire les revenus attachés à l'exercice d'une activité effective sur le territoire est prévue. Elle

permettra d'exclure un revenu égal à 5 % de la valeur nette des incorporels et de la masse salariale, sachant qu'au cours d'une période de transition de 10 ans l'exclusion (dégressive dans le temps) portera sur 8 % de la valeur nette des actifs corporels et 10 % de la masse salariale.

Les règles GloBE comporteront des mesures de simplification pouvant prendre la forme de « régimes de protection » dont la déclaration ne révèle aucun détail et qui ne semblent pas encore définitivement tranchés. Il en est de même du point de savoir si les règles américaines (du type GILTI) seront considérées ou non comme équivalentes aux règles GloBE.

#### La règle d'assujettissement à l'impôt

La règle d'assujettissement à l'impôt est une règle conventionnelle accordant aux Etats sources un droit d'imposition limité sur certains paiements entre parties liées (intérêts, redevances et autres paiements dont la liste n'est pas fournie mais qui devrait probablement être proche de celle du blueprint de 2020), imposés entre les mains du bénéficiaire à des taux nominaux d'IS (le blueprint prenait en compte des taux nominaux « ajustés ») inférieurs au taux minimum de la RAI qui est fixé à 9 %.

Les membres du cadre inclusif appliquant un tel taux devront mettre en œuvre la RAI dans le cadre de leurs conventions conclues avec les pays en développement qui le demandent. Ceux-ci pourront alors effectivement prélever un impôt compris entre 9 % et le taux nominal d'imposition.

#### Plan de mise en œuvre pour une entrée en vigueur en 2023

Un modèle de règle GloBE sera publié fin novembre 2021. Les travaux de rédaction ont avancé en parallèle des négociations. Si l'on compare les principes énoncés dans la déclaration et les règles détaillées dans le blueprint de 2020, il ne semble pas y avoir de grands bouleversements. Néanmoins, le diable est dans les détails et l'on peut s'attendre à certaines évolutions. Par exemple, afin d'accommoder l'UE, il est probable que les règles prévoient la possibilité d'appliquer la RDIR dans des situations purement domestiques.

Ensuite, plusieurs éléments semblent encore en cours d'élabo-

**La mise en œuvre du pilier 1 sera évaluée sept ans après son entrée en vigueur, et si elle est « réussie », son champ d'application sera élargi par le truchement de l'abaissement du seuil de chiffre d'affaires requis à 10 milliards d'euros.**

ration et de négociation tels que les règles de simplification pouvant prendre notamment la forme d'un régime (« éventuel », selon la déclaration) de protection administrative (ex.: une liste d'Etats qui ne posent pas de difficulté au regard du pilier 2). D'autres éléments ont probablement été tranchés sans que l'on ne connaisse officiellement leur teneur (ex.: les règles choisies pour tenir compte des différences temporelles).

Beaucoup d'incertitudes entourent les règles transitoires fixant les mesures applicables lors de l'entrée d'un groupe dans le ré-

gime (et notamment lors de son entrée en vigueur) avec une question primordiale relative à la possibilité pour les entreprises d'utiliser les pertes générées antérieurement. Si le principe ne devrait pas poser de difficultés (il était envisagé de les prendre en compte dans le blueprint de 2020), la manière de le faire et les limites apportées à ce principe auront une incidence extrêmement significative sur les groupes concernés. Pour l'illustrer, on peut imaginer la situation qui prévaudrait en l'absence de

annonçait une proposition rapide de directive dont l'objet sera d'assurer une mise en œuvre cohérente et uniforme de ces règles en droit de l'UE mais aussi d'assurer – en apportant un certain nombre d'ajustements – la compatibilité de ces règles avec le droit de l'UE.

Cette proposition qui est rédigée en parallèle de l'avancée des discussions au sein du cadre inclusif pourrait être publiée dans le mois suivant la publication des règles modèles par l'OCDE, c'est-à-dire en décembre 2021. Nul doute que, si tel est le cas, la France, qui assurera la présidence du Conseil de l'UE de janvier à juin 2022, déploiera des efforts importants pour aboutir à son adoption au cours du premier semestre 2022.

## **Un modèle de règle de substitution sera proposé afin de modifier les conventions fiscales bilatérales qui empêcheraient les Etats d'appliquer l'impôt minimum à des établissements stables.**

règles transitoires : une entreprise qui utiliserait des reports déficitaires pré-GloBE sur un exercice bénéficiaire GloBE verrait son taux effectif d'imposition GloBE diminuer et pourrait être redevable d'une imposition supplémentaire.

Un modèle de règle de substitution sera proposé afin de modifier les conventions fiscales bilatérales qui empêcheraient les Etats d'appliquer l'impôt minimum à des établissements stables. Il en est de même pour la règle d'assujettissement à l'impôt pour laquelle un instrument multilatéral sera, en outre, élaboré pour mi-2022.

A la fin 2022, un cadre de mise en œuvre couvrant les procédures administratives et les régimes de protection retenus sera publié. A ce moment-là, les membres du cadre inclusif devraient être en mesure de déterminer si un instrument multilatéral serait utile pour améliorer la coordination et le déploiement des règles GloBE.

### **Pilier 2 et droit de l'UE : vers une proposition de directive**

Dans sa communication mentionnée ci-dessus, la Commission

Malgré l'accord politique, de nombreuses incertitudes demeurent et la finalisation des travaux techniques dans les délais impartis constitue un défi. Un autre défi, de taille, attend les protagonistes, celui de la mise en œuvre, pour une prise d'effet en 2023, des piliers par les membres du cadre inclusif. Si cela pourrait être une formalité pour certains d'entre eux, d'autres pourraient avoir plus de difficultés. On pense notamment aux Etats-Unis : en effet, si l'administration du Président Biden a apporté un soutien sans faille à ce projet de réforme (après avoir obtenu une modification majeure du pilier 1 et l'accord favorable sur les taxes sur les services numériques), le consentement du Congrès américain doit encore être obtenu. En son absence, le projet de réforme dans sa globalité pourrait en être affecté : l'entrée en vigueur du pilier 1 semble conditionnée à une ratification de l'instrument multilatéral par une masse critique d'Etats et l'absence des Etats-Unis pourrait l'exclure. Or, les membres du cadre inclusif ont souscrit à l'accord global sur le pilier 1 et le pilier 2 et il n'est pas certain qu'en cas d'échec ou de retard du pilier 1, ils mettent en œuvre le pilier 2. ■

**ESSAI  
GRATUIT**

**15  
JOURS**



# Pack Premium web

*L'outil de veille, d'analyse et d'aide à la décision  
des professionnels de la finance*

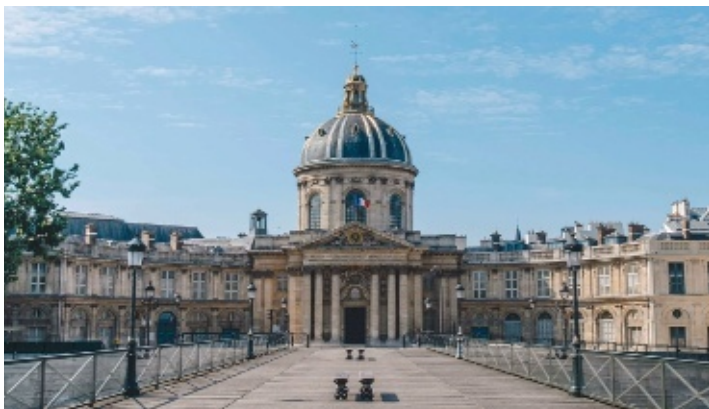
- **SUR WWW.OPTIONFINANCE.FR**
  - + L'accès à tous les contenus et archives d'*Option Finance*
  - + Le cahier *Entreprise & Expertise*
  - + Les hors-séries et les cahiers spéciaux
  - + Les lettres professionnelles
  - + L'accès aux archives de *Funds magazine*
- **48 NUMÉROS PAPIER + LES HORS-SÉRIES ET SUPPLÉMENTS**
- **DANS VOTRE BOÎTE MAIL :**
  - + Chaque jour, le quotidien *OF@18h*
  - + Chaque semaine les hebdomadaires *A la une cette semaine* et *FundsWeekly*

**POUR ACTIVER VOTRE TEST GRATUIT, CONTACTEZ-NOUS**

@ [abonnement@optionfinance.fr](mailto:abonnement@optionfinance.fr) ☎ 01 53 63 55 58

*Option*  
**Finance**





## Soutenez le patrimoine de l'Institut de France

Vous pouvez participer à la préservation du patrimoine de l'Institut en contribuant à des projets concrets de valorisation, de restauration, de rénovation des sites qui lui ont été légués.



PERPÉTUER  
SOUTENIR  
ÉCLAIRER