

ENJEUX FISCAUX ET FINANCIERS DE LA STRUCTURATION DES MANAGEMENT PACKAGES

par Nicolas Menard-Durand

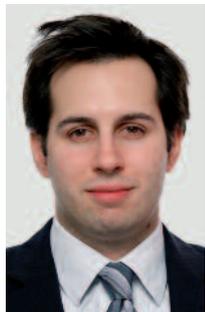
associé

et Franck Vacher

avocat au cabinet Scotto & Associés



Nicolas Menard-Durand



Franck Vacher

LE sujet est d'actualité au regard de l'environnement fiscal particulièrement changeant et de l'adoption récente d'un amendement au projet de loi de finances rectificative pour 2013 relatif au PEA. Cet amendement a pour objet de restreindre, à compter du 1^{er} janvier 2014, le champ du régime fiscal de faveur attaché au PEA, en interdisant le placement en PEA d'actions de préférence et de bons de souscription d'actions (et, plus généralement, tout autre titre de capital qui n'aurait pas la nature d'une action ordinaire ou d'une part sociale de SARL).

Pour mémoire, une seconde disposition limitant l'exonération des plus-values dégagées lors de la cession de titres placés sur des PEA, à hauteur de deux fois le montant de l'investissement si les titres ainsi cédés n'avaient pas été détenus pendant plus de cinq ans, avait été proposée puis finalement abandonnée. Cependant, il ne doit pas être totalement exclu qu'une telle disposition puisse à l'avenir être adoptée. À l'heure où cet article est rédigé, il n'existe aucune certitude quant au contenu définitif de la loi de finances rectificative pour 2013. Toutefois, il semble tout à fait improbable que la disposition visée ci-dessus soit modifiée. Les praticiens devront donc tenir compte de la limitation du régime du PEA dans la structuration des *management packages*.

Il convient en outre de noter qu'une lecture prudente de la réforme initiée en décembre 2012 par la loi de finances pour 2013 nous conduit à distinguer entre le régime d'imposition des plus-values applicable aux titres de capital en général et celui des bons de souscription d'actions. En effet, la plus-value réalisée lors de la cession de titres de capital procède du régime de droit de commun. À condition de détenir

les titres de capital pendant une certaine durée, le montant de la plus-value réalisée lors de la cession de ces titres soumis à l'impôt sur le revenu (et non les prélèvements sociaux CSG/CRDS) sera réduit du fait d'abattements pour durée de détention (abattement de 50% pour une durée de détention comprise entre 2 et 8 ans et de 65% pour une détention supérieure à 8 ans). En revanche, une approche conservatrice, partagée par l'essentiel des praticiens, conduit à considérer que les BSA ne bénéficient pas de ces abattements pour durée de détention. Ainsi, la durée prise en compte pour l'application de ces abattements ne devrait commencer à courir qu'à compter de l'exercice (et non de l'acquisition) d'un bon de souscription d'actions. Dès lors, sauf à conserver pendant une durée suffisante les actions issues de l'exercice des BSA, l'imposition des plus-values réalisées sur de tels outils ne pourrait pas être réduite par les abattements pour durée de détention.

En définitive, c'est le rendement net d'impôts des investissements réalisés par les managers dans des *management packages* qui est significativement affecté. Ces nouvelles contraintes fiscales (PEA et nouveau régime d'imposition des plus-values) devraient conduire les praticiens à repenser, ou tout du moins à s'interroger, sur la structuration des *management packages*.

Pour rappel et de manière synthétique, les structures de management package les plus couramment utilisées jusqu'à ce jour sont les suivantes :

- les structures de type « *ratchet* », fondées sur des instruments dilutifs (actions de préférence/BSA) offrant aux managers la possibilité de se reluer lors de la cession en fonction de niveaux de création de valeur donnés ;

– les structures de type « *sweet equity* », fondées sur une ventilation différente de l'investissement des managers et de celui de l'investisseur financier entre actions ordinaires et titres de créance (ou équivalent) à rendement prioritaire mais plafonné. Ainsi, les managers pourront capter une part de la création de valeur asymétrique du fait de l'effet de levier créé par les titres de créance (ou équivalent).

DE LA NEUTRALITÉ À LA CONTRAINTE FISCALE

Investir au travers d'un PEA permettait de bénéficier d'un régime d'imposition favorable sur les plus-values dégagées lors de la cession de titres. En effet, sous certaines conditions, relatives notamment à la maturité du PEA, une telle plus-value pouvait être exonérée d'imposition (sauf le paiement des prélèvements sociaux obligatoires lors du retrait des sommes conservées en PEA). En outre, l'investissement en PEA offrait une grande souplesse de structuration de l'investissement des managers dans la mesure où il n'y avait pas lieu de distinguer entre les différents types de titres, notamment actions ordinaires, actions de préférence ou bons de souscription d'actions.

Désormais, avec l'interdiction de placer des actions de préférence ainsi que des bons de souscription d'actions sur des PEA, ces titres ne devraient plus constituer les supports privilégiés de l'investissement des managers résidents fiscaux français.

UN NOUVEL ARBITRAGE FISCALITÉ/RENDEMENT FINANCIER

La structuration des *management packages* obéissait jusqu'alors essentiellement à des considérations d'ordre financier. L'enjeu pour les managers consistait à effectuer un arbitrage entre l'espérance de gains et le risque que représentait l'opération d'investissement elle-même.

À cet arbitrage purement financier s'ajoute désormais un nouvel arbitrage fiscal. Plusieurs éléments devront ainsi être pris en considération, notamment l'horizon d'investissement de l'investisseur financier ainsi que la souplesse et la précision des modalités financières du *management package*.

Schématiquement, une structure de type *ratchet* permet une captation de valeur sur mesure (*i.e.*, déterminée en fonction de l'opération concernée) qui pourra s'avérer plus importante qu'une structure de type *sweet equity* sur des niveaux de création de valeur élevés, voire très élevés. À l'inverse, le rendement d'une structure de type *sweet equity* sera mécanique et a priori plus protecteur que celui d'une structure de type *ratchet* en cas de performance financière moyenne. En effet, la souplesse du *ratchet* permet de parfaitement l'adapter aux circonstances, aussi bien dans la quantification des transferts de valeur que dans les critères et conditions de déclenchement (TRI/multiple) de ces transferts. A l'opposé, l'effet de levier lié au mécanisme de *sweet*



equity sera exclusivement induit par les taux des titres de créance (ou équivalent) et la captation de valeur sera mécaniquement plafonnée par le pourcentage de détention des managers en actions ordinaires. En outre, cette captation de valeur sera mécaniquement affectée au fil du temps du fait des intérêts des titres de créance (ou équivalent) et de leur capitalisation, structurellement prioritaires.

Ces considérations d'ordre financier sont à mettre en perspective avec les régimes fiscaux associés à l'une et l'autre de ces structures. La fiscalité associée à une structure de type *sweet equity* peut apparaître plus favorable au management puisque les managers résidents fiscaux français qui souscrivent majoritairement ou exclusivement à des actions ordinaires pourront conserver la possibilité de souscrire ces actions ordinaires en PEA. À l'inverse, le régime d'imposition dans le cadre d'une structure de type *ratchet* sera soumis à un taux d'imposition élevé si la durée de détention n'est pas suffisante, voire très élevé dans le cas de bons de souscription d'actions. Dans l'hypothèse d'une probable durée de détention significative et/ou d'une structuration très spécifique adaptée à la transaction, une structuration de type *ratchet* conserve toutefois toute sa pertinence.

MODALITÉS DE LA STRUCTURATION DE TYPE SWEET EQUITY

Si les structures de *sweet equity* devraient être privilégiées par les praticiens à l'avenir, pour limiter l'impact du temps et le risque qui en découle, plusieurs alternatives sont envisageables pour moduler l'équilibre financier du management package. A titre d'exemple, il peut être envisagé de moduler la ventilation de l'investissement des managers entre titres de capital et titres de créance (ou équivalent) ou entre différents titres de créance (ou équivalent). Dans ce dernier cas, plusieurs titres de créance (ou équivalent) avec des rangs et des rendements financiers différents pourraient être émis. Les managers acquerront en complément de leurs actions ordinaires certaines catégories de ces titres de créances (ou équivalent) en fonction du calibrage de leur espérance de gains et de leur risque, afin d'atténuer le risque de baisse mécanique de la valeur de leur investissement dans le temps.

D'autres structures, telles que celles fondées sur des mécanismes de *reverse ratchet*, peuvent aussi être évoquées. Ce type de structure repose sur une dilution en sortie des managers par l'investisseur financier dans des proportions déterminées selon le niveau de création de valeur alors atteint. Toutefois, ce type de structure ne nous semble absolument pas recommandé d'un point de vue fiscal.

Il est également important de noter que ces considérations et évolutions fiscales ne préjugent pas de la position de l'administration fiscale qui procède à des contrôles, voire des redressements, notamment sur la base de requalification d'une partie de la plus-value en traitements et salaires, et ce, quel que soit le type de structuration *ratchet* ou *sweet equity*. Par conséquent, l'attention qui doit être portée à la cohérence financière de ces structurations, notamment dans la valorisation des instruments *ratchet* ou la pertinence des taux d'intérêts des titres de créances (ou équivalent) reste essentielle.

En conclusion, cette évolution de l'environnement fiscal devrait alimenter la créativité des praticiens mais il est également probable qu'elle modifie l'arbitrage des managers sur la proportion de leur réinvestissement dans une énième opération de LBO ou sur la conservation de leurs titres à l'issue d'une introduction en Bourse. Les abattements pour durée de détention pourraient en effet les amener à réinvestir ou conserver leurs titres afin de bénéficier d'une durée de détention leur permettant de réduire leur imposition, soit marginalement pour atteindre le seuil de huit ans, soit plus significativement pour atteindre le seuil de deux ans à compter de la souscription d'actions issue de l'exercice de bons de souscription d'actions. Ainsi les proportions de réinvestissement qui avaient déjà structurellement augmenté dans les opérations de LBO postérieurement à la crise de 2008, pourraient à nouveau augmenter du fait de ces évolutions fiscales.