

INVESTISSEMENT DES MANAGERS :

QUELQUES REFLEXES SIMPLES POUR BÉNÉFICIER D'UN TRAITEMENT FISCAL FAVORABLE ET ÉVITER DES DÉSILLUSIONS FISCALES

par Jérôme Commerçon, Avocat Associé, et Xavier Colard, Avocat Fiscaliste,



Jérôme Commerçon



Xavier Colard

Dans le cadre des opérations de *private equity*, les managers clés du groupe cible sont amenés à investir en capital aux côtés des investisseurs financiers. S'agissant d'investisseurs généralement minoritaires ayant, de surcroît, un lien particulier avec le groupe cible compte tenu de leur qualité de manager, leur participation au capital est l'occasion de favoriser un alignement entre les intérêts des investisseurs financiers et ceux des managers concernés, mais nécessite un cadre juridique adapté.

Le traitement fiscal de ce type d'investissement est étroitement lié à la nature des instruments utilisés et des modalités d'investissement des managers. Ces dernières conditionnent dès la mise en place de l'opération le régime fiscal applicable, le niveau de risque d'une requalification en salaires par les autorités des revenus éventuellement perçus de l'investissement réalisé, les possibilités d'optimi-

sation ultérieures de la fiscalité applicable à ces gains et la stratégie patrimoniale des managers investisseurs.

Comme souvent, l'assistance d'un conseil expérimenté à chaque étape de l'opération est la clé pour aborder sereinement un investissement de cette nature aux plans juridique et fiscal et, ainsi, bénéficier d'un régime fiscal optimal.

L'investissement des managers intervient généralement dans un cadre juridique très particulier

Les managers peuvent naturellement investir dans des instruments financiers donnant accès à un retour sur investissement et un risque financier équivalent à celui du fonds investisseur. Plus souvent, ils sont toutefois amenés à investir dans des instruments financiers ouvrant droit à un rendement spécifique, leur permettant de capter une partie des gains du fonds d'investissement lorsque l'ac-

croissement de valeur dépasse certaines attentes du fonds, mais présentant également un risque de perte plus élevé.

Compte tenu des liens particuliers existants entre les managers et le groupe cible, cet investissement est généralement encadré par des clauses particulières insérées dans la documentation contractuelle liant les associés afin de s'assurer que les managers resteront personnellement investis dans l'activité du groupe sur la durée de l'ensemble de l'opération et, a minima, sur une durée significative.

Cette prise de participation des managers est également l'occasion de préserver leurs droits d'associés, malgré leur statut de minoritaire, en prévoyant un droit de regard plus ou moins accentué dans la documentation juridique sur la gouvernance du groupe et la réalisation d'opérations structurantes le concernant telles que des opérations de refinancement des dettes du groupe, des opérations de croissance externe et leur financement, la cession d'actifs significatifs et, bien entendu, la sortie du fonds du groupe.

Il est fréquent, enfin, que tout ou partie de l'investissement des managers soit regroupé dans une ou plusieurs sociétés dédiées, généralement à la demande du fonds d'investissement, pour faciliter notamment l'organisation de cette présence minoritaire au capital.

La structuration initiale de l'investissement a un impact déterminant sur le traitement fiscal des gains réalisés en sortie

La nature des instruments financiers dans lesquels les managers investissent et leurs modalités de financement déterminent dès le début de l'opération le cadre fiscal qui leur sera ultérieurement applicable.

Ainsi, un instrument sans prise de risque financier, tels que des *phantom shares*, sera naturellement considéré au moment de la mise à disposition des gains comme un bonus imposable en tant que salaires et supportera un régime fiscal relativement désavantageux. Très souvent, il est néanmoins possible de recourir dans la *venture* au mécanisme fiscalement plus avantageux des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) visés à l'article 163 bis G du code général des impôts et (pour les opérations plus matures ne pouvant satisfaire aux conditions d'ancienneté maximum de 15 ans de la société émettrice ou de seuil du capital détenu directement ou indirectement par des personnes physiques, applicables aux BSPCE) d'actions gratuites visées aux articles L 225-197-1 du code de commerce et 80 *quaterdecies* du code général des impôts.

Les actions gratuites autorisent en effet une certaine flexibilité tout en étant davantage compatibles depuis mi-2015 avec la durée d'une opération de *private equity*, dans la mesure où la durée minimale totale d'acquisition et de conservation des titres est désormais fixée à 2 ans. Elles of-

frent un cadre sécurisé en matière de charges sociales avec l'application d'une contribution patronale forfaitaire désormais fixée à 20% de la valeur des actions gratuites au moment de leur transfert aux managers.

Les actions gratuites font en revanche l'objet d'importantes limitations en termes de seuil de détention, dans la mesure où ces titres ne peuvent pas représenter plus de 10% du capital dans les opérations de *private equity*. De plus, pour les plans autorisés depuis le 1^{er} janvier 2017, le gain d'acquisition (valeur des titres au moment de leur transfert) ne fait l'objet d'un traitement fiscal favorable que pour la partie de ce gain qui n'excède pas annuellement 300 k€ par bénéficiaire. Le gain de cession (différence entre le prix de cession et la valeur des titres à la date de leur acquisition) est de son côté intégralement soumis à la *flat tax* de 30% (hors contribution exceptionnelle sur les hauts revenus).

Les BSPCE, de leur côté, permettent également l'application de la *flat tax* dès lors que leur bénéficiaire a exercé son activité dans la société depuis au moins 3 ans à la date de la cession. Ils requièrent toutefois la mise en place d'un mécanisme de financement pour permettre la libération du prix de souscription des actions au moment de l'exercice des BSPCE.

Cependant, dans une logique d'alignement de leurs intérêts capitalistiques, les fonds sont très attachés à la matérialisation d'un investissement assorti d'une véritable prise de risque financier de la part des managers clés. Un investissement payant est également obligatoire lorsque l'enveloppe de 10% du capital attribuable en actions gratuites a été totalement utilisée ou n'est pas disponible.

Dans ce contexte, les managers souscrivent à des instruments payants, généralement des titres de capital. Pour éviter ou limiter substantiellement le risque de requalification en salaires par les autorités fiscales des gains éventuellement tirés de ces instruments, il est primordial d'être en mesure de justifier de leur acquisition pour une valeur de marché.

A cet égard, une attention particulière doit être attachée aux méthodes de valorisation des instruments. En particulier, lorsque ces instruments font l'objet de seuils de déclenchement (tels que le multiple et/ou le taux de rentabilité interne (TRI) du projet pour l'ensemble des investisseurs en capital) il apparaît crucial de recourir dès la souscription des titres aux services d'un tiers évaluateur rompu à l'exercice de valorisation d'instruments de nature optionnelle (à l'aide de modèles d'évaluation basés sur les méthodes Monte Carlo, Black & Scholes, arbre trinomial...) et maîtrisant parfaitement les pratiques de l'administration fiscale sur la valorisation de ce type d'instruments.

Par principe, les gains réalisés lors de la revente des titres de capital sont soumis à la *flat tax* lorsqu'ils sont vendus directement par le manager investisseur. Si tout ou partie des titres prend la forme d'actions ordinaires, il peut être envisagé sous certaines conditions de souscrire ces dernières par l'intermédiaire d'un plan d'épargne en actions (PEA) afin de limiter les frottements fiscaux à un taux maximum de 17,2% (sous réserve de ne pas faire de retrait du plan avant d'avoir atteint le 5ème anniversaire du plan). L'enveloppe initiale de versement de sommes sur le plan pour permettre la réalisation d'investissements est toutefois limitée à 150 k€, tandis que le fonctionnement du plan est soumis à des conditions très strictes que certaines banques ont parfois du mal à maîtriser s'agissant de l'inscription sur le PEA de titres non cotés. Choisir un bon interlocuteur bancaire en la matière est donc primordial.

En sortie, les managers sont appelés à réaliser des choix patrimoniaux importants

Lors de la revente de sa participation par le fonds d'investissement en place, les managers cèdent généralement également tout ou partie de leurs titres. Si l'acquéreur est un nouveau fonds d'investissement, les managers sont appelés à réinvestir aux côtés des nouveaux associés dans leur holding de reprise.

La détermination de la proportion des titres cédés contre des liquidités immédiates par rapport aux montants réinvestis est le fruit de négociations avec les autres parties à l'opération et résulte d'un équilibre subtil entre la volonté éventuelle des managers de réduire leur niveau de risque financier en monétisant une part significative de leurs titres, leur volonté et celle du fonds de les voir réinvestir, les conditions et modalités de leur réinvestissement et le niveau de risque financier auquel ils seront exposés dans la nouvelle opération par rapport aux perspectives de gain identifiées.

Dans l'hypothèse d'un réinvestissement, il convient de déterminer si la meilleure stratégie applicable consiste à réinvestir par voie d'apport en nature afin de bénéficier d'un sursis d'imposition sur les plus-values latentes sur les titres apportés (en application des dispositions de l'article 150-0 B du code général des impôts) ou de céder les titres en ré-apportant le produit de la vente correspondant afin de déclencher l'imposition immédiate des plus-values. Si cette seconde stratégie peut a priori paraître moins avantageuse, elle est susceptible de présenter un intérêt lorsqu'une augmentation des taux d'imposition significative est attendue.

Lorsque les titres ont été logés en PEA, il est envisageable de procéder de façon quasi indifférente à un réinvestissement par voie d'apport ou de cession avec ré-apport du produit de la vente. Toutefois, les titres reçus dans le cadre

de la nouvelle opération devront prendre la forme d'actions ordinaires. A défaut, le réinvestissement devra être effectué en dehors du PEA et être financé par des montants disponibles en dehors du plan, éventuellement mis à disposition à l'aide d'un prêt ou par voie de retrait du PEA (sous réserve que celui-ci ait atteint au moins 8 ans d'existence pour que le retrait n'entraîne pas la clôture immédiate du plan).

Les managers détenant leurs titres par l'intermédiaire d'une société holding regroupant les différents managers investisseurs ont en principe intérêt d'un point de vue fiscal à céder et/ou apporter directement les titres de cette société. Outre la simplicité accrue de l'opération, l'acquéreur du groupe n'y verra généralement pas de contraintes juridiques ou fiscales significatives. Ce type de modalité de sortie est généralement à organiser en amont, lors de la négociation de la documentation liée à l'investissement initial.

Les liquidités obtenues à la sortie et non réinvesties dans la nouvelle opération peuvent bien entendu être utilisées à des fins de consommation mais uniquement après acquittement de l'impôt relatif à la cession des titres. Afin d'optimiser la cession des titres détenus hors PEA, les managers peuvent également, sous réserve que cette possibilité soit bien admise dans le cadre de la documentation juridique organisant les relations entre associés du groupe, procéder à des opérations de réorganisation patrimoniale permettant de réduire substantiellement l'impôt sur leurs plus-values. Ces réorganisations se mettent en place préalablement à la réalisation définitive de la sortie (entre le signing et le closing de l'opération) et prennent la forme soit d'une donation soit d'un apport à une holding personnelle.

La donation des titres par un manager préalablement à la cession permet de purger intégralement l'imposition des plus-values sur les titres donnés et d'anticiper efficacement une transmission aux enfants, voire au conjoint en fonction du régime matrimonial. En matière de droit de donation, des abattements significatifs sont susceptibles de s'appliquer et, au-delà, le barème applicable reste plus avantageux que le taux de la *flat tax* sur des montants relativement importants. Il est déterminant toutefois que les sommes reçues par le bénéficiaire d'une donation (le donataire) ne fassent pas l'objet d'une réappropriation par le manager donateur. En pratique, il convient également d'anticiper le paiement des frais et droits de donation auprès du notaire en organisant leur financement en amont de la cession des titres. Par ailleurs, la nomination d'un tiers administrateur permet de procéder à des donations de titres à des enfants mineurs en évitant la saisine du juge des tutelles.

De son côté, l'apport des titres à une société holding personnelle peu de temps avant la sortie permet de placer la plus-value latente sur les titres en report d'imposition, conformément aux dispositions de l'article 150-0 B ter du code général des impôts. L'opération nécessite en principe l'intervention d'un commissaire aux apports et doit donc être prise en considération en amont de la réalisation définitive de la sortie. L'opération d'apport-cession n'entraîne pas la purge de la plus-value latente pour le manager, à la différence d'une donation et n'est pas non plus un évènement purement intercalaire comme dans l'hypothèse d'un sursis. Elle permet de figer l'imposition de la plus-value entre les mains du manager tant que les titres de la holding ne sont pas cédés ou que la holding satisfait à ses conditions de réinvestissement du produit de cession. Dans ce contexte, lors de la cession des titres, la société holding personnelle, soumise à l'impôt sur les sociétés, ne réalise de son côté aucune plus-value.

Afin de conserver le bénéfice du report d'imposition suite à la cession des titres, la société holding doit réinvestir dans les 2 ans de la cession 50% du produit reçu par ses soins dans des actifs de nature économique devant être conservés pendant au moins 12 mois. Le placement des 50% restant est totalement libre. Ce régime de faveur permet au manager, de remettre au travail, dans de nouveaux investissements, le montant de l'impôt sur les plus-values qu'il aurait acquitté en cas de cession en direct des titres. A cet égard, les actifs économiques font l'objet d'une définition relativement stricte et les critères d'éligibilité doivent être revus au cas par cas. Le marché tend toutefois à s'organiser et de nombreuses opérations au niveau de risque varié se développent sous forme de *club deal* pour ceux qui ne seraient pas enclins à se lancer seuls dans la recherche de réinvestissements éligibles.

Enfin, il convient de souligner dans les différents scénarios évoqués pour les titres issus d'un plan d'actions gratuites que le gain d'acquisition de ces actions ne peut pas faire l'objet d'un report (apport-cession), d'une purge (donation-cession), ni même d'un sursis d'apport (réinvestissement par voie d'apport en nature dans la nouvelle opération). Seul le gain de cession est de nature à bénéficier de ces mécanismes d'optimisation.

La stratégie patrimoniale doit intégrer la gestion des risques de contrôle fiscal inhérent à ce type d'investissement

En fonction des modalités de structuration de l'investissement des managers, les risques sont plus ou moins grands de voir les autorités fiscales tenter de requalifier en salaires tout ou partie du gain réalisé par chaque manager (y compris pour la partie supposément purgée ou placée en report d'imposition).

Elles considèrent en effet lorsqu'elles pensent pouvoir identifier un avantage accordé à l'entrée dans l'investissement ou pendant la durée de l'opération que tout ou partie des gains en sortie relèvent d'un investissement sans risque, réalisé en dehors des mécanismes légaux d'actionnariat des salariés. S'agissant des titres en PEA, elle demande en outre la clôture immédiate du plan et l'imposition de l'ensemble des gains latents.

S'agissant des plans d'actions gratuites ou de BSPCE, elle peut par ailleurs tenter de déqualifier des plans si elle est en mesure d'identifier une situation de non-respect des conditions d'éligibilité au régime (par exemple une attribution d'actions gratuites au-delà du plafond de 10% du capital).

Ces différents redressements s'accompagnent généralement d'importantes pénalités pour manquement délibéré (40%) voire abus de droit (40% à 80%) et des intérêts de retard.

En matière de cotisations sociales, les autorités compétentes ont également obtenu récemment dans le cadre d'une décision très contestable l'application des cotisations sociales sur l'ensemble du gain réalisé par des salariés sur des titres acquis en dehors d'un mécanisme d'actionnariat salarié réglementé (CA Paris, 6 juill. 2017, n° 14/02741). En attendant que la Cour de cassation rende sa décision dans cette affaire, il convient donc de rester prudent.

Dans ce contexte, il est recommandable de réaliser au moment de la sortie un audit de la robustesse de la structure d'investissement initial des managers, afin d'identifier les zones de risque éventuelles à la lumière des dernières évolutions jurisprudentielles et des pratiques des autorités fiscales et sociales.

En fonction de la nature des risques identifiés et de son chiffrage, différentes stratégies pourront être envisagées, telles que provisionner les sommes nécessaires à un contentieux fiscal, faire une mention expresse sur la déclaration d'impôt ou se rapprocher directement des services centraux. En toute hypothèse, il est préférable que la stratégie retenue soit mise en place de façon concertée avec le conseil et les autres managers investisseurs pouvant être concernés.

En outre, même si les délais de paiement peuvent être longs et que rien n'interdit de financer un redressement fiscal à l'aide d'un emprunt ou d'économies personnelles, il est généralement préférable de prendre en considération ce type de risques dans le montant des donations ou apports réalisées avant une cession. De ce strict point de vue, un apport-cession avec emploi dans des actifs relativement sécurisés est préférable à une donation-cession dans la mesure où le manager aura plus de facilité à récupérer les montants nécessaires pour acquitter les montants supplémentaires dus.