

MANAGEMENT PACKAGE INTERNATIONAL : UNE STRUCTURATION SUR-MESURE COMPTE TENU DES CONTRAINTES ET RISQUES FISCAUX

*par Isabelle Cheradame, associé en corporate,
et Jérôme Commerçon, associé en fiscalité,
Scotto Partners*



Le management package est un sujet incontournable lorsque l'on est impliqué dans une opération de private equity. Il est en effet communément attendu du management qu'il investisse aux côtés du fonds d'investissement dans l'opération de LBO afin de « mouiller sa chemise » et d'être encouragé et associé à la création de valeur dans le groupe.

Si les principes financiers du management package sont bien établis et universels, la structuration de celui-ci, a fortiori en présence d'une équipe de management internationale, requiert du sur-mesure compte tenu des contraintes et risques fiscaux.

Des principes financiers universels

Lors de la mise en place d'un management package, l'enjeu financier consiste à faire investir le management dans des instruments le mettant plus à risque que l'investisseur financier mais lui permettant d'obtenir en contrepartie un meilleur retour sur son investissement. Deux mécanismes permettent d'aboutir à ce résultat :

- le mécanisme dit de *sweet equity* est fondé sur une répartition différente de l'investissement du management et de l'investisseur financier entre actions ordinaires et prêt d'actionnaire (ou autres instruments à rendement prioritaire mais plafonné), permettant au management

de bénéficier dès le départ d'une relation dans le capital de la holding.

■ le mécanisme dit de *ratchet* est fondé sur l'émission de titres dilutifs permettant au management de se reluer en sortie en fonction de l'atteinte de niveaux de performance (TRI/multiple). Généralement, le solde de l'investissement du management est alors consacré à la souscription d'instruments dits *pari passu* lui octroyant une séniorité et un rendement identique à aux instruments du fond.

L'avantage du *sweet equity* tient à la simplicité de ce mécanisme d'effet de levier, fondé simplement sur des actions ordinaires. Par ailleurs, il offre une meilleure protection que le mécanisme de *ratchet* en cas de performance moyenne (d'où un investissement complémentaire en *pari passu* en cas de structure avec *ratchet*). Cependant, son rendement dépendant du taux des titres à rendement fixe et de la durée de l'opération, le montant des intérêts capitalisés risque de réduire voire annihiler l'effet de levier dans l'hypothèse d'une sortie tardive. L'investissement en *sweet equity* encourt des risques de dilution en cas d'injection de fonds supplémentaires, par exemple en cas de croissance externe, le management ayant rarement les moyens financiers de pouvoir participer à la nouvelle augmentation de capital.

A l'inverse, le *ratchet* est un instrument plus souple, permettant un calibrage « sur mesure » de la captation de valeur (il permet par exemple d'envisager différents seuils de déclenchement et pourcentage de captation de valeur). Il intègre par ailleurs plus facilement un mécanisme d'anti-dilution en cas d'injection supplémentaire de fonds au cours de l'opération. Il est toutefois complexe à structurer (nécessitant une documentation statutaire ou contractuelle complexe) et risqué en cas de faible performance (le management ayant investi dans un instrument qui ne capte finalement aucune valeur en sortie).

Une structuration sur mesure

Si la négociation du management package peut se baser sur l'un ou l'autre des mécanismes détaillés ci-dessus, il conviendra de prendre en compte un certain nombre d'éléments avant d'arrêter la structure du package. Les arbitrages dépendront non seulement de la juridiction dans laquelle est constituée la société holding d'acquisition mais aussi de la résidence fiscale des managers.

L'utilisation du *sweet equity* est recommandée dans de nombreux pays, tels l'Allemagne, le Luxembourg ou les Pays-Bas. L'Italie préconise au contraire d'avoir recours au *ratchet*, cet instrument bénéficiant d'une présomption lé-

gale de traitement en plus-value. La France et le Royaume-Uni ont une position moins tranchée, les deux mécanismes étant admis, sous réserve du respect de certaines conditions.

D'autres éléments entrent également en ligne de compte. Ainsi, dans certains pays, le régime d'imposition, voire même d'exonération, dépendra notamment du pourcentage de détention du manager. Tel est le cas au Luxembourg ou encore au Royaume-Uni dans le cadre du *Entrepreneur's Relief*. Les règles concernant le ratio entre actions ordinaires et prêt d'actionnaires imposent également des contraintes de structuration différentes. De même, en cas de société dédiée à l'investissement du management, il conviendra d'être vigilant sur la forme de société utilisée (par exemple des sociétés fiscalement transparentes, telle la KG en Allemagne, ou la SCSp au Luxembourg).

Il est évident que plus l'équipe de management rassemble des dirigeants de résidence fiscale différente, plus il devient complexe de pouvoir identifier un schéma de structuration sécurisé.

Risque de requalification en salaire

Le risque de requalification existe dans tous les pays. En toute hypothèse, il est nécessaire de pouvoir démontrer la prise d'un véritable risque financier ou encore que l'investissement du management est intervenu à une valeur de marché. A défaut, et dans la mesure où les managers ont également la qualité de salarié ou mandataire du groupe, ils risquent de voir leur gain requalifié en salaire et imposé comme tel, avec des pénalités à la clé.

En pratique, le risque est plus élevé en Belgique et au Luxembourg dans la mesure où la différence entre le taux d'imposition des salaires et de la plus-value est la plus importante. L'enjeu sur les charges sociales est également différent selon les pays, les résidents fiscaux français étant les plus exposés en cas de requalification puisque les charges ne sont pas plafonnées.

Enfin, il convient de noter que dans certains pays, l'employeur pourra voir sa responsabilité engagée dans l'hypothèse où le management package est requalifié en salaire et qu'il n'a pas été procédé à une retenue à la source des cotisations sociales et impôts.

Pour être véritablement efficace et fructueuse, la négociation d'un management package doit dès le début impliquer des experts à même d'appréhender les contraintes et risques fiscaux existants. Ceci est d'autant plus crucial pour les équipes de management internationales, où les différentes résidences fiscales renforcent le besoin d'arbitrer entre différentes options de structuration.