

## 579 *Management package et Sweet equity*

Jean-Louis MÉDUS,  
*professeur agrégé des universités,  
 avocat aux barreaux de Paris et de Luxembourg  
 (cabinet Archers)*



**La sophistication des schémas associant les salariés et dirigeants à la création et au partage de la plus-value actionnariale lors des transmissions d'entreprises, la vigilance accrue de l'administration fiscale et du juge à leur endroit exigeant une véritable prise de risque actionnarial de la part des bénéficiaires de ces mécanismes, le recours croissant des praticiens au *sweet equity* associé à des holdings de managers et à de multiples variations autour des valeurs mobilières, justifient une étude de ces pratiques et une analyse fiscale prospective des risques inhérents à ces dernières.**

### Introduction

1 - « La simplicité est la pierre de touche des bonnes idées » se plaisait à dire Raymond Queneau : ou, en langage de fiscaliste, simplicité rime parfois avec robustesse !

Cette pensée se vérifie avec bonheur s'agissant du mécanisme de *sweet equity* utilisé pour structurer les *management packages*... avec d'emblée l'emploi de deux termes anglo-saxons, certes très usités par les praticiens, mais qui impose une brève définition.

Le *management package* désigne usuellement les schémas d'accès des salariés et/ou dirigeants à la qualité d'associé dans des contextes de transmission d'entreprises, de capital développement ou de croissance externe avec recours à un effet de levier, mettant en présence fréquemment deux catégories d'associés que sont, d'une part, des investisseurs financiers en principe peu ou pas impliqués dans la gestion de l'entreprise, et, d'autre part, des associés opérationnels, actifs, qui cumulent en sus de leur qualité d'associés celle de salariés et/ou dirigeants<sup>1</sup>. Ces mécanismes permettent d'associer les managers et les autres actionnaires au partage de la valeur actionnariale, fréquemment dans des conditions inégalitaires en organisant un transfert de valeur des seconds vers les premiers : l'on parle ainsi souvent de rétrocession de valeur ou de plus-value actionnariale pour résumer la finalité économique de ces schémas.

Le développement et la sophistication des opérations de LBO, la nécessité de faire converger les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, ont engendré une complexification des mécanismes de *management package*.

Les instruments visant à servir un rendement actionnarial renforcé aux managers au terme du financement d'une opération de LBO ou de capital-développement se sont multipliés : aux classiques options de souscription d'actions, l'on a adjoint des outils dont certains obéissent à un régime fiscal spécifique et balisé (les actions gratuites, les Bspce), tandis que d'autres, il faut l'admettre, demeurent sinon moins régulés à tout le moins errent dans des zones d'incertitude fiscale propices à contestation par l'Administration et le juge de l'impôt (les promesses de vente de titres aux managers, les bons autonomes ou BSA, les actions ratchet ou de performance, etc.).

Au chapitre des définitions encore, le *sweet equity* consiste à répartir la charge d'un financement de manière inégalitaire entre les associés : tandis que les investisseurs sont invités à ventiler les ressources apportées au projet entre différents supports de financement (actions, obligations convertibles en actions, OBSA, avances en compte-courant, etc.), les managers vont à l'inverse investir uniquement en actions.

Le mécanisme visant à maximiser la part investie par les managers en actions, il est demandé aux investisseurs d'affecter une part substantielle de leurs fonds sur des instruments de dettes ou de fonds propres (ADP Hurdle) ou quasi-fonds propres (OCA, OBSA, etc.) non ou peu dilutifs.

Mécaniquement, pour un investissement équivalent, les salariés et dirigeants vont alors détenir une fraction proportionnellement plus importante du capital que les autres actionnaires, et notamment que les actionnaires financiers.

Au dénouement du montage, l'on met en œuvre ce que la pratique désigne communément du terme de *waterfall* consistant à répartir les produits de cession entre les divers apporteurs en fonction de leur rang de séniorité et des dispositions contractuelles régissant les ressources investies ; les souscripteurs d'emprunt, d'avances en compte-

1. Que nous désignerons parfois par commodité du terme « managers » dans la suite de cet article.

courant ou de quasi-fonds propres reprennent le principal augmenté le cas échéant des intérêts capitalisés non versés, et le reliquat de la valeur d'entreprise revient aux actionnaires<sup>2</sup>.

Les instruments hybrides, que sont les obligations convertibles en actions ou les OBSA (ou autres valeurs mobilières composées), mais encore les actions de préférence Hurdle, remplissent alors une fonction d'ajustement de la part de capital revenant aux investisseurs en permettant de diluer les managers en fonction du niveau de performance financière réalisée, obéissant à une logique simple : plus la performance financière atteinte par les investisseurs est élevée (que celle-ci se mesure en TRI et/ou en multiple sur leur investissement), moins ces derniers convertiront leurs quasi-fonds propres en capital.

Le seul fait de permettre aux managers de maximiser leur part en capital dès l'origine du montage, va ainsi favoriser l'appréhension privilégiée de la valeur actionnariale par cette catégorie d'associés, du moins dans une proportion plus importante que celle qui aurait ré-

sulté d'une contribution égalitaire entre tous les associés aux divers postes de ressources, sous une condition toutefois qui tient au fait que l'entreprise ait augmenté sa valeur d'equity (ou VT) entre la mise en place et le dénouement du montage.

Dernier anglicisme, l'envy ratio permet de mesurer le coefficient de *sweet equity* et d'exprimer, sous forme numérique, l'effort consenti par les associés pour permettre aux managers de maximiser leur part au capital de l'entreprise : plus cet envy ratio est élevé, plus l'effort consenti par les investisseurs est important.

**Exemple :** Pour l'illustrer de manière simple, imaginons un projet de rachat d'une entreprise mené et financé par des managers opérationnels, des investisseurs-actionnaires non impliqués dans la gestion ainsi que le cédant auquel il est demandé de consentir une forme de crédit-vendeur rémunéré.

L'entreprise a une valeur, à l'origine, de 100 et le financement de son rachat est structuré comme suit :

	Actions ordinaires (AO)	ADP Hurdle	ADP Ratchet	% détention capital	OS (1)	OCA (2)	Emprunt senior	Total investi
Investisseurs financiers	7,5	10		87,5 %		26		43,5
Cédant		0,5		2,5 %	4			4,5
<b>Managers</b>	<b>1,8</b>		<b>0,2</b>	<b>10 %</b>				<b>2</b>
Établissements de crédit							50	50
Totaux	9,3	10,5	0,2	100 %	4	26	50	100

(1) Les obligations simples (« OS ») sont assorties d'un intérêt annuel de 6 % capitalisé payable *in fine* ;

(2) Les obligations convertibles en actions (« OCA ») sont convertibles en actions à raison de 1 action nouvelle ordinaire pour 1 obligation, et chaque action est souscrite pour sa valeur nominale à la mise en place de l'opération : les OCA offrent un rendement annuel capitalisé de 9 % en cas de non-conversion (composé d'un intérêt capitalisé de 2 % et d'une prime de non-conversion de 7 %).

Le montant total du capital social est donc de 20 divisé en 3 catégories d'actions :

- des actions ordinaires ;
- des ADP Hurdle ou (actions de préférence à taux) offrant à leur titulaire un rendement prioritaire et plafonné de 10 % ;
- des ADP Ratchet souscrites par les managers qui ne s'activent que dans l'hypothèse où des objectifs prédéfinis de performance actionnariale sont atteints, ces actions étant dénuées de valeur dans le cas contraire ;

En cas de conversion des OCA les investisseurs détiendraient ainsi  $(26 + 10 + 7,5)/(20 + 26)$  des actions soit 94,6 % du capital, diluant fortement les managers.

En fonction de la performance des investisseurs au débouclage de l'opération, le taux de conversion/non-conversion des OCA évolue selon la grille suivante :

- si le multiple des investisseurs sur leur investissement est supérieur à 1,5 et inférieur à 1,8 : conversion de 70 % des OCA ;
- si le multiple des investisseurs sur leur investissement est supérieur ou égal à 1,8 et inférieur à 2 : conversion de 50 % des OCA ;
- si le multiple des investisseurs sur leur investissement est supérieur ou égal à 2 et inférieur à 2,5 : conversion de 25 % des OCA ;
- si le multiple des investisseurs sur leur investissement est supérieur ou égal à 2,5 : aucune conversion des OCA.

Entre les seuils de multiple, le taux de conversion des OCA se détermine par interpolation linéaire. Le « multiple » se calcule à l'issue de l'opération et correspond la plupart du temps pour les investisseurs au rapport (net de rétrocession aux managers) entre les flux versés ou investis (actions, quasi-fonds propres, prêt junior, etc.)/les flux reçus (produits de cession, dividendes, intérêts, etc.).

Les OS sont primées par l'emprunt bancaire senior mais priment les OCA : les OCA sont primées en premier rang par l'emprunt senior et en second rang par les OS.

Dans cette opération, le coût acquitté par les investisseurs pour détenir 87,5 % de l'actif (ou de l'entreprise) est de 43,5, contre un investissement de 2 réalisé par les managers pour détenir 10 % du capital de l'entreprise.

L'envy ratio est ainsi de 2,49 et se mesure comme suit :

$$\frac{[\text{investissement des investisseurs}/\% \text{ du capital}]}{[\text{investissement des managers}/\% \text{ du capital}]} \text{ soit } (43,5/87,5)/(2/10).$$

Prenons désormais l'hypothèse que l'opération réalisée en N se dénoue en N+5 et qu'à ce terme l'entreprise, compte tenu de sa croissance, dispose d'une VE qui se monte à 190 et d'une trésorerie active égale à 0.

2. Pour l'exprimer de manière simple, on distingue usuellement la valeur d'entreprise (ou « VE ») de la valeur des titres ou valeur d'equity ou des fonds propres (notée « VT »), seule cette dernière revenant aux actionnaires.

$VE = VT - \text{Endettement Net}$ .

Où « l'Endettement Net » est la différence entre les différents postes de dettes financières (dette senior, dette mezzanine, quasi-fonds propres, avances d'associés, dettes diverses financières...) et d'engagements hors bilan d'une part, et la trésorerie active nette (cumul des disponibilités et valeurs mobilières de placement) corrigée du besoin en fonds de roulement normatif d'autre part (l'objectif étant que seule la Trésorerie active normative soit prise en compte corrigée des effets de saisonnalité du BFR).

On retiendra les hypothèses suivantes :

- il reste 5 de principal à rembourser au titre de l'emprunt senior de 50 à l'origine ;
- ses OS capitalisés à 6 % représentent un montant de 5,35 ;
- les OCA capitalisés à 9 % non converties représentent un montant de 40 ;
- les ADP Hurdle des investisseurs à 10 % représentent un montant de 16,11 ;
- les ADP Hurdle du cédant à 10 % représentent un montant de 0,81.

Le mécanisme du *waterfall* va consister à répartir cette VE de 190 entre les divers apporteurs de ressources, en respectant une priorité des remboursements/attribution en fonction du degré de « séniorité » des ressources investies.

*Waterfall* simplifié et répartition de la VE de 190

- emprunt senior : 5
- OS capitalisés : 5,35
- OCA (nominal et intérêts actuariels) : 40
- = VT (avant partage de plus-value) revenant aux actionnaires : 139,65 (soit 190 - 5 - 5,35 - 40)
- Répartition finale de la VT (valeur des titres) :
- ADP Hurdle des investisseurs : 16,11
- ADP Hurdle du cédant : 0,81
- Solde intermédiaire et répartition finale : 122,73 (soit 139,65 - 16,11 - 0,81) :
- dont investisseurs : 98,98 ;
- dont managers : 23,75.

	Multiple réalisé	TRI de l'investissement
Investisseurs	3,57 (1)	28,95 %
Cédant	1,37	6,48 %
<b>Managers</b>	<b>11,88 (2)</b>	<b>64,03 %</b>

(1) Soit (40 d'OC + 16,11 ADP Hurdle + 98,98 / 7,5 + 10 + 26)  
 (2) Soit 23,75/2

Pour mémoire si les 20 de fonds propres et de capital social avaient été investis en une seule catégorie d'actions ordinaires, la répartition finale du prix des titres (VT) aurait été la suivante :

	Investissement en capital	% de détention	Répartition de VT de 139,65	Avec structuration ADP Hurdle et ADP Ratchet
Investisseurs	17,5	87,5 %	122,19	115,09
Cédant	0,5	2,5 %	3,49	0,81
Managers	2	10 %	13,97	23,75
<b>totaux</b>	<b>20</b>	<b>100 %</b>	<b>139,65</b>	<b>139,65</b>

On notera que ce schéma de *management package* a été construit essentiellement avec deux outils : le recours au *sweet equity* et l'usage de valeurs mobilières adaptées.

2 - La simplicité, voire la rusticité, du *sweet equity* tranche avec les instruments modernes de *management package*, même s'il se combine la plupart du temps avec les outils sophistiqués évoqués ci-dessus (actions gratuites, actions ratchet, etc.).

Le *sweet equity* tend à devenir le mécanisme de prédilection de structuration des *management package* (1), principalement en raison de l'alignement des intérêts qu'il induit entre actionnaires et dirigeants quant au niveau d'endettement comme ressource de financement, mais aussi du fait de l'hostilité croissante de l'administration fiscale et du juge de l'impôt à l'endroit des outils modernes optionnels d'actionnariat salarié et en réaction à de récentes réformes législatives ayant restreint le champ des valeurs mobilières éligibles au régime du PEA.

C'est au demeurant encore dans les règles fiscales relatives à la déductibilité des charges financières et dans celles tendant à lutter contre la sous-capitalisation que l'on trouve les principaux freins au *sweet equity* (2), les praticiens ayant en retour imaginé divers palliatifs qui appellent quelques développements prospectifs quant à leur robustesse fiscale (3).

### 1. Les raisons du développement du *sweet equity*

3 - Un examen des outils de *management package* et une analyse de leur traitement fiscal et social permet de fournir une explication à l'intérêt que présente le *sweet equity* ; reposant sur une allocation différenciée des ressources de financement en fonction de la qualité de l'associé, il affranchit les protagonistes des affres inhérents aux outils optionnels.

#### A. - La convergence des intérêts des actionnaires et dirigeants et le consensus sur le niveau d'endettement

4 - La littérature économique a mis en lumière les conflits d'agence<sup>3</sup> existants entre des apporteurs de capitaux généralement absents de la gestion opérationnelle et des prises de décision, et des dirigeants ou salariés auxquels incombe la tâche de gérer les ressources ainsi investies par des actionnaires puis de rémunérer ces derniers.

Adam Smith<sup>4</sup> relevait en 1776 que « les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soignée que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds ». À sa suite, Adolf Berle et Gardiner Means<sup>5</sup>, dans leur ouvrage publié en 1932, vont mettre en exergue les dangers inhérents à la séparation entre les actionnaires titulaires de droits de propriété et les organes chargés de la gestion ; John Kenneth Galbraith<sup>6</sup> parlera plus tard de « technostructure » pour désigner cette classe de gestionnaires.

C'est vers la fin des années 1970 que plusieurs auteurs américains vont étudier et dégager le concept de relation d'agence. Particulièrement Stephen A. Ross<sup>7</sup>, Michael C. Jensen et William H. Meckling<sup>8</sup> vont mettre en évidence les conflits naissant entre actionnaires (les

3. Sur ce thème, le lecteur se reportera utilement à l'ouvrage collectif de G. Charreaux, A. Couret, P. Joffre, G. Koenig et B. de Montmorillon, *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise : Economica*, 1987 et spéc. p. 21 à 49. - Pour une synthèse récente de ce courant de pensée, V. O. Weinstein, *Les théories de la firme : Idées économiques et sociales*, 2012, n° 170, p. 6 à 15.

4. A. Smith, *La Richesse des nations*, t. 2, 1776, p. 401.  
 5. A. Berle et G. Means, *The modern corporation and private property* (1932) : New York, MacMillan, 2<sup>e</sup> éd., 1956.

6. J.-K. Galbraith, *The new industrial state* : Penguin Books, 2<sup>e</sup> éd., 1978.

7. S.-A. Ross, *The economic theory of agency : the principal's problem* : *American Economic Review*, 1973, vol. 63, n° 2, p. 134 à 139 ; *the economic theory of*

*Principals*) et dirigeants (les *Agents*) et les coûts que les actionnaires doivent engager pour résoudre ces conflits d'agence : l'accès au statut d'actionnaire doit ainsi permettre d'aligner les intérêts des derniers (dirigeants) avec ceux des premiers (actionnaires).

Les travaux les plus récents de ce courant de pensée économique ont précisément mis l'accent, sinon sur une aversion à la dette des dirigeants (ces derniers préférant sécuriser leur statut et privilégiant *de facto* le financement par capitaux propres au détriment du recours à l'endettement), du moins sur un recours à la dette dictée par des stratégies personnelles aux dirigeants : la variable d'endettement et le niveau de ce dernier sont en quelque sorte déterminés par une fonction d'utilité propre aux dirigeants, par l'asymétrie d'information dont ils profitent et par les signaux qu'ils entendent envoyer aux créanciers et au marché.

Or, le recours à l'endettement – à raison de la déductibilité fiscale des charges financières – va mécaniquement augmenter le rendement des capitaux propres des actionnaires lorsque le coût (net de l'économie fiscale) de la dette sera inférieur au rendement dégagé par les actifs financés, mais il va aussi accroître le risque de faillite (le risque de défaut) pesant sur l'entreprise endettée ; il en résulte une structure d'endettement optimale<sup>9</sup>.

Quel que soit le procédé utilisé, la finalité économique des mécanismes de *management package* consiste à répartir la valeur actionnariale finale non plus seulement en fonction du poids respectif initial des associés au sein du capital social, mais à raison du rendement dégagé sur leur investissement par les investisseurs financiers ou associés « passifs » (que ce rendement s'exprime en TRI ou en multiple sur leur investissement, voire en combinant plusieurs critères) ou en fonction des performances économiques de l'entreprise.

L'associé « actif » cumule *de facto* plusieurs qualités : celle d'associé, voire simplement d'associé « potentiel » lorsqu'il ne détient que des titres optionnels, et celle de salarié et/ou dirigeant actif dans la gestion quotidienne de l'entreprise.

Le *management package* structuré par du *sweet equity* vise notamment à réintroduire un niveau significatif de levier et de financement par endettement, et en quelque sorte à imposer une sorte de convergence des positions entre actionnaires et managers s'agissant de la nature des ressources investies et particulièrement du niveau d'endettement.

Par ailleurs, le *sweet equity* affranchit les acteurs économiques des difficultés inhérentes à la valorisation d'instruments optionnels. En effet, la rétrocession de valeur aux managers s'opère, non plus seulement par le recours à des options ou promesses ou encore sur des actions de performance qu'il y a lieu d'estimer à leur juste valeur sous peine que l'Administration décèle une absence de « prise de risque actionnarial », mais principalement par une ventilation différente des ressources investies en fonction de la catégorie à laquelle appartient l'actionnaire concerné.

Est ainsi éludée l'épineuse question de la valorisation d'actions de différentes catégories puisque managers et investisseurs souscrivent en principe des actions de même nature disposant des mêmes attributs : encore faut-il tempérer cette vision simpliste qui ne correspond pas la plupart du temps aux schémas mis en œuvre qui, outre du *sweet equity*, comportent des titres optionnels.

agency and the principle of similarity, in M.D. Balch et alii, *Essays on economic behavior under uncertainty*, 1974, North Holland, Amsterdam.

8. M.-C. Jensen et W. H. Meckling, *Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure* : *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, p. 305 à 360, spéc. p. 308.

9. Sur ce thème, V. la synthèse, J.-L. Médus, *Gestion des fonds propres et stratégies d'endettement : pour une vision renouvelée de l'intérêt social* : *Dr. fisc.* 2017, n° 10, étude 192, spéc. n° 6.

## B. - La contestation fiscale croissante des mécanismes de *management package*

5 - Le succès du *sweet equity* tient à sa simplicité et au fait qu'il permet, d'une part de fournir une réponse robuste aux griefs avancés par l'administration fiscale dans ses remises en cause, désormais systématiques, des schémas de *management package* articulés autour d'options ou promesses, et d'autre part de s'affranchir d'une législation fiscale qui n'a eu de cesse de restreindre le champ des régimes fiscaux de faveur pour en exclure les instruments classiques de *management package* que sont les bons autonomes ou les actions de performance.

### 1° La position de l'administration fiscale

6 - Très tôt, l'administration fiscale a manifesté son hostilité à l'endroit des situations dans lesquelles<sup>10</sup> « des groupes de sociétés permettaient à leurs dirigeants d'obtenir des avantages financiers importants, ces systèmes étant en dehors des dispositifs légaux d'actionnariat des salariés consistant à offrir soit des options d'achat portant sur des titres, soit plus généralement la possibilité d'acheter et de revendre des titres à des conditions préférentielles fixées d'avance ».

L'Administration « constatait que les sociétés en cause s'étaient privées d'un gain important au bénéfice des intéressés et que ceux-ci avaient, soit omis de déclarer l'avantage correspondant, soit l'avaient déclaré dans la catégorie des plus-values sur valeurs mobilières, inappropriée dans les circonstances de l'espèce » et concluait que dans une telle situation « où un dirigeant salarié ou toute autre personne en relation d'affaires avec un groupe de sociétés bénéficie d'options de souscription ou d'achat d'actions en dehors du dispositif légal, ou se voit offrir la possibilité d'acheter ou/et de vendre dans des conditions préférentielles des titres d'une société, l'administration se réserve le droit de requalifier le gain réalisé à cette occasion et de le taxer non pas dans la catégorie des plus-values sur valeurs mobilières mais [...] au barème progressif de l'impôt sur le revenu ».

C'est encore ce que rappelle l'Administration dans une réponse ministérielle Baeumler du 14 mai 2001 considérant que « tous les avantages en nature ou en argent accordés à un salarié, qui trouvent leur origine dans le contrat de travail liant l'intéressé à son employeur, entrent dans le champ d'application de l'impôt sur le revenu et sont imposables, au même titre que la rémunération principale, dans la catégorie des traitements et salaires [...] ; à ce titre la faculté offerte à des salariés d'acquérir les actions de l'entreprise à un prix inférieur à leur valeur réelle s'analyse, lorsqu'elle est exercée, et à due concurrence de l'avantage alors constaté, comme un complément de salaire imposable dans les conditions de droit commun, [...] cet avantage étant consenti dans le cadre d'aucun des dispositifs d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié »<sup>11</sup>.

La catégorie de rattachement du gain peut cependant varier ; lorsque la gratification accordée au dirigeant consiste en des bons de performance rattachés au contrat de travail, la plus-value de cession sera imposable en tant que « traitements et salaires »<sup>12</sup>, alors qu'elle sera traitée en BNC s'agissant « d'une activité personnelle déployée indépendamment de l'activité de dirigeant ».

Plus particulièrement, l'Administration s'attache à rechercher l'existence de deux indices.

En premier lieu, le salarié et/ou dirigeant concerné a-t-il souscrit les titres optionnels pour une valeur « normale »... ou bien a-t-il au

10. V. not., BOI-RSA-ES-20-10-20-50, 18 août 2014, § 20.

11. Rép. min. n° 50871 : JOAN 14 mai 2001, p. 2810, J.-P. Baeumler, à M.

12. Sur la question de la requalification des gains en capital en salaires, BNC ou revenu distribué, particulièrement en présence de BSA, V. J.-L. Médus, *Bons de souscription autonomes, options sur titres : considérations fiscales* : JCP E 1996, 539, spéc. n° 7 à 17.

contraire bénéficié de conditions préférentielles ? C'est sur ce critère que le tribunal de Strasbourg a jugé que l'acquisition à un prix préférentiel d'actions de la société qui l'emploie par un salarié constituait un salaire<sup>13</sup>, et qu'à l'inverse le tribunal administratif de Paris a récemment considéré que l'absence de conditions préférentielles lors de l'octroi de BSA à un dirigeant évinçait la requalification en salaires<sup>14</sup>.

En second lieu, le salarié et/ou dirigeant concerné assume-t-il une véritable « prise de risque », et s'expose-t-il à un aléa ? Dès lors que les gains (ou l'espérance de gain) du dirigeant ne présentent aucun caractère aléatoire, l'Administration y décèle une situation justifiant la requalification du produit issu de la vente des titres.

Le salaire se déduit généralement du statut juridique de la personne qui le perçoit (même si la qualification fiscale de « salaire » n'est plus réservée à la seule personne en situation de subordination) mais surtout de l'absence d'aléa inhérent à sa réalisation...ce qui n'exclut pas que la perception de ce gain salarial présente un caractère économiquement risqué.

C'est aussi ce que l'Autorité des marchés financiers relevait dans son rapport mensuel<sup>15</sup> en précisant qu'elle veillait à ce que les plans d'attribution de bons autonomes, consentis en marge des mécanismes de l'actionnariat salarié aux dirigeants d'entreprises faisant appel public à l'épargne, traduisent une « prise de risque immédiate de chacun des bénéficiaires, à raison du prix qui leur est demandé pour acquérir les bons [...] ces émissions de BSA réservées aux salariés et aux dirigeants portant un très fort risque de requalification fiscale et sociale ».

Cette attitude méfiante de l'administration fiscale envers les *management packages* trouvait son aboutissement dans la publication d'une carte des pratiques et montages abusifs en avril 2015<sup>16</sup> où elle stigmatisait à nouveau « certains dispositifs d'intéressement de dirigeants ou cadres salariés qui ne sont pas spécifiquement encadrés par des dispositions légales. Tel est notamment le cas des opérations à fort effet de levier de type LBO portant sur les titres de ces sociétés. Ces montages reposent sur l'octroi, lors de l'acquisition ou la cession de ces titres, de conditions préférentielles, généralement indexées sur la rentabilité de l'investissement de l'investisseur financier partie à l'opération. Or lorsque les titres sont attribués dans des conditions préférentielles octroyées eu égard à la qualité de salarié ou mandataire social sans aucune prise de risque financière ou en contrepartie d'un investissement modique, les gains qui en sont issus constituent un avantage en argent imposable dans la catégorie des traitements et salaires (CE, 26 septembre 2014, n° 365573). Dès lors, ces montages, s'ils ne présentent pas un caractère systématiquement frauduleux, peuvent conduire à exonérer à tort les gains réalisés (inscription des titres dans un PEA) ou à leur faire bénéficier indûment des avantages liés au régime social (absence de cotisations sociales) et fiscal des plus-values mobilières (application d'abattements, différés d'imposition...) ». L'Administration s'autorise alors « à procéder à une requalification du gain réalisé le plus souvent à l'issue de l'opération pour l'imposer, non pas dans la catégorie des plus-values, mais dans celle des salaires. La procédure d'abus de droit fiscal peut être mise en œuvre lorsque les cadres-dirigeants ont eu recours à un montage destiné à effacer toute imposition (PEA, interposition d'une structure...), auquel cas les rappels correspondants sont assortis d'une majoration de 80 % ».

## 2° La position du juge de l'impôt

7 - Le juge de l'impôt a nécessairement été amené à se prononcer sur le traitement fiscal applicable en pareille circonstance<sup>17</sup>; le gain réalisé par un associé-manager « actif » au moment de la cession de ses droits sociaux est-il rattachable à son statut de salarié ou de dirigeant, tel un accessoire à son revenu de dirigeant, ou bien constitue-t-il au contraire une plus-value de cession de valeurs mobilières, voire un revenu de capitaux mobiliers ou encore un revenu inconnu imposable en BNC ?

L'imposition du gain n'est à l'évidence pas la même selon la qualification retenue. Le cumul de qualités au sein de la même entreprise, salarié et/ou dirigeant d'une part, et associé d'autre part, est ainsi source d'incertitude fiscale puisque l'on peut hésiter sur le choix de la catégorie de rattachement du « gain » dégagé à l'occasion de la cession par ce dirigeant et/ou salarié de ses actions ou parts sociales.

Divers auteurs ont souligné ce danger en indiquant qu'il fallait « veiller à ne pas taxer comme revenu d'une activité la plus-value due à l'augmentation de la valeur de l'action qui n'est que le résultat normal de l'activité déployée par le chef d'entreprise »<sup>18</sup>.

### a) La méfiance apaisée du juge à l'endroit du dirigeant/salarié-actionnaire

8 - La jurisprudence s'est très tôt attachée à imposer distinctement les produits issus de la cession par une personne physique de participations en capital selon que l'opération procédait d'une gestion d'un patrimoine privé ou, à l'inverse, selon que ces revenus avaient un caractère professionnel et qu'ils ne pouvaient pas se rattacher à une catégorie d'imposition précise de revenus professionnels ; dans le premier cas il s'agissait d'un gain en capital imposable en vertu du régime général des plus-values mobilières, et dans le second d'un bénéfice non commercial<sup>19</sup>.

17. Pour une synthèse sur ce thème, V. J.-L. Médus, *Le salarié ou dirigeant actionnaire : réflexions sur la fiscalité des management packages* : BJS 2012, p. 453 et s. ; *Actualités fiscales sur la requalification des management packages* : JCP E 2013, 1592 ; *Le manager, la transmission d'entreprise et le fisc*, in *Écrits de fiscalité des entreprises, études à la mémoire du Pr M. Cozian* : Litec, 2009, p. 459. - V. encore D. Gutmann, *Brèves remarques sur l'ambiguïté fiscale du salariat* : Dr. fisc. 2016, n° 9, étude 187. - J. Jeausserand et T. Audouard, *Management packages et autres outils d'accès au capital des dirigeants et salariés* : Dr. fisc. 2016, n° 9, étude 188 ; *Management packages : comment discerner la main du salarié de celle du capitaliste ?*, note ss TA Paris, 1<sup>re</sup> sect., 1<sup>er</sup> ch., 12 juill. 2016, n° 1431589/1-1, C : JurisData n° 2016-024481 : Dr. fisc. 2016, n° 48, comm 608, concl. A. Segretain. - J. Turot, J. Jeausserand et T. Audouard, *Requalification en salaires d'un management package : le Conseil d'Etat refuse-t-il aux salariés de se faire capitalistes ?*, note ss CE, 3<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ss-sect., 26 sept. 2014, n° 365573, Gaillochet : JurisData n° 2014-022460 : Dr. fisc. 2014, n° 47, comm 636, concl. E. Cortot-Bouchet.
18. Concl. E. Glaser ss CE, 3<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ss-sect., 27 juill. 2009, n° 300456, Billon : JurisData n° 2009-081529 ; Lebon T., p. 690 ; Dr. fisc. 2009, n° 46, comm. 535, concl. E. Glaser. - V. RJF 2009, n° 1085. - V. encore É. Ginter, *Il faut qu'une porte soit ouverte ou fermée* : BGFE 3/06 p. 1. - V. Daumas, *L'insoutenable légèreté des gains issus de capitaux mobiliers* : RJF 2009, p. 949. L'arrêt Billon du 27 juillet 2009 annule CAA Lyon, 5<sup>e</sup> ch., 2 nov. 2006, n° 02LY02146, M. Billon : JurisData n° 2006-330737 ; Dr. sociétés 2007, comm. 104, n° 5, note J.-L. Pierre ; RJF 2007/4, n° 474. - Sur une analyse d'ensemble, V. encore M. Fourriques, *imposition des produits de cession de titres réalisés par les dirigeants de sociétés : régime des plus-values ou BNC ?* : BJS 2009, p. 1144 et s.
19. V. en ce sens, CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ss-sect., 14 févr. 2001, n° 189572, M. Boniface : JurisData n° 2001-061673 ; Dr. fisc. 2001, n° 27, comm. 618, concl. J. Courtil ; Dr. sociétés 2001, comm. 105, note J.-L. Pierre ; RJF 2001, n° 614 ; BGFE 2001, n° 3, p. 12, obs. J.-L. Pierre. - CE, 3<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ss-sect., 3 févr. 2003, n° 232040, M. Roche : JurisData n° 2003-080291 ; Dr. fisc. 2003, n° 28, comm. 525 ; Dr. sociétés 2003, comm. 96, note J.-L. Pierre ; RJF 2003, n° 432, p. 307 et s., concl. F. Sèners ; RJF 2003, n° 432. - CE, 3<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ss-sect., 5 nov. 2003, n° 241201, M. Riglet : JurisData n° 2003-080460 ; Lebon T., p. 735 ; Dr. fisc. 2004, n° 21, comm. 508, concl. F. Sèners ; RJF 1/2004, n° 41 ; RJF 12/2003, p. 943, chron. L. Olléon ; BGFE 2004, n° 1, p. 13, obs. J.-L. Pierre. -

13. TA Strasbourg, 1<sup>re</sup> ch., 8 mars 2005, n° 013211, Weingaessel : RJF 4/2006, n° 383. - Confirmé par CAA Nancy, 2<sup>e</sup> ch., 16 mai 2007, n° 05NC00560, Weingaessel.

14. TA Paris, 8 mars 2017, n° 1513163, G7.

15. Bull. COB, n° 366, p. 89 et 90.

16. [www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/dgfp/contrôle\\_fiscal/montages\\_abusifs/Fiche\\_01\\_Management\\_package\\_2017-05-23.pdf](http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/dgfp/contrôle_fiscal/montages_abusifs/Fiche_01_Management_package_2017-05-23.pdf).

Dans son premier état, la jurisprudence appliquait l'article 92, 1 du CGI<sup>20</sup> et requalifiait en BNC le gain issu de la cession d'actions lorsqu'elle estimait que le contribuable avait déployé une activité d'ensemble, la réalisation de la plus-value résultant de ce cumul de fonctions<sup>21</sup>.

De même, le profit retiré d'une cession de titres qui rémunérait en réalité des services rendus par le contribuable dont les diligences avaient permis de regrouper des activités éparses au sein de deux sociétés, constituait non un gain en capital mais un bénéfice non commercial<sup>22</sup>.

Dès lors que la plus-value ne procédait pas du seul exercice d'une fonction de direction, mais qu'elle résultait aussi de fonctions personnelles, il y avait ainsi une « activité d'ensemble » déployée par le contribuable, de sorte que cette plus-value était dénaturée et devenait imposable dans la catégorie des BNC<sup>23</sup>.

Dans un second temps, le Conseil d'État adoucit le trait et fit évoluer le critère de requalification considérant que les plus-values tirées de la cession de droits sociaux ne pouvaient qu'exceptionnellement entrer dans la catégorie fourre-tout des revenus innommés de l'article 92, 1 du CGI lorsque le gain en capital s'analysait comme « la contrepartie d'une activité personnelle déployée par le cédant, exercée à titre professionnel, en vue d'augmenter la valeur des titres cédés »<sup>24</sup>.

Cette décision Fontana maintenait la qualification de plus-value de cession de valeurs mobilières au gain réalisé par des dirigeants lors de la vente de leurs actions alors que celui-ci était conditionné à l'atteinte de critères de performance et au fait que les dirigeants restent actifs dans l'entreprise.

Cette nouvelle formulation visait à protéger le salarié et/ou dirigeant-actionnaire puisque le seul fait de diriger une entreprise tout en étant associé de celle-ci ne suffisait plus à entraîner la requalification en salaires ou en revenus innommés des gains réalisés par ledit dirigeant lors de la cession de ses titres.

C'est le principal enseignement d'une jurisprudence Serfaty<sup>25</sup> : l'activité déployée par un dirigeant agissant en cette qualité ne suffit à caractériser « l'activité professionnelle autonome et personnelle ».

La jurisprudence Serfaty sanctuarise ainsi l'action du dirigeant prise en tant que telle ; la décision précitée Fontana et De Framond du 7 novembre 2008 confirme cette analyse en y ajoutant que le fait qu'un dirigeant-cédant demeure actif dans la société cédée ne saurait suffire à dénaturer en BNC le complément de prix de cession qu'il

perçoit postérieurement, mais elle en limite toutefois quelque peu la portée, puisque sa lecture combinée avec celle de l'espèce Gaucher du 6 février 1984 laisse à penser que la requalification en BNC pourrait être encourue lorsque le contribuable a dirigé simultanément plusieurs entreprises en exerçant une action personnelle supplémentaire permettant d'influencer de manière significative la valorisation croisée des titres cédés.

Une telle requalification demeurait ainsi l'exception<sup>26</sup> : le juge de l'impôt avait au final élaboré une construction prétorienne assez protectrice du salarié ou dirigeant par ailleurs actionnaire... Mais encore faut-il souligner que ces décisions avaient trait à des schémas simples et ne concernaient quasiment jamais un manager détenteur de titres optionnels ou d'actions de performance.

#### b) La méfiance ravivée du juge ; variations autour du « risque actionnarial »

9 - La sophistication croissante des montages de *management package*, parfois conjuguée avec quelques raccourcis intellectuels de certains praticiens, va conduire le juge de l'impôt à affiner et durcir sa jurisprudence ; sans aller jusqu'à renier sa position de principe exprimée dans les espèces Fontana De Framond et Serfaty tendant à considérer que l'activité déployée par un dirigeant concourant à la valorisation de la société dont il était actionnaire ne suffit pas à entraîner la requalification en traitements et salaires du gain réalisé lors de la cession de ses actions, l'Administration et à sa suite le juge fiscal vont cependant exiger une véritable prise de risque actionnarial de la part de ce salarié ou dirigeant associé à un partage des plus-values.

#### 1) Le sujet de la juste valorisation des titres ratchet : les affaires Gaillochet, Editis et G7

10 - L'espèce *Gaillochet*<sup>27</sup> est la première se prononçant sur le sujet des simples promesses (contractuelles, par opposition aux « options » résultant de valeurs mobilières de l'article L. 228-91 du Code de commerce ou d'options de souscription ou d'achat d'actions prévues aux articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce) consenties par des investisseurs à un manager pour l'intéresser à la création de valeur actionnariale.

Pour résumer les faits, on rappellera que M. Gaillochet avait constitué le 5 août 1999 une holding de reprise (Hubert Finance) avec divers investisseurs financiers afin de procéder au rachat du groupe industriel Hubert via une opération de LBO. Le 3 septembre 1999 les investisseurs financiers ont consenti à M. Gaillochet, dirigeant opérationnel du groupe et associé de la holding Hubert finance, une promesse de vente d'actions<sup>28</sup> de la société Hubert Finance moyennant le paiement, par M. Gaillochet bénéficiaire de la promesse,

Sur la jurisprudence plus ancienne, on consultera notamment, V. CE, 7<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ss-sect., 6 nov. 1991, n° 76356, Vangheluwe ; Dr. fisc. 1992, n° 21-22, comm. 1046, concl. M.-D. Hagelsteen ; RJF 1991, n° 1525.

20. CGI, art. 92, 1 : « Sont considérés comme provenant de l'exercice d'une profession non commerciale ou comme revenus assimilés aux bénéfices non commerciaux, les bénéfices des professions libérales, des charges et offices dont les titulaires n'ont pas la qualité de commerçants et de toutes occupations, exploitations lucratives et sources de profits ne se rattachant pas à une autre catégorie de bénéfices ou de revenus ».

21. CE, 1<sup>re</sup> ss-sect., 3 nov. 1972, n° 81821 ; Dr. fisc. 1973, n° 40, comm. 1357, concl. J. Delmas-Marsalet ; Dupont 1973, p. 27.

22. CE, 12 nov. 1969, n° 66633 ; Dr. fisc. 1969, n° 50, comm. 1475.

23. Sur le contenu de cette notion « d'activité d'ensemble », V. CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 26 févr. 2003, n° 222163, M. Flament ; JurisData n° 2003-080287 ; Dr. fisc. 2003, n° 20, comm. 380, concl. C. Maugué, note M. Sierczek-Abitan ; RJF 2003, n° 535.

24. CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ss-sect., 7 nov. 2008, n° 301642, Fontana et de Framond ; JurisData n° 2008-081396 ; Lebon T., p. 672 ; Dr. fisc. 2008, n° 52, comm. 646, concl. L. Olléon ; RJF 1/2009, n° 56, chron. p. 3. – Censurant CAA Paris, 5<sup>e</sup> ch. B, 4 déc. 2006, n° 05PA04472, min. c/ M. Fontana et Framond ; JurisData n° 2006-330125 ; Dr. fisc. 2007, n° 17, comm. 475 ; RJF 8-9/2007, n° 947.

25. CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 18 janv. 2006, n° 265790. – CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 18 janv. 2006, n° 265791, Serfaty ; JurisData n° 2006-080887 ; Dr. fisc. 2006, n° 41, comm. 649, concl. C. Verot, note E. Meier ; RJF 4/2006, n° 378 ; BGFE 2006, n° 2, p. 16, obs. Y de Givré.

26. V. concl. O. Fouquet ss CE, 7<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 6 févr. 1984, n° 20325, M. Gaucher ; JurisData n° 1984-608458 ; Dr. fisc. 1984, n° 26, comm. 1252, concl. O. Fouquet ; RJF 1984, n° 444, considérant que la taxation de cessions de droits sociaux en tant que BNC doit constituer une solution très exceptionnelle.

27. CAA Paris, 2<sup>e</sup> ch., 28 nov. 2012, n° 11PA03464, min. c/ M. Bonny ; JurisData n° 2012-033233 ; Dr. fisc. 2013, n° 17, comm. 254, concl. Y. Egloff, note J. Jausserand et T. Audouard. – Pour un commentaire des premières décisions rendues dans cette espèce, V. J.-L. Médus, *Actualités fiscales sur la requalification des management packages*, préc. note n° 12. – J. Jausserand et T. Audouard, *Fiscalité des managements packages : quelle conclusion tirer des arrêts de la cour administrative d'appel de Paris du 28 novembre 2012 ?*, note ss CAA Paris, 2<sup>e</sup> ch., 28 nov. 2012, n° 11PA03464, min. c/ M. Bonny ; Dr. fisc. 2013, n° 17, comm. 254, préc. note n° 28.

28. Exactement deux promesses, 1G et 2G, furent consenties à M. Gaillochet par trois des associés de Hubert Finance ; la première portait sur un nombre fixe d'actions tandis que la seconde portait sur un nombre variable d'actions compris entre 0 (correspondant à un TRI inférieur à 25 %) et 35 719 actions (correspondant à un TRI de 40 %) le nombre final étant ainsi fonction du TRI réalisé sur l'opération par les investisseurs, avec une borne basse à 25 % et une borne haute à 40 % au-delà de laquelle plus aucune rétrocession additionnelle n'était allouée au manager.

d'une indemnité d'immobilisation de 13 613 euros. Exactement, au terme de cette promesse, M. Gaillochet avait la faculté (et non l'obligation) d'acquérir un nombre variable d'actions de la holding de reprise, au prix unitaire de 7,62 €, sous principalement deux conditions :

- qu'il exerce des fonctions de direction au sein du groupe Hubert pendant au moins 5 ans à compter de l'organisation du LBO ;

- que les investisseurs réalisent un certain TRI sur leur investissement, plus le rendement dégagé par ces derniers étant élevé, plus important étant le nombre d'actions cédées (au prix fixe de 7,62 €) par les investisseurs en exercice de la promesse.

En 2004 une société IAWS va présenter une offre de rachat de la société Hubert Finance valorisant l'action ordinaire au prix unitaire de 65,77 €. Le 9 décembre 2004, M. Gaillochet, exerçant alors la promesse dont il bénéficiait, va acquérir 35 719 actions Hubert Finance, chiffre déterminé en fonction du rendement réalisé par les investisseurs financiers sur leur investissement, pour les revendre le lendemain (au prix unitaire de 65,77 €) à l'acquéreur du groupe Hubert.

Le gain réalisé par M. Gaillochet au titre de la promesse va représenter un peu plus de 2 millions d'euros, qu'il va déclarer en tant que plus-value taxable à l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire de 16 %.

La cour administrative d'appel, censurant le tribunal administratif de Paris qui avait estimé que M. Gaillochet avait pris un véritable risque d'investisseur, va relever que « l'indemnité d'immobilisation d'un montant inférieur à 1 % du gain retiré par M. Gaillochet de la cession de ses 35 719 actions Hubert Finance avait un caractère modique » de telle sorte que « le gain retiré par M. Gaillochet de la cession des actions Hubert Finance, dont il était à la fois l'actionnaire et le dirigeant, avait le caractère, non d'un revenu en capital, mais d'un avantage en argent... que par suite ce gain était imposable dans la catégorie des traitements et salaires ».

Décision largement commentée et critiquée par la doctrine, en ce que, péle-mêle, elle

- assimile, à tort, des promesses innommées consenties entre associés à des options octroyées par la société émettrice à des salariés ou dirigeants (au sens *C. com., art. L. 225-177 et s.*), pour faire entrer de force les promesses dans le régime fiscal des options en distinguant ainsi l'avantage de la plus-value de cession avec les conséquences fiscales qui s'y attachent ;

L'avantage, rappelons-le, correspond à la différence entre la valeur de l'action au jour de la levée de l'option et le prix d'exercice (7,62 €), tandis que la plus-value correspond à la différence entre le prix de cession final de l'action et la valeur de l'action au jour de l'exercice de l'option ; dès lors que la levée de l'option (9 décembre 2004) intervient quasi concomitamment à la vente de l'action (10 décembre 2004), la cour prenant le soin de relever que la valeur de l'action n'a pas évolué sur une journée, le gain réalisé par le contribuable n'est constitué que d'un avantage et la plus-value est réduite à la portion congrue voire inexistante.

La cour administrative d'appel suivit en cela les conclusions du rapporteur public estimant que « si la nature du gain en capital est indiscutable en ce qui concerne la plus-value de cession, elle ne peut pas être retenue pour la plus-value d'acquisition » laquelle « ne résulte pas de la variation de la valeur d'un titre, mais trouve sa source dans l'avantage ».

Or, l'avantage résultant de l'exercice d'options constitue un complément de salaire imposable au terme de l'article 80 bis du CGI :

- fait fi de l'argument opposé à l'administration fiscale tenant au fait que l'avantage est consenti non par l'employeur mais par un autre associé, ce qui devait exclure la qualification de salaire... mais il faut bien admettre qu'une application extensive et torturée de la jurispru-

dence Legendre lui permettait de sauter allègrement à pieds joints par-dessus cette difficulté<sup>29</sup> ;

- apprécie le caractère modique de l'indemnité d'immobilisation (prix de l'option) en la comparant, non pas à la valeur du sous-jacent au moment de l'octroi de la promesse comme il eût fallu, mais au gain réalisé lors de la cession des actions.

La cour estima exactement que « le dirigeant n'avait supporté aucun risque en capital compte tenu du caractère modique, dans les circonstances de l'espèce, de l'indemnité d'immobilisation » ;

- considère que l'avantage consenti (consistant en la possibilité de réaliser une plus-value ou d'éviter une perte) trouvait sa source dans l'activité salariée du bénéficiaire, de telle sorte que le gain en résultant – comme par attraction du statut fiscal du bénéficiaire – devait être imposé dans la catégorie des traitements et salaires alors même que la cession de ses actions était assortie de la souscription d'une garantie de passif.

Juge de cassation, le Conseil d'État<sup>30</sup> va rejeter le pourvoi contre la décision de la cour administrative.

Sans véritablement suivre l'analyse du rapporteur public, Madame Cortot-Boucher confondant (ou plus justement assimilant) les options consenties par une société émettrice avec les promesses conclues entre associés, et sans reprendre le visa de l'article 80 bis du CGI, le Conseil d'État va relever quatre éléments pour valider la décision d'appel :

- l'attribution de la promesse était liée à la nomination du bénéficiaire en tant que dirigeant ;

- et l'avantage consenti au contribuable et la faculté d'exercice de l'option étaient subordonnés au maintien de l'intéressé, de manière active, dans ses fonctions de direction pendant au moins 5 ans, l'option étant ainsi une sorte d'accessoire au contrat de travail ;

- et le nombre d'actions pouvant être acquises en exercice de la promesse dépendait du TRI dégagé par les investisseurs financiers sur l'opération ;

- et l'indemnité d'immobilisation avait un caractère modique témoignant d'une absence de prise de risque de la part du dirigeant.

Les premiers arguments, nous l'avons indiqué en son temps, sont inopérants et ne peuvent suffire à justifier la requalification du gain en salaires : il en va autrement du dernier qui met l'accent sur la notion de « prise de risque actionnarial ».

Noyé au cœur d'arguments parfois inappropriés, le véritable motif de la décision tient certainement à cette absence (ou quasi-absence) de prise de risque actionnarial : en acquittant une indemnité d'immobilisation (qu'il pouvait certes perdre) « modique », le dirigeant était confronté à une espérance de gain sans risque significatif de perte, ce qui est le signe de l'absence d'aléa... caractéristique du salariat.

Mais en l'espèce, le juge de cassation n'est pas allé au fond du débat pour corriger l'erreur de raisonnement de la cour d'administrative d'appel puisque la comparaison du prix de l'option (indemnité d'immobilisation) au gain final est dépourvue de sens financier ; c'est bien à la valeur du sous-jacent auquel l'option donne accès qu'il faut comparer le prix de cette dernière, en prenant alors en compte d'autres éléments tels que la liquidité du titre, les éventuelles stipulations

29. CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 23 juill. 2010, n° 313445, M. Legendre : *JurisData* n° 2010-012378 ; *Dr. fisc.* 2010, n° 46, comm. 560, concl. D. Hedary ; *RJF* 11/2010 n° 1016. – qui concernait une indemnité perçue pour renonciation à des stock-options qui fut requalifiée en salaires alors que l'auteur du versement (en l'occurrence le nouvel actionnaire) n'était pas l'employeur du bénéficiaire.

30. CE, 3<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> ss-sect., 26 sept. 2014, n° 365573, Gaillochet : *JurisData* n° 2014-022460 ; *Dr. fisc.* 2014, n° 47, comm. 636, concl. E. Cortot-Bouchet, note J. Turot, J. Jeausserand et T. Audouard ; *RJF* 12/2014, n° 1099. – V. N. Labrune, *les gains de management package, des objets fiscaux non identifiés ?* : *RJF* 2014, p. 1043.

d'inaliénabilité, les contraintes actionnariales pesant sur un manager minoritaire (et résultant notamment des clauses de drag along, d'agrément, etc.) les rendement minimaux ou *hurdle* à servir aux investisseurs prioritaires avant de rémunérer les autres actionnaires...

**11 - La récente affaire Eeditis<sup>31</sup>** revient sur le sujet de la juste valorisation des instruments de *management package* et la prise d'un risque d'investisseur par les managers bénéficiaires de ces mécanismes.

Le montage en cause, assez complexe, est caractéristique des pratiques actuelles en matière de *management package*, combinant les divers outils avec une logique de *sweet equity*.

Le 30 septembre 2004 une société Odyssee holding est constituée sous l'impulsion du groupe financier B investissement aux fins de racheter pour 600 M €M € (dont 180 millions financés en fonds propres) la branche éditoriale Eeditis Holding, laquelle sera revendue le 30 mai 2008 (soit moins de 4 années plus tard) pour une valeur de 1 026 M €M € (dont une valeur des titres de 526 millions €).

Notons d'emblée que si le montage ne comportait pas de promesses innommées (comme ce fut le cas dans l'espèce Gaillochet), il combinait divers instruments et structures auxquelles les managers du groupe furent associés :

- Odyssee Holding est la société cessionnaire qui va émettre des obligations et encore souscrire une dette senior pour le financement du rachat du groupe Edits ;

- Odyssee Holding est détenue en totalité par une société dénommée Ofilux Finance (du groupe B investissement) ; Ofilux Finance va initier le montage, constituer en tant qu'associé unique les diverses sociétés puis en céder une partie du capital à ses propres dirigeants ainsi qu'aux managers du groupe racheté Eeditis3

Interviennent alors les sociétés de managers, à savoir :

- Odyssee 3 qui est détenue à 28,6 % par une société Compagnie de l'Odyssee (regroupant les cadres du groupe B investissement), à 10 % par une société Odyssee Management (regroupant au final les 13 cadres du groupe Eeditis) et enfin à 61,4 % par la société Ofilux Finance (détenue en totalité par l'investisseur) ;

- Odyssee 3 n'est pas associé de Odyssee Holding mais va souscrire des obligations émises par cette dernière ; pour ce faire Odyssee 3 va à son tour émettre des obligations souscrites par Ofilux Finance (société contrôlée par l'investisseur qui de facto assure une part substantielle du financement en fonds propres de l'opération).

Interviennent ensuite les instruments d'intéressement actionnarial du management :

- Odyssee Holding va émettre des Bons autonomes dits « BSA TopCo » qui vont être souscrits par la société Odyssee 3.

Ces BSA TopCo ne sont exerçables que lors du dénouement du LBO (qui interviendra donc en mai 2008) en fonction du TRI réalisé par l'investisseur financier, obéissant à une logique en vertu de laquelle plus le TRI de l'investisseur est élevé, plus le nombre de BSA TopCo exercés est important ;

- Odyssee 3 va à son tour émettre des bons autonomes dits « BSA Hurdle » d'une part, et des actions à bons de souscription d'actions dits « ABSA Ratchet » d'autre part.

Très classiquement, les BSA Hurdle et ABSA Ratchet fonctionnent de manière combinée : les BSA Hurdle permettent à l'investisseur financier de se reluer et d'augmenter sa participation dans Odyssee 3 dans l'hypothèse où son TRI sur l'opération serait inférieur à 15 %, tandis qu'à l'inverse les BSA Ratchet permettent aux managers du groupe Eeditis rassemblés dans Odyssee Management de se reluer dans l'hypothèse où le TRI de l'investisseur financier excéderait 15 % (les BSA Hurdle étant alors de facto désactivés) ;

31. Qui a donné lieu à plusieurs décisions, dont certaines contradictoires, TA Paris, 1<sup>re</sup> sect., 1<sup>re</sup> ch., 12 juill. 2016, n° 1431589/1-1, C, préc. note n° 17. - TA Montreuil, 31 mars 2016, n° 1500571, Cts Hémerly.

- dernier étage de cette fusée juridico-financière, les managers du groupe B investissement sont associés de la société Compagnie de l'Odyssee<sup>32</sup> et en détiennent 25 % sous forme d'actions de préférence, le solde du capital (75 %) étant constitué d'actions ordinaires détenues par la société de l'investisseur (Ofilux Finance).

Ces actions de préférence (acquises à l'origine au prix unitaire de 20 € identique à celui d'une action ordinaire) présentent la particularité d'être convertibles en actions ordinaires, le taux de conversion étant variable, à la hausse ou à la baisse, en fonction à nouveau de la performance financière dégagée par l'investisseur financier lors de la revente de l'affaire Eeditis : exactement le taux de conversion était dégradé (1 action de préférence étant convertible en moins d'1 action ordinaire) si le multiple final sur investissement était inférieur à 1,33 et bonifié (une action de préférence étant convertible en plus d'une action ordinaire) si le multiple final sur investissement était supérieur à 6.

Comme la loi le permettait alors, certains associés de Compagnie de l'Odyssee vont inscrire leurs actions de préférence en PEA<sup>33</sup>.

Compagnie de l'Odyssee détenant exactement 28,6 % de Odyssee 3 et les managers étant associés à hauteur de 25 % de Compagnie de l'Odyssee, ces derniers détenaient donc, lors du montage de l'opération en 2004, indirectement 7,15 % de Odyssee 3.

L'impression générale qui se dégage de ce montage est que les managers ne sont pas, à la conclusion du montage en 2004, associés du véhicule d'acquisition qu'est Odyssee Holding : ils ne peuvent en devenir associés que via l'exercice des BSA TopCo souscrits par Odyssee 3, des BSA Ratchet émis par Odyssee 3 et enfin via la conversion en actions ordinaires des actions de préférence convertibles émises par Compagnie de l'Odyssee.

En mai 2008, lors de la sortie du LBO et la revente du groupe Eeditis au groupe espagnol Planeta, les actions valorisées au prix unitaire de 20 € lors du montage de l'opération de rachat d'Eeditis sont revendues<sup>34</sup> au prix unitaire de 642 euros, de telle sorte que le TRI de 15 % étant largement franchi, les divers leviers de *management package* vont s'actionner et les BSA Hurdle (servant à garantir un rendement minimal aux investisseurs) devenir ipso facto sans objet.

Chaque action de préférence devenant convertible en 14 actions ordinaires, cela permet alors aux managers associés de la Compagnie de l'Odyssee de voir leur taux de participation dans Odyssee 3 passer indirectement de 7,15 % à 19,61 %<sup>35</sup> ; l'atteinte de ce TRI permet aussi aux associés d'Odyssee Management de passer indirectement de 10 % à 25 % dans Odyssee 3, tandis qu'Odyssee 3 pouvait à son tour exercer ses BSA TopCo dans Odyssee Holding pour en devenir cette fois effectivement associé et en détenir 49,94 %.

Les foudres des services fiscaux vont s'abattre sur les managers qui déclarèrent leur gain en tant que plus-values de cession de valeurs

32. Le capital de Compagnie de l'Odyssee fixé à 4 millions € est divisé en 200 000 actions de 20 € chacune dont 50 000 actions de préférence cédées par Ofilux Finance à ses managers et 150 000 actions ordinaires conservées par l'investisseur via Ofilux Finance.

33. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014 les actions de préférence (sans distinguer selon que les actions sont assorties de préférences négatives ou positives) ainsi que les droits ou bons de souscription ou d'attribution ne peuvent plus être inscrits en PEA, ceux régulièrement inscrits avant cette date demeurant éligibles au régime de faveur.

34. Exactement, ce sera le groupe B investissement qui va déterminer la valeur des actions en fonction du prix proposé par le cessionnaire d'Eeditis, calculer le nombre de BSA Ratchet et BSA TopCo, puis qui va acquérir leurs actions aux managers associés de Compagnie de l'Odyssee et d'Odyssee Management, avant que de revendre la totalité de ces titres à Planeta.

35. Dans les faits, les actions de préférence ne seront pas effectivement « converties » mais seront simplement « valorisées » en tenant compte du taux de conversion implicite qu'elles renfermaient (soit 1 action de préférence valant 14 actions ordinaires), faisant passer les managers de Compagnie de l'Odyssee de 25 % à 82,35 % de son capital.

mobilières, et prétendirent de surcroît bénéficier de l'exonération d'imposition à raison de l'inscription de leurs actions de préférence en PEA.

L'Administration va avancer divers arguments au soutien de ses prétentions.

En premier lieu elle va lier le gain issu de la cession des titres à la qualité de salarié, et estimer que « le groupe investisseur avait mis en place des mécanismes afin d'assurer à ses cadres dirigeants un gain récompensant leur implication dans la réussite de son investissement », de sorte que le gain en résultant avait, par une sorte d'automatisme, le caractère d'un revenu salarial.

L'argument est de prime abord assez simpliste, voire rustique, tout comme l'est celui avancé par l'Administration estimant que le gain réalisé est sans corrélation avec l'investissement initial<sup>36</sup>, puisque cette relation (gain/versus investissement) est en réalité fonction du niveau de risque pris par l'associé.

En deuxième lieu, l'Administration va se placer sur un terrain plus économique qui est celui du « juste prix » des instruments souscrits. En effet, elle va considérer que les managers avaient bénéficié d'un avantage indu en ceci qu'ils auraient dû acquitter un prix plus élevé pour la souscription de leurs actions de préférence, le prix unitaire d'une action de préférence (20 €) étant à l'origine, en 2004, le même que celui d'une action ordinaire.

En troisième lieu, les services fiscaux vont reprocher aux managers de n'avoir pris aucun « risque actionnarial » dès lors que les statuts d'origine de la société Compagnie de l'Odyssée, émettrice des actions de préférence, leurs évitaient toute perte en cas de réalisation d'un TRI d'au moins 13,2 %, et ce TRI semblant réputé acquis au vu d'un projet de protocole qui présentait dès 2004 ce taux de 13,2 % comme un scénario pessimiste : le risque de perte en capital était dès lors inexistant, selon l'Administration, les actions de préférence n'offrant selon elle que des perspectives de gain supplémentaires, justifiant ainsi qu'elles auraient dû être valorisées à un prix supérieur à celui des actions ordinaires.

L'administration fiscale va conséquemment, et d'une part, requalifier une partie de la plus-value réalisée par les managers associés de Compagnie de l'Odyssée (exactement 63,54 %<sup>37</sup> en un gain imposable dans la catégorie des traitements et salaires, et d'autre part mettre en œuvre la procédure de répression des abus de droit de l'article L. 64 du LPF au motif que ces actions de préférence, habillant un revenu salarial, avaient été indûment inscrites en PEA.

Suivant le rapporteur public M. Segretain en ses conclusions, le tribunal administratif va néanmoins ordonner la décharge des impositions et répondre aux trois groupes d'arguments de l'Administration.

D'une part, et l'on ne sait s'il faut louer l'attendu du tribunal ou déplorer l'acharnement de l'Administration à invoquer ce grief, il va rejeter l'argument de l'assimilation automatique du mécanisme actionnarial au statut de salarié.

Le rapporteur public avait pris soin de synthétiser la jurisprudence positive en cette matière en rappelant :

- « Que le fait qu'un salarié ait, parallèlement à son activité salariale, agi activement en faveur de la performance d'une entreprise qu'il avait créée avec la société qui l'employait ne peut suffire à fonder la qualification en BNC du gain constitué par la revente de titres à son employeur »<sup>38</sup> ;

- « Le fait que la rémunération d'une cession de titres par des salariés soit conditionnée à la réalisation ultérieure des objectifs de la société, impliquant le maintien de leur présence en son sein, ne peut suffire à justifier une requalification en BNC »<sup>39</sup>.

Logiquement le tribunal va en déduire que « ni la circonstance que le mécanisme d'investissement a été mis en place par le groupe investisseur, ni celle qu'un gain important en aurait résulté pour les managers bénéficiaires de ce mécanisme, ne sont de nature à caractériser, à elles seules, un mécanisme d'intéressement de nature salariale ».

L'Administration insistait sur la circonstance que le financement du montage avait été apporté quasi exclusivement par l'investisseur : le tribunal ne répondra pas à cet argument, au demeurant assez peu pertinent dès lors que les ressources sont investies à des conditions de marché et qu'elles ne donnent pas lieu à des abandons de créance par l'investisseur.

D'autre part, et pointant deux erreurs factuelles d'analyse commises par les services fiscaux, le juge va relever que les actions de préférence étaient assorties de prérogatives certes positives mais aussi négatives, puisqu'en cas de réalisation d'un TRI inférieur à 15 %, l'action de préférence voyait son ratio de conversion dégradé (pour tomber au plus bas à une conversion de 40 actions de préférence en 1 action ordinaire)<sup>40</sup>, signe que ces actions de préférence – contrairement à l'affirmation de l'Administration – n'offraient en réalité pas que des perspectives de gain supplémentaires, mais qu'elles comportaient bien des risques de perte en capital.

Le rapporteur public soulignait dans ses conclusions que les services fiscaux et le juge devaient apprécier « l'existence d'un risque et son éventuelle quantification » et prenait soin de définir l'avantage.

À l'Administration qui considérait (comme dans l'espèce Gaillouchet) que « l'avantage préférentiel consenti...résulte d'abord de la disproportion (avec le gain réalisé) », le rapporteur va très justement objecter que « la notion de disproportion n'est pas pertinente » et que cet écart « ne caractérise qu'un gain élevé mais non l'avantage, ni corrélativement l'absence de risque ».

On ajoutera d'ailleurs que l'octroi de conditions préférentielles lors de l'acquisition ou la souscription de titres, constitutif d'un avantage de facto taxable, n'est pas incompatible avec une prise de risque actionnarial et notamment celui de perdre tout ou partie de son investissement (même souscrit à prix minoré !).

Rappelant que l'avantage résultant de l'octroi à un salarié d'actions à une valeur inférieure à la valeur de marché constituait bien un revenu salarial<sup>41</sup>, le rapporteur mentionnait que dans la même affaire dont avait eu à connaître le tribunal administratif de Montreuil<sup>42</sup> ce

36. L'action Compagnie de l'Odyssée acquise par les managers au prix unitaire de 20 € en 2004 sera valorisée 642 € en 2008 tandis que l'action Odyssée Management acquise au prix de 2 € en 2004 sera évaluée 32,34 € lors de la cession à Planéta en 2008. Le multiple réalisé par les managers du groupe investisseur sur leur mise fut de 32, et celui des managers du groupe Edits de 16, en moins de 4 ans. Le TRI dégagé par l'investisseur fut au final de 27 % tandis que celui de ses managers atteignit 137 %.

37. Pour fixer à 63,54 % la fraction de la plus-value de mai 2008 ayant la nature d'un revenu salarial, les services fiscaux ont comparé la participation indirecte des dirigeants de Compagnie de l'Odyssée dans Odyssée 3 au débouclage du LBO en 2008 (soit 19,61 %) à ce qu'elle était lors du montage de l'opération en décembre 2004 (soit 7,15 %) : l'accroissement de participation (19,61 - 7,15) représentait 63,54 % du pourcentage final détenu (autrement dit, pour les amoureux de la règle de trois : 19,61 - 7,15/19,61 = 63,539 %).

38. Concl. C. Verot ss CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 18 janv. 2006, n° 265790 et n° 265791, Serfaty, préc. note n° 26.

39. Concl. L. Olléon ss CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ss-sect., 7 nov. 2008, n° 301642, Fontana et de Framond, préc. note n° 25.

40. En dessous d'un multiple de 1,33 réalisé par l'investisseur sur sa mise, l'action de préférence peut être dégradée avec un ratio variant de 0 à 0,5 ; entre un multiple investisseur compris entre 1,33 et 6, la parité de conversion est neutre ; le ratio de conversion passe à 14 actions ordinaires pour 1 action de préférence pour un multiple de l'investisseur compris entre 6 et 10, puis à 20 actions ordinaires pour un multiple investisseur supérieur à 10.

41. TA Strasbourg, 1<sup>re</sup> ch., 8 mars 2005, n° 01-3211, Weingaessel, préc. note n° 13.

42. TA Montreuil, 31 mars 2016, n° 1500571, Cts Hémerly, préc. note n° 32.

dernier avait comparé la valeur des actions de préférence avec le prix de marché pour décider qu'il n'y avait pas eu de minoration.

Les contribuables ayant eu la sagesse de faire établir des rapports de valorisation de leurs instruments de *management package*, ils produisirent ceux-ci qui faisaient bien apparaître que le prix de souscription de 20 € par action de préférence résultait d'une approche financière robuste et étayée<sup>43</sup>.

L'argument de l'avantage concédé aux managers à la souscription du titre était balayé ; il en ira de même de celui relatif à la prise de risque actionnarial, les managers étant bel et bien exposés à un risque de perte en capital.

En effet, s'agissant de la prétendue absence de prise de risque actionnarial à raison d'une garantie de rachat de leurs titres aux managers et d'un déclenchement du TRI d'intéressement fixé à un seuil trop bas<sup>44</sup>, le tribunal va écarter cet argument en prenant soin de noter que, d'une part la garantie de rachat ne comportait pas de prix minimal, et que d'autre part, et en dépit de la modification ultérieure des statuts de la Compagnie de l'Odyssée, l'investissement des managers n'était nullement protégé en cas de réalisation d'un TRI inférieur à 13 % par l'investisseur (une étude d'un cabinet de stratégie 8Advisory indiquant au demeurant en 2004 qu'un taux de TRI compris entre 8 % et 10 % apparaissait normal dans le secteur de l'édition). Le juge de l'impôt va en déduire « que dans ces conditions, faute qu'elles offrent de réelles perspectives de gain supplémentaire par rapport aux actions ordinaires et compte tenu du risque de perte en cas de TRI inférieur à 13%, l'Administration n'établit pas davantage que les actions de préférence ont été cédées à un prix minoré ; qu'ainsi elle (l'Administration) n'établit pas que les requérants n'ont pas supporté de risque d'investisseur [...] ni que la plus-value litigieuse constituait un avantage salarial ».

**12 - L'affaire G7**<sup>45</sup> enfin concerne un manager associé à un LBO via la souscription de 222 092 BSA en juin et octobre 2002 pour un prix global de 33 314 € (soit 0,15 € par bon), BSA qu'il revendra le 15 janvier 2015 pour un prix de plus de 3 millions à une société Copag. Classiquement celui-ci soumettait son gain au régime des plus-values de cession de droits sociaux, tandis que l'Administration voyait dans l'opération un complément de rémunération taxable au barème progressif dans la catégorie des traitements et salaires au visa des articles 79 et 82 du CGI.

Il faut noter qu'entre la date de souscription et celle de revente desdits BSA, leur titulaire avait conclu le 16 septembre 2003 avec une société Copag des promesses croisées d'achat et de vente de ses bons autonomes<sup>46</sup>.

L'Administration, sans prétendre que les bons auraient été attribués à des conditions préférentielles, va considérer en premier lieu que le mécanisme des promesses croisées assurait un prix de rachat garanti au porteur des bons, chassant ainsi l'aléa propre à l'actionnaire, et va stigmatiser en second lieu la disproportion entre l'investissement initial du manager (33 314 €) et le gain final (3,000,463 €).

43. Un rapport de l'expert Associés en Finance concluait à une valeur unitaire de 21,09 € de l'action de préférence, tandis qu'un rapport du cabinet Accuracy retenait, pour cette même ADP, une fourchette de valeurs comprises entre 17,60 € et 18,60 € en faisant application de la méthode de valorisation des options Black & Scholes et de simulations de Monte-Carlo.

44. C'est sur le fondement de cet argument que, dans cette même affaire, le TA de Montreuil (TA Montreuil, 31 mars 2016, n° 1500571, Cts Hémyer, préc. note n° 32) a requalifié le gain actionnarial en salaires en justifiant sa position par la certitude d'atteindre un TRI minimum de 13 %.

45. TA Paris, 8 mars 2017, n° 1513163, G7, préc. note n° 14.

46. Exactement leur titulaire consentait une promesse de vente à Copag exerçable au prix de 13,59 € par bon pour 141,061 bons et au prix unitaire de 13,35 € pour le solde des bons, tandis que Copag lui consentait à son tour une promesse d'achat exerçable au prix unitaire de 9,04 € pour 141 061 bons et de 8,80 € par bon pour le solde des BSA.

Il est heureux que le tribunal de Paris ait écarté l'argument inopérant tenant à la disproportion entre l'investissement et le gain, car cet état de fait n'est pas de nature à caractériser une absence de prise de risque mais simplement un fort rendement de l'investissement.

En revanche cette affaire met en lumière les effets dangereux des options d'achat sur la robustesse des *management packages* lorsque celles-ci tendent à prémunir le manager contre tout risque de perte actionnariale.

Plusieurs enseignements se dégagent de ces deux dernières espèces soulignant implicitement l'intérêt du *sweet equity*.

La disproportion entre les ressources investies respectivement par les managers et les investisseurs n'est pas un critère permettant d'exclure une prise de risque actionnarial des managers, pourvu que les financements mis en place le soient à des conditions de marché et qu'ils ne comportent pas des éléments remettant en cause l'obligation pour l'emprunteur de les rembourser.

L'écart entre le gain final constaté et la mise initiale n'est nullement un indicateur d'un avantage consenti, ni encore le révélateur d'une absence de prise de risque capitalistique.

Les mécanismes de conversion d'actions de préférence, d'exercice de BSA tantôt ratchet (au profit des managers) tantôt *hurdle* (pour reluer des investisseurs) permettant d'ajuster le niveau de participation des associés et de remplir des managers de leurs droits au titre d'un *management package*, sont réguliers dès lors que ces instruments ont été souscrits ou acquis à leur juste prix et que leurs titulaires sont exposés à un véritable risque actionnarial (de gain mais aussi de perte).

## 2) Le cas des accords de partage ou rétrocession de plus-value : l'affaire Royal Moto France

**13 - La convention de rétrocession de plus-value se situe à l'âge de pierre du *management package*.**

L'accord consiste à prévoir le reversement, par les investisseurs financiers aux managers, d'une partie de la plus-value réalisée par les premiers, en fonction de seuils de performance. L'imagination des juristes est alors sans bornes, le bon grain côtoyant l'ivraie.

L'espèce Holding Royal Moto France (HRMF) en fournit une illustration du traitement jurisprudentiel<sup>47</sup>.

M. Lefevre, dirigeant et associé d'une société HRMF, s'était associé en décembre 2002 avec un fonds d'investissement pour organiser la reprise en LBO de la société HRMF via une société Action Sport Holding (ASH) à laquelle il vendit une partie de ses actions HRMF et apporta (pour une valeur de 379 900 €) le solde.

Les associés conclurent, concomitamment à la reprise, un pacte au terme duquel M. Lefevre fut qualifié de « manager » et « s'engageait à accompagner les investisseurs et poursuivre ses fonctions de dirigeant du groupe » et, en contrepartie de son engagement d'accompagnement des financiers et d'apport d'une partie de ses actions HRMF à ASH, les investisseurs lui consentirent une promesse de rétrocession de plus-value qui s'activait sous réserve de la satisfaction de deux groupes de conditions :

– les premières, de nature financière, tenaient à l'atteinte de performances minimales par les investisseurs qui devaient réaliser un multiple d'au moins de 2,1 fois leur mise et, dans l'hypothèse où la cession intervenait dans un délai de 5 ans, un TRI minimal de 25 % sur leur investissement ;

– la seconde consistait en une obligation de présence puisque le pacte précisait que « le manager ne pourra bénéficier des dispositions

47. TA Cergy-Pontoise, 5<sup>e</sup> ch., 17 juill. 2014, n° 1209307, Lefevre : JurisData n° 2014-022285 ; RJF 12/2014, n° 1100. – V. N. Chayvialle, *Sélection de jugements des tribunaux administratifs* : Dr. fisc. 2015, n° 5, étude 114, n° 5. – En appel, CAA Versailles, 1<sup>er</sup> ch., 26 janv. 2017, n° 14VE02824 : JurisData n° 2017-004363 ; Dr. fisc. 2017, n° 49, comm. 568, concl. S. Rudeaux, note J.-L. Médus ; RJF 5/2017, n° 429.

de la présente convention si, au jour de la réalisation de la cession ouvrant droit au partage de plus-value, il n'est plus mandataire social ou salarié de la société ».

Le manager souscrivait par ailleurs divers engagements classiques en pareille matière, de non-concurrence, mais encore de revente de ses actions ASH aux investisseurs<sup>48</sup> au cas où il quitterait le groupe, le prix de revente étant abattu d'une décote d'autant plus élevée qu'il cessait rapidement ses fonctions : fait courant dans ce type d'opération, la mécanique contractuelle organisait une incitation forte à la poursuite active de ses fonctions par le dirigeant.

L'affaire ASH fut revendue moins de quatre ans plus tard (le 16 févr. 2006) au prix de 23,77 millions pour 100 % du capital. En exécution de l'accord de partage de valeur, les investisseurs rétrocédèrent une quote-part de leur plus-value au dirigeant<sup>49</sup>, lequel soumit au taux forfaitaire de 16 % le gain réalisé au titre de la cession de ses actions ASH<sup>50</sup>.

Estimant que la présence active du manager dans ASH avait joué un rôle déterminant de l'engagement des investisseurs, et que la quote-part de plus-value rétrocédée était fonction de l'atteinte d'un critère de performance financière (le TRI en l'occurrence) par lesdits investisseurs, l'administration fiscale en déduisit qu'une partie seulement de la plus-value (39,82 € par action) était éligible au régime des plus-values de cession de valeurs mobilières, tandis que le solde (126,85 € par action) correspondant à la rétrocession de plus-value était imposable comme des traitements et salaires en application des articles 79 et 82 du CGI.

Considérant que le dirigeant avait pris un véritable « double risque en capital », d'une part en souscrivant 6,36 % du capital de la holding de reprise ASH sous forme d'actions ordinaires, et d'autre part en assumant divers engagements de garantie<sup>51</sup>, puis encore que le manager n'avait en 2002 aucune garantie quant au succès de l'opération de LBO, le tribunal administratif rejeta les prétentions de l'Administration et ordonna la décharge des impositions estimant que l'intégralité du gain de cession (incluant la quote-part rétrocédée par les investisseurs) était imposable en tant que plus-value de cession de valeurs mobilières.

C'est donc bien la prise de risque actionnariale de ce manager qui justifia, pour le tribunal administratif, l'admission de la totalité du gain au régime des plus-values de l'article 150 0 A du CGI.

Deux conclusions se dégagent de cette décision :

– la première, la plus surprenante, tient au fait que l'on admettrait que la distribution du prix entre actionnaires peut s'opérer en s'af-

franchissant d'une stricte répartition au prorata des détentions en capital social, ce qui est de l'essence même du *sweet equity*, conclusion fragile à notre sens si les titres cédés sont de même nature, comme ce fut le cas en l'espèce, les associés (manager et investisseurs) cédant tous des actions ordinaires souscrites à l'origine au même prix mais dont le prix unitaire final varia en raison de l'accord conclu entre eux à l'origine ;

– la seconde est irréductiblement liée à la première. La prise de risque actionnariale serait une notion de conception large, prenant en compte non seulement les sommes investies par un associé mais encore les risques spécifiques encourus par ce dernier en sus de sa mise en capital, tels des engagements de garantie. Cette prise de risques additionnels par le manager constituait une sorte de substitut à l'indemnité d'immobilisation ou au juste prix d'une option.

La cour administrative d'appel de Versailles ne partagera pas cette analyse et annulera la décision du tribunal administratif pour décider que les sommes litigieuses étaient imposables en tant que traitements et salaires, peu important au demeurant d'une part que les actions cédées aient fait l'objet d'une donation (préalable à leur cession en 2006) aux enfants et épouse du manager, les donataires n'ayant pas juridiquement la qualité de dirigeants ou de salariés du groupe, et d'autre part que les sommes versées ne l'aient pas été par l'employeur mais par d'autres associés.

La cour va estimer que « le partage de plus-value a essentiellement la nature, **non de la compensation d'un risque encouru par le manager en qualité d'investisseur [...] mais celle d'un versement en capital, à caractère incitatif**, par lequel les actionnaires de ASH, à proportion de leur quote-part dans le capital de la société, ont décidé de **rétribuer ensemble l'exercice effectif de ses fonctions de manager par M. L. et les résultats et performances ayant résulté de cet engagement professionnel**. Que si, d'ailleurs, **la convention de partage pouvait se traduire par un gain pour M. L. si les objectifs de rentabilité étaient atteints, dans l'hypothèse contraire, le gain de l'intéressé était nul, et aucune stipulation ne le contraignait à reverser des sommes ; qu'ainsi M. L. ne pouvait subir une perte à l'occasion de la mise en œuvre de cette convention ;** que, dans ces conditions, les sommes perçues par M. L. en application de ladite convention ne sauraient être regardées comme résultant d'un risque en capital auquel il aurait été exposé ; [...] **qu'ainsi les sommes versées par les investisseurs à M. L., sa femme et ses enfants, en application de la convention qualifiée de partage de plus-value, venaient rémunérer l'exercice des fonctions de mandataire social et de manager de M. L. et étaient imposables dans la catégorie des traitements et salaires en son nom** ».

À la réflexion la décision n'est guère surprenante, si l'on considère que la mise en œuvre de l'accord de partage de plus-value ne pouvait que procurer un gain sans risque de perte pour le manager.

La décision n'est cependant pas exempte de critiques.

En premier lieu on regrettera à nouveau le pouvoir d'attraction excessif accordé par le juge de l'impôt au statut salarié voire même la confusion entretenue entre deux notions ; car en effet, la réalisation de performances financières par des investisseurs n'est pas seulement fonction de la bonne gestion de l'entreprise, mais encore de paramètres parfaitement étrangers à la direction du groupe cédé et à l'action du manager. Ceci est tellement vrai que la valeur d'une entreprise pourrait fort bien ne pas varier sur un intervalle de temps donné, alors que sur la même période le rendement dégagé par des actionnaires cédants (et particulièrement le TRI qui intègre une composante temporelle), à raison du prix de cession, fluctuerait.

Cela démontre suffisamment que l'accord de partage de plus-value est principalement fonction du prix (notion subjective incluant des circonstances juridiques, économiques et de négociation qui échappent souvent au manager) dégagé par des cédants, et non de la

48. Souvent dénommés en pratique accords de *good/medium/bad leavers* dont la philosophie consiste à déterminer le prix de revente de ses actions par un manager en fonction du motif et de la date de son départ ; en cas de départ non hostile (décès ou invalidité) ses titres lui seront rachetés sur la base d'un prix de marché, tandis qu'en cas d'éviction pour faute le prix de rachat incorporera une décote.

49. Ainsi qu'à son épouse et ses enfants auxquels le dirigeant, 7 jours avant la cession de 2006, consentit des donations d'actions ASH.

50. La société HRMF fut cédée pour le prix de 8,275 millions € à ASH en 2002 tandis que cette dernière sera revendue 4 ans plus tard au prix de 23,77 M € M €. En 2002, comme en février 2006 lors de la revente du groupe, le capital de ASH est divisé en 596,699 actions. On peut en déduire que les 6,36 % du manager dans ASH souscrit en 2002 via un apport en nature de droits sociaux HRMF d'une valeur de 379 900 €, représentaient en 2006 une valeur (avant rétrocession) de 1 513 363 €, soit quasiment un multiple de 4 (avant rétrocession) sur sa mise, sachant que le manager déclara une plus-value totale de 4 105 510 € (incluant la rétrocession par les investisseurs) pour un prix de cession total de 6 333 318 € (soit un multiple sur investissement qui passe à 16,67 post-rétrocession).

51. Concrètement, le dirigeant avait souscrit en 2002 une garantie de passif au profit de ASH portant sur les titres HRMF, puis, lors la revente du groupe en 2006, s'était porté garant à la fois de ASH auprès du cessionnaire à hauteur de 531 804 € puis du paiement d'une amende de 398 853 € pour pratiques anti-concurrentielles.

seule valeur objective d'une entreprise : selon le moment auquel la cession interviendrait, le partage de plus-value s'activerait ou pas.

En second lieu, la cour adopte une conception réductrice de la « prise de risque actionnarial » et notamment néglige d'y inclure les engagements financiers particuliers et atypiques endossés en l'espèce par le seul manager : ainsi les garanties souscrites par le dirigeant ne le furent pas par les investisseurs financiers, ce qui à l'évidence ajoutait à sa prise de risque.

### 3° La position du Comité de l'abus de droit

14 - Le Comité de l'abus de droit, à l'occasion de sa saisine, a rendu quelques avis riches d'enseignements sur sa perception des mécanismes de *management package*.

Nombre de ses avis concernent des espèces dans lesquelles des managers, qui avaient souscrit des bons autonomes ou des actions (parfois des actions de préférence ou Absa ratchet) logés en PEA, prétendaient bénéficier du régime de faveur défini aux articles 163 quinquies D ; 150-0 A, II, 2 ; 200 A, 5 et 157, 5, bis du CGI.

Si l'on tente de synthétiser les thèmes abordés par le comité, on constate que ce dernier s'est prononcé sur les notions de « prise de risque actionnarial » par les managers, ainsi que sur « le prix préférentiel » ou « prix de convenance » de souscription des instruments.

Dans une première affaire n° 2012-38 du 25 octobre 2012<sup>52</sup>, le Comité eut à connaître d'une opération de LBO sur une société de distribution de chaussures dans laquelle un dirigeant avait souscrit et inscrit en PEA des bons de souscription d'actions émis par la holding dont le prix représentait environ 2 % de la valeur du sous-jacent.

Deux autres avis du 23 mai 2013<sup>53</sup> (avis n° 2013-10 et 11) et du 13 juin 2013 (avis n° 2013-14 et 15)<sup>54</sup> concernaient à nouveau une opération de LBO à l'occasion de laquelle les principaux dirigeants du groupe racheté avaient logé en PEA tantôt des actions de préférence<sup>55</sup>, tantôt des Absa Ratchet<sup>56</sup>, émises par une société des cadres. Ces dirigeants étaient par ailleurs signataires d'un pacte d'actionnaires comportant deux types de clauses usuelles en pareille situation : une clause de cession forcée (*drag along*) leur imposant de céder leurs titres avec l'associé majoritaire, et des promesses de vente et d'achat de leurs actions exerçables par le majoritaire en cas de cessation de leurs fonctions par les managers<sup>57</sup>.

L'Administration estima que les titres étaient un accessoire de leur statut salarié et que ces managers avaient ainsi « transféré en PEA une partie de leur rémunération déguisée en plus-value » outre le fait que « le prix d'acquisition de ces titres était minoré, ces titres ayant été acquis pour une valeur de convenance fixée dans le seul but de permettre au contribuable d'inscrire ces titres sur son PEA ».

Dans une troisième affaire ayant donné lieu à un avis n° 2014/16 du 7 novembre 2014, un manager avait acquis des BSA Ratchet lui permettant de se relier au capital en fonction de la performance d'un investisseur, et, là encore, souscrit des promesses d'achat/vente de ses titres en cas de cessation de ses fonctions de dirigeant.

Une série d'avis rendus en 2016 concernaient une société en situation de retournement qui avait émis en juin 2006 des BSA pour intéresser des salariés à son redressement, lesdits BSA étant en réalité acquis par une ManCo dont les actions, souscrites par lesdits managers (au prix de 1 € voire 1,06 €), avaient été logées en PEA<sup>58</sup> avant que les managers, une fois la société redressée, ne cèdent en juillet 2010 les actions de leur ManCo (au prix unitaire de 113,87 €, réalisant ainsi un multiple très conséquent sur leur investissement en 4 ans). L'inscription directe de BSA en PEA étant encore admise à l'époque des faits litigieux, le comité ne se prononça pas sur la régularité même de l'interposition de cette structure, sujet autrement plus controversé depuis que les BSA et actions de préférence ne peuvent plus figurer en PEA...

L'Administration estima que « les BSA avaient été émis pour une valeur de convenance afin de permettre l'inscription des actions de la Manco en PEA ». Pour ce faire elle recalcula la valeur de marché de la société émettrice des BSA en juin 2006 pour en déduire que le BSA avait une valeur unitaire de 2.930 euros...au lieu du prix de 174 € retenu par les opérateurs : mécaniquement, elle en déduisit que la valeur des actions de la Manco avait été minorée de manière à permettre leur inscription en PEA en contournant les règles de plafonnement propres à ce régime.

S'appuyant sur un rapport d'évaluation indépendant établi à l'occasion de l'opération et produit par les contribuables, le Comité rejeta les prétentions de l'Administration estimant que le prix fixé pour l'acquisition des BSA en juin 2006 n'avait pas donné lieu à minoration et qu'ipso facto les actions Manco avaient été émises sans décote<sup>59</sup>.

Dans une cinquième affaire<sup>60</sup>, les managers étaient attributaires de BSA leur permettant de se répartir une somme prédéterminée en fonction du rendement (TRI) dégagé par les investisseurs avec une garantie conférée aux managers de telle sorte qu'ils n'étaient exposés à aucun risque de perte.

Dans les trois premières affaires, le Comité va rejeter les prétentions de l'Administration, estimant que le manager avait pris un véritable risque en capital, que « l'Administration n'établissait pas que le contribuable était assuré, en droit ou en fait, de ne prendre aucun risque sur son investissement initial », et que la souscription de promesses de cession ne dénaturait pas son risque d'actionnaire. Dans les avis rendus en 2016, le Comité rejeta l'argument tenant à une utilisation abusive du PEA en relevant que l'Administration n'apportait pas la preuve que les titres auraient été émis et souscrits à des conditions préférentielles et décotées. À l'inverse, dans la dernière affaire<sup>61</sup>, esti-

52. V. *Comité de l'abus de droit fiscal : rapport annuel 2012* : Dr. fisc. 2013, n° 27, étude 357, spéc. n° 25 ; BF 4/2013, inf. 352.

53. Avis n° 2013-10, n° 2013-11, n° 2013-14 et n° 2013-15, in *Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances de mai et juin 2013* : Dr. fisc. 2013, n° 36, 395, spéc. n° 8.

54. Avis n° 2013-14 et n° 2013-15, in *Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances de mai et juin 2013* : Dr. fisc. 2013, n° 36, 395, spéc. n° 8, préc. ; BF 11/2013, inf. 975 ; FR 38/2013, inf. 2, p. 4.

55. Les cadres avaient souscrit en PEA en décembre 2004 des actions de préférence alors valorisées au prix unitaire de 20 €, lesdites actions ayant été recédées au prix unitaire de 642 € en mai 2008, soit plus de 32 fois leur mise en moins de 4 ans.

56. Le manager avait inscrit en PEA, en mars 2006, 37.500 Absa Ratchet souscrites au prix global de 78 596 € (soit un prix de 2,09 € par action) et revendues en mai 2008 au prix unitaire de 32,34 € réalisant un multiple de 15,4x en 2 ans.

57. ...et fort classiquement ces promesses faisaient état de prix différents selon le motif de cessation des fonctions (clauses dites de *good* ou *bad leaver* ou de départ hostile ou non hostile), le prix de rachat étant décoté en cas de départ en situation de *bad leaver*.

58. Avis n° 2016/02 à 2016/05, 13 oct. 2016 ; exactement une Manco avait acquis 524 BSA, émis le 26 juin 2006 par la société en retournement, au prix unitaire de 174 € (soit un prix global de 91 176 € pour l'ensemble des bons). Le capital social de la Manco divisé en 91 176 actions de 1 € de nominal avait été ensuite réparti entre les managers en juin 2006 et les actions logées en PEA par ces derniers qui allaient, en février 2007, acquérir d'autres actions de la Manco au prix unitaire de 1,06 €. Organisant la liquidité de leur investissement et la vente de la société une fois celle-ci redressée, les managers cédèrent leurs actions de la Manco le 16 juillet 2010 au prix unitaire de 113,87 €.

59. L'Administration prétendait que l'action de la société redressée (à laquelle donnait droit le BSA) valait 3 405 € en juin 2006, tandis que ce rapport d'évaluation concluait à une valeur de 584 € en juillet 2005 (à mettre en perspective du prix de 174 € par BSA acquitté en juin 2006).

60. Avis n° 2013-36. – V. *Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances d'octobre à décembre 2013* : Dr. fisc. 2014, n° 9, étude 182, spéc. n° 5.

61. Avis n° 2013-36.

mant que les managers étaient garantis de leur investissement, le Comité va se ranger à la position de l'Administration pour juger qu'ils n'avaient pas pris de risque actionnarial.

Dans ses avis de 2013, le Comité va insister sur un argument – à notre sens assez peu pertinent – tenant au montant significatif de l'investissement du manager comparé à l'ensemble de ses revenus au moment de l'acquisition, car en vérité le montant investi n'est révélateur que l'étendue globale du risque pris (voire de la part que les investisseurs ont accepté d'allouer au management...), mais pas de l'acuité de ce dernier dans l'opération considérée.

Dans des avis plus récents, le même comité va suivre la position de l'Administration lorsque des titres avaient été inscrits en PEA à une valeur de convenance, cette décote ressortant de la comparaison à la valeur retenue pour une donation à des descendants<sup>62</sup>, ou encore lorsque des titres avaient été acquis 18 mois après le montage, au prix d'origine, alors que la valeur du titre avait fortement progressé<sup>63</sup>; dans les deux cas le procédé rendait les titres inéligibles à une inscription en PEA.

On peut tirer quelques conclusions de ces avis et notamment on soulignera que le Comité refuse d'adhérer à la posture trop fréquente de l'Administration qui tend à assimiler à un revenu salarial tout gain présentant un lien avec les fonctions salariées ou de direction.

De même le Comité, à la différence des services fiscaux qui tendent à déceler systématiquement l'indice d'un avantage taxable dans la disproportion entre le gain final et la mise initiale, distingue l'avantage consenti (qui résulte de l'octroi de conditions préférentielles ou d'un prix de convenance), de l'absence de risque actionnarial (le risque économique pouvant exister en dépit d'un avantage octroyé au manager), sans lier les deux ni trouver une nécessaire relation entre les deux.

### C. - La contestation sociale des outils de *management package*

15 - La définition légale des salaires au sens du Code de la sécurité sociale, telle qu'elle résulte de l'article L. 242-1 du Code de la sécurité sociale<sup>64</sup> permettant d'asseoir les cotisations y afférentes, n'est pas identique à celle fixée en matière fiscale par les articles 79 et 82 du CGI.

Par ailleurs, si les requalifications des gains de *management package* par l'Urssaf ainsi que la jurisprudence rendue en cette matière des cotisations sociales sont bien moins abondantes que celles existant en matière fiscale, elles n'en sont pas moins drastiques.

Le législateur ayant pris soin de qualifier de « salaires », et d'assujettir à cotisations sociales, certaines composantes d'instruments de *management package* que sont les options de souscription ou d'achat d'actions<sup>65</sup> ou les actions gratuites, il en résulte que les mécanismes

innomés, et particulièrement les titres optionnels, sont aussi les moins robustes.

Au demeurant, le juge administratif considère l'option de souscription ou d'achat d'actions comme un « complément de rémunération » tant qu'elle n'a pas été exercée, de sorte que la renonciation à la levée de l'option se rattache nécessairement au contrat de travail, et ce quand bien même l'auteur du versement de la contrepartie à cette renonciation serait un tiers par rapport à l'employeur, l'indemnité de renonciation ainsi reçue étant traitée comme un salaire<sup>66</sup>. En effet, et ainsi que cela ressort de l'alinéa 1 de cet article L. 242-1, le lien avec la relation salariée prime sur l'identité de l'entité versante qui peut de fait être un tiers à l'employeur.

Partant de cette définition légale très large, la Cour de cassation a considéré qu'il fallait voir un « avantage », au sens de l'article L. 242-1 du Code de la sécurité sociale, lié à l'appartenance des bénéficiaires à l'entreprise<sup>67</sup> dans le rabais consenti à des salariés pour souscrire les actions de leur entreprise.

Dans le même sens, mais de manière plus compréhensible, une affaire Quick France<sup>68</sup> révéla que l'Urssaf avait qualifié d'avantage en argent assujetti aux cotisations sociales, l'octroi gratuit de bons autonomes aux salariés de la filiale française d'une société Quick Belgique. L'affaire portée devant les juridictions administratives avaient en réalité trait à une rectification en matière fiscale, le différent en matière de cotisations sociales s'étant soldé par une transaction entre l'entreprise et l'Administration. Elle concernait une société Quick Belgique qui, après avoir émis des OBSA, avait permis aux salariés et administrateurs de sa filiale française de souscrire gratuitement les BSA détachés des OBSA par leur souscripteur.

La requalification était imparable, le bon ayant été attribué sans contrepartie pécuniaire « aux administrateurs responsables de la gestion journalière du groupe, ainsi qu'à toute personne liée par un contrat de travail à durée indéterminée avec la société Quick restaurant ou avec toute société affiliée sélectionnée par le comité des rémunérations ». On ne saurait effectivement mieux matérialiser le caractère accessoire du BSA au contrat de travail de son attributaire et l'absence d'aléa et de prise de risque actionnarial par ce dernier<sup>69</sup>.

Toujours dans la même veine, la cour d'appel de Paris vient récemment de décider que la plus-value dégagée lors de la cession de bons autonomes (BSA) attribués à des salariés devait être assujettie aux cotisations sociales<sup>70</sup>. La motivation est cependant plus perturbante que dans les précédentes affaires.

Elle concernait six managers attributaires en 2004 de 240 BSA pour un prix de souscription global de 900,000 € au moment de

62. Avis n° 2016-28, 13 oct. 2016, in *Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances des 8 sept., 13 et 28 oct. 2016* : Dr. fisc. 2017, n° 3, étude 59, spéc. n° 6.

63. Avis n° 2015-12, 6 nov. 2015, in *Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances des 6 et 27 novembre 2015* : Dr. fisc. 2016, n° 7-8, étude 173, spéc. n° 4.

64. Au terme duquel « Pour le calcul des cotisations de sécurité sociale, sont considérées comme rémunérations toutes les sommes versées aux travailleurs en contrepartie ou à l'occasion du travail, notamment les salaires ou gains, les indemnités de congés payés, le montant des retenues pour cotisations ouvrières, les indemnités, primes, gratifications et tous autres avantages en argent, les avantages en nature, ainsi que les sommes perçues directement ou par l'entremise d'un tiers à titre de pourboire [...] ».

65. Le rabais excédant 5 % de la valeur de l'action est soumis dès la levée de l'option aux cotisations de sécurité sociale (CSS, art. L. 242-1, al. 2) ainsi qu'à la CSG et à la CRDS. Le gain de levée de l'option (différence entre le prix d'exercice et la valeur du sous-jacent à la date d'exercice de l'option) est exonéré de cotisations sociales (pour les options attribuées depuis le

28 septembre 2012) sous réserve que l'employeur notifie diverses informations nominatives à l'organisme de recouvrement, mais reste soumis aux prélèvements sociaux au titre des revenus du patrimoine (CSS, art. L. 136-2, II, 6°). Une contribution salariale de 10 % assise sur le gain de levée de l'option est à la charge du bénéficiaire de l'option pour les actions cédées depuis le 18 août 2012 (CSS, art. L. 137-14) tandis qu'une contribution patronale de 30 % est due par l'employeur dans le mois qui suit la décision d'attribution des options (CSS, art. L. 137-13).

66. TA Versailles, 5<sup>e</sup> ch., 16 nov. 2004, n° 03-801, Henry : RIF 6/2005, n° 555. – CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 23 juill. 2010, n° 313445, M. Legendre, préc. note n° 30.

67. Cass. 2<sup>e</sup> civ., 18 févr. 2010, n° 08-20.547, Sté Gemalto, anciennement dénommée Axalto c/ Urssaf de Besançon : JurisData n° 2010-051731.

68. TA Montreuil, 1<sup>re</sup> ch., 27 avr. 2012, n° 1101013, Sté France Quick : JurisData n° 2012-021072. – V. N. Chayvialle, *Sélection de jugements des tribunaux administratifs* : Dr. fisc. 2012, n° 40, étude 458, n° 14. – CAA Versailles, 3<sup>e</sup> ch., 28 janv. 2014, n° 12VE02246, Sté France Quick : JurisData n° 2014-006671 : Dr. fisc. 2014, n° 16, comm. 281, concl. F. Locatelli, note J. Jausserand et T. Audouard.

69. Dans le même sens, V. CAA Paris, 2<sup>e</sup> ch., 28 nov. 2012, n° 11PA03464, min. c/ M. Bonny, préc. note n° 28. – à propos d'options dont le prix a été jugé trop modique, le gain résultant de leur cession étant requalifié en salaire.

70. CA Paris, 12<sup>e</sup> ch., 6 juill. 2017, n° 14/02741, Lucien Barrière, inédit confirmant TA Paris, 17 déc. 2013.

l'entrée du fonds d'investissement Colony dans le groupe Lucien Barrière. Un contrat d'investissement fut conclu à cette occasion le 17 décembre 2004 qui stipulait que « les associés ont souhaité, conformément au protocole, mettre en place au profit des dirigeants des mécanismes d'intéressement aux performances de la société [...] et les dirigeants ont manifesté leur volonté d'investir dans la société conformément aux modalités et conditions du présent contrat d'investissement ». Ce contrat d'investissement prévoyait en substance, d'une part que les BSA étaient en principe incessibles jusqu'à la sortie du fonds d'investissement ou la cotation de la société émettrice, mais que d'autre part les managers concluaient des promesses croisées d'achat et de vente de leurs bons dans diverses hypothèses où ils viendraient à cesser leurs fonctions dans la société.

Le 15 avril 2009 à l'occasion de la sortie du fonds Colony, la cession des BSA à une société SDAGLB SNC contrôlant la société Groupe Lucien Barrière va permettre la réalisation d'une plus-value de l'ordre de 2,7 millions € que l'Urssaf va décider de soumettre à cotisations sociales. Le TASS de Paris et à sa suite la cour d'appel vont en effet considérer qu'il « convenait de rechercher si la souscription des BSA qui constitue un avantage, est ou non faite en contrepartie ou à l'occasion d'un travail, ou constitue comme le prétend la SAS Groupe Lucien Barrière un simple investissement financier ».

Fondant sa décision sur les dispositions de l'article L. 242-1 du Code de la sécurité sociale, après avoir relevé la conclusion du contrat d'investissement de décembre 2004 mais aussi l'existence de promesses d'achat/vente de leurs BSA par les managers, la cour va estimer que la plus-value réalisée lors de la cession desdits bons constituait un avantage soumis aux cotisations sociales.

La cour va motiver sa décision par deux considérants éminemment contestables :

- « un lien est affirmé entre, d'une part, l'attribution de BSA et le maintien de ceux-ci et d'autre part, l'existence et le maintien d'un contrat de travail ou d'un mandat social. La plus-value potentiellement dégagée est donc bien en contrepartie ou à l'occasion d'un travail » ;

- « si les BSA représentent un investissement financier pour les dirigeants, lequel investissement est soumis à des aléas et des risques inhérents à l'activité, cela ne retire en rien l'existence d'un avantage réservé aux dirigeants ou salariés dont seul le caractère bénéficiaire et l'importance de celui-ci généreront des cotisations. Il en est de même de l'absence de liquidité des bons, la liquidité n'étant pas un critère de l'avantage d'autant que celui-ci est déterminé seulement lorsque celle-ci s'exerce par le biais d'une cession ».

C'est ainsi un pouvoir d'attraction excessif du statut salarié ou du mandat social qui semble avoir évincé tout débat sur la prise de risque actionnariale. Il serait donc heureux que les juridictions compétentes en matière de cotisations sociales s'inspirent de la jurisprudence fiscale Serfaty sous peine d'assister à des requalifications systématiques des instruments innomés de *management package* qui seraient déteenus par un salarié ou un dirigeant.

Le statut de salarié ou de mandataire social n'est ni incompatible, ni se confond, avec celui d'associé ou de titulaire d'options ou instruments analogues.

## D. - Les difficultés de valorisation des instruments d'intéressement des managers

16 - L'analyse de la jurisprudence, et plus généralement du contentieux fiscal et des arguments avancés par les services fiscaux, met en évidence l'une des pierres d'achoppement qui tient à la détermination du juste prix des instruments optionnels et mécanismes de ratchet, et *ipso facto* à leur valorisation.

L'on doit passer d'un exercice théorique objectif, celui de l'évaluation, à une réalité concrète, celle du prix acquitté par le souscripteur d'une option.

Si la valorisation (mais surtout le prix) du sous-jacent est déterminée par la confrontation de vendeurs et cessionnaires et résulte de la rencontre d'une offre et d'une acceptation, celle du mécanisme optionnel est autrement plus délicate.

La norme IFRS 2 relative au « paiement fondé sur des actions »<sup>71</sup> fournit un premier guide d'analyse, de nature comptable, mais il concerne essentiellement la personne morale émettrice et sous réserve que celle-ci applique les normes IFRS : l'émission de droits sociaux ou d'options relevant d'un *management package* oblige en effet l'émetteur à distinguer selon que l'investissement est fait ou non à la juste valeur, et selon que les caractéristiques de l'instrument émis impliquent ou non la réalisation de services attendus en contrepartie.

Quatre principaux modèles financiers de valorisation sont utilisés. Le plus ancien est le modèle de valorisation d'options dit de Black, Scholes et Merton, le second (modèle de Cox, Ross et Rubinstein) repose sur l'utilisation d'arbres binomiaux et une approche par arborescence, le troisième consiste en la réalisation de simulations de Monte-Carlo ou de quasi-Monte-Carlo, et le dernier – largement inspiré du modèle de Cox, Ross Rubinstien – est celui de White et Hull.

Pour l'exprimer en termes littéraires, l'option est en quelque sorte la représentation financière d'un pari économique sur le futur et consiste en la faculté (et non l'obligation) d'acquiescer ou de vendre un titre (fréquemment dénommé sous-jacent qui est appelé à fluctuer dans le temps en fonction d'éléments intrinsèques à son émetteur mais aussi à raison d'éléments exogènes, macro-économiques) à un prix déterminé (parfois variable, dénommé prix d'exercice) sur un intervalle de temps donné, pourvu que certaines conditions (de performances financières généralement) soient atteintes.

Procéder à une évaluation d'options impose de définir un cadre d'analyse et de retenir des hypothèses, dont notamment :

- celles tenant à l'évolution de la valeur du sous-jacent (concrètement de l'action à laquelle l'option ouvre droit) ;
- celles ayant trait à des données déterministes ou constantes, telles la volatilité escomptée du sous-jacent, ou à l'inverse aléatoires ;
- le taux de l'argent sans risque, le risque non diversifiable et la prime de risque sur la période considérée ;
- les paramètres juridiques de l'opération (tels l'incessibilité de l'instrument, la stipulation de conditions de présence du manager, l'existence de promesses de vente ou d'achat des instruments, des conditions de vesting consistant à cristalliser progressivement les

71. Homologuée par le règlement CE n° 211/2005 du 4 février 2005, cette norme a donné lieu à des amendements formulés par l'IASB le 20 juin 2016. Une entité appliquera cette norme pour comptabiliser toutes les transactions dont le paiement est fondé sur des actions, y compris :

- des transactions dont le paiement est fondé sur des actions et qui sont réglées en instruments de capitaux propres (plans dits *equity settled*) ;
- des transactions dont le paiement est fondé sur des actions et qui sont réglées en trésorerie (plans dits *cash settled*) ; et
- des transactions par lesquelles l'entité reçoit ou acquiert des biens ou des services et dont les caractéristiques de l'accord laissent soit à l'entité, soit au fournisseur de ces biens ou services, le choix entre un règlement de la transaction en trésorerie (ou en autres actifs) ou par émission d'instruments de capitaux propres (plans dits *cash alternative*).

De manière schématique une entité doit comptabiliser les biens ou services reçus ou acquis dans le cadre d'une transaction dont le paiement est fondé sur des actions, au moment où elle obtient les biens ou au fur et à mesure qu'elle reçoit les services. L'entité doit comptabiliser en contrepartie soit une augmentation de ses capitaux propres si les biens ou services ont été reçus dans le cadre d'une transaction dont le paiement est fondé sur des actions et qui est réglée en instruments de capitaux propres, soit un passif si les biens ou services ont été acquis dans le cadre d'une transaction dont le paiement est fondé sur des actions et qui est réglée en trésorerie. Lorsque les biens ou services reçus ou acquis dans le cadre d'une transaction dont le paiement est fondé sur des actions ne remplissent pas les conditions de comptabilisation en tant qu'actifs, ils doivent être comptabilisés en charges.

droits des managers sur l'instrument (au fil du temps et/ou à raison de l'atteinte de performance de valorisation du sous-jacent), etc. ;

– les exigences financières posées par les investisseurs (et principalement de rendement minimal de leur investissement ou *hurdle* attendu par le financier en dessous duquel le mécanisme optionnel consenti au manager ne s'active pas, ou encore d'intéressement progressif des managers en fonction de l'atteinte de seuils de TRI ou de Multiple croissants).

Autant le dire d'emblée, certains de ces paramètres sont très incertains, affectés d'une probabilité d'occurrence difficile à définir, d'une grande volatilité, exigeant de formuler des anticipations et rendant l'exercice de valorisation très complexe et, disons-le, « subjectif ».

Le modèle de Black, Scholes et Merton<sup>72</sup> présente l'avantage d'une certaine simplicité, avec cependant comme inconvénients de ne pas intégrer de période de blocage durant laquelle l'option ne peut être exercée, ni de prendre en compte le comportement (les choix) du titulaire de l'option.

Le modèle binomial de Cox, Ross et Rubinstein<sup>73</sup> repose sur une méthode pas à pas, par arborescence, et sur un processus discret puisque l'évolution du prix du sous-jacent est défini, à chaque intervalle temporel et en fonction de probabilités d'occurrence, selon que la valeur de l'action augmente ou baisse : la variation de valeur de l'action sur un intervalle donné est fonction de la durée de ce dernier et de la volatilité de l'actif en question. Si ce modèle, à l'inverse du précédent, prend en compte le comportement du titulaire de l'option et permet d'intégrer les composantes contractuelles du package, sa faiblesse réside souvent dans le nombre de nœuds de l'arborescence utilisés.

Le modèle de Monte-Carlo consiste en la réalisation de simulations de la valeur future du sous-jacent : il utilise globalement les mêmes paramètres que le modèle binomial de Cox Ross Rubinstein, mais substitue, au nombre de pas (ou nœuds d'arborescence), des scénarii de valorisation de l'action à la date de maturité de l'option.

À l'inverse des deux autres méthodes, il intègre des hypothèses de distribution de dividendes du sous-jacent (assez théoriques en matière de LBO, dès lors que les associés d'une holding endettée se voient interdire de procéder à des distributions de dividendes ou réductions de capital tant que la dette senior n'est pas remboursée) : l'une des variantes de ce modèle (dénommée modèle de quasi-Monte-Carlo) repose sur l'utilisation de variables quasi aléatoires afin de s'assurer que la distribution des variables aléatoires est uniforme sur l'intervalle considéré.

L'un des travers de ces trois premières méthodes réside dans le fait qu'elles n'intègrent pas les choix du titulaire de l'option et notamment l'exercice anticipé de l'instrument optionnel, ni assez finement les contraintes contractuelles posées par les investisseurs, ce qui explique que des variantes ont vu le jour afin de corriger ces biais de raisonnement.

C'est précisément l'intérêt du modèle de Hull et White<sup>74</sup>, inspiré de l'approche binomiale de Cox Ross et Rubinstein, qui prend en

compte une période d'inaccessibilité des options ainsi que leur exercice anticipé une fois expirée la période de blocage : il définit un arbre constitué par l'ensemble des hypothèses de valeurs que le sous-jacent peut prendre. La valeur de l'option se mesure en remontant l'arbre binomial à rebours, en partant de la date de maturité de l'option, et en confrontant, à chaque nœud de l'arbre, la valeur de l'action (du sous-jacent) au prix d'exercice de l'option (la différence entre le prix d'exercice et la valeur du sous-jacent définira le prix de l'option). Il assimile de facto les instruments offerts aux managers à des options à barrières (le titulaire de l'option ayant la possibilité de l'exercer à l'issue de la période d'acquisition de ses droits (dénommée fréquemment période de *vesting*)).

Sur le terrain fiscal, l'affaire *Editis* ainsi que les avis du Comité de l'abus de droit de 2016 fournissent une illustration des rapports de force en présence : les managers avisés auront pris soin de disposer de justificatifs de la juste valorisation des instruments souscrits, tandis que l'Administration, pour l'heure ayant moins, hésite à s'engager dans un débat d'experts sur le bien-fondé des hypothèses retenues.

Tout l'enjeu de la robustesse fiscale des *managements packages* réside pourtant bien dans cet exercice de valorisation.

Il est bien certain à cet égard que, réduite à sa plus simple expression, la structuration du package via un *sweet equity* évince ces difficultés du débat, du moins en théorie puisque les instruments optionnels viennent quasi systématiquement s'ajouter au *sweet equity*.

## 2. Les obstacles au développement du *sweet equity*

**17** - Le principal obstacle au développement du *sweet equity* réside dans l'arsenal législatif visant à limiter l'endettement des sociétés par des restrictions à la déductibilité fiscale des intérêts, qu'il s'agisse de règles sociales ou de groupe. Il faudrait certainement aussi mentionner un obstacle d'ordre économique et financier tenant au risque de faillite qu'un endettement excessif fait peser sur l'emprunteur, mais le sujet intéresse essentiellement les économistes.

Les instruments de *management package* sont la plupart du temps émis par une structure holding, endettée, dont l'objet est de financer le rachat d'une société qu'elle va intégrer fiscalement : deux séries de dispositions fiscales sont alors à l'œuvre, les unes individuelles les autres de groupe.

Le législateur a donc précisé l'articulation nécessaire entre l'ensemble de ces mesures.

Un bref rappel suffit à mesurer combien ces règles tendent à corser le plein effet du *sweet equity*, non pas qu'elles interdisent (au sens légal) l'endettement, mais elles en réduisent notablement l'intérêt en refusant la déductibilité fiscale des charges financières excédentaires.

L'ordre d'application des dispositifs, dans un groupe intégré<sup>75</sup>, se fait au niveau de chaque société individuellement puis au niveau du groupe, précision donnée que ces dispositifs s'appliquent « nets » des charges financières à réintégrer (ou à déduire) en application du ou des dispositifs sociaux appliqués précédemment.

### A. - Les dispositions individuelles

**18** - On recense un ensemble de règles visant à limiter, au niveau individuel de chaque société, l'intérêt du recours à l'endettement, à savoir :

• le taux limite des intérêts servis aux associés (CGI, art. 39, 1, 3°) à raison des sommes qu'ils laissent ou mettent à la disposition de la société (holding d'acquisition dans notre raisonnement). L'article 39, 1, 3° du CGI s'applique à toutes les sommes laissées ou mises à

72. F. Black et M. Scholes, *the Pricing of Options and Corporate Liabilities* : *Journal of Political Economy* 1973, vol. 81, n° 3, p. 637 à 654. – R. Merton, *Theory of Rational Option Pricing* : *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1973, vol. 4, n° 1, p. 141 à 183 ; *Option Pricing when Underlying Stocks Returns are discontinuous* : *Journal of Financial Economics* 1976, vol. 3, p. 125 à 144.

73. J. C. Cox, S. A. Ross et M. Rubinstein, *Option Pricing : a Simplified Approach* : *Journal of Financial Economics* 1979, vol. 7, n° 3, p. 229 à 263. – V. encore sur le sujet précis des options de management package, M. Rubinstein, *On the Accounting Valuation of Employee Stock Options* : *Journal of Derivatives* 1995, vol. 3, n° 1, p. 8 à 24.

74. V. l'article pionnier de J. C. Hull et A. White, *How to value Employee Stocks Options* : *Financial Analysts Journal* 2004, 60, 1, p. 114 à 119. – Et de J. C. Hull, *Options, Futures and other Derivatives* : Pearson, Prentice Hall, 7<sup>e</sup> ed., 2009.

75. BOI-IS-GPE-20-20-110, 3 juin 2015, § 90 et s.

disposition de la société, sous quelque forme que ce soit : versement en compte-courant, prêts, dépôts, et notamment souscription à un emprunt obligataire (convertible ou non)<sup>76</sup> à l'exception des créances commerciales. Toutefois, la déductibilité des intérêts pourrait être intégrale s'il est démontré que les structures associées consentant des avances à une holding endettée, ou souscrivant des avances ou des titres obligataires, sont des entreprises liées (CGI, art. 39, 12) à cette holding et que la rémunération des obligations convertibles ou avances pratiquée est conforme à un taux de marché ;

● **le taux limite des intérêts entre entreprises liées** (CGI, art. 212, I, a et b) qui regroupe deux séries de dispositions :

– l'une (CGI, art. 212, I, a) a trait à la déductibilité des intérêts servis à des entreprises liées au sens de l'article 39, 12 du CGI qui est limitée au taux prévu par l'article 39, 1, 3° du CGI, ou au taux de marché s'il est supérieur<sup>77</sup>, l'Administration devant prendre exactement en compte la situation de la société emprunteuse<sup>78</sup> ;

– l'autre (CGI, art. 212, I, b) vise les intérêts servis à des entreprises liées qui ne sont admis en déduction que si l'entreprise qui les a supportés (la holding endettée) démontre, à la demande de l'Administration, que l'entreprise prêteuse liée est, au titre de l'exercice en cours, assujettie à raison de ces mêmes intérêts à un impôt sur le revenu ou sur le bénéfice dont le montant est au moins égal au quart de l'impôt sur les bénéfices déterminé dans les conditions de droit commun. Cette disposition vise à mettre en échec des montages dans lesquels le prêteur serait exonéré d'impôt sur les intérêts reçus ;

● **le dispositif visant à lutter contre la sous-capitalisation** (CGI, art. 212, II) qui limite la déduction des intérêts versés par une société (réputée sous-capitalisée) à des entreprises liées au sens de l'article 39, 12 du CGI, en rémunération des sommes laissées ou mises à disposition. De nouveau, seules les entreprises liées à la holding (au sens de CGI, art. 39, 12) sont concernées par ce dispositif. Ainsi, les intérêts versés à des sociétés non liées ne seraient pas visés par le dispositif de sous-capitalisation. Il est à cet égard entendu que sont assimilés à des intérêts dus à une entreprise liée ceux rémunérant des prêts souscrits auprès d'une entreprise tierce si le remboursement desdits prêts est garanti par une entreprise liée. Toutefois, l'Administration a expressément exclu du champ d'application du régime de sous-capitalisation les sommes laissées ou mises à disposition dont le remboursement est exclusivement garanti par le nantissement des titres et des créances du débiteur. Dès lors, les emprunts bancaires souscrits classiquement par la holding et garantis exclusivement par

le nantissement des titres de la cible n'entrent pas dans le cadre du dispositif de sous-capitalisation.

On rappellera en substance que le régime de sous-capitalisation est applicable à une société assujettie à l'IS lorsque les trois critères suivants sont cumulativement remplis :

– ratio d'endettement global : les avances consenties par des entreprises liées excèdent 1,5 fois le montant des capitaux propres de la holding (retenus au choix à l'ouverture ou à la clôture de l'exercice) ;

– ratio de couverture des intérêts : les intérêts versés aux entreprises liées excèdent 25 % du résultat courant avant impôt de la holding, majoré desdits intérêts, des amortissements déduits et de la quote-part de loyer de crédit-bail ;

– ratio d'intérêts versés par des entreprises liées : les intérêts versés aux entreprises liées excèdent le montant des intérêts reçus de ces mêmes sociétés.

Ainsi, même si le montant d'obligations convertibles peut être très élevé et supérieur à 150 % des capitaux propres de la holding (afin de favoriser la *sweet equity*), pour autant les règles de sous-capitalisation peuvent être écartées puisque les trois ratios doivent être cumulativement vérifiées pour que cette sanction s'applique (et notamment si les intérêts versés n'excèdent pas 25 % du résultat courant, la holding endettée ne sera pas considérée comme sous-capitalisée). Notons, qu'en tout état de cause, si la holding, au titre d'un exercice donné, est considérée comme sous-capitalisée et qu'une fraction des intérêts versés doit être réintégrée à son résultat, aucune réintégration ne doit cependant être effectuée si cette fraction d'intérêts non déductibles est inférieure à 150 000 € ou si la holding démontre que son endettement global est inférieur ou égal à celui du groupe auquel elle appartient ;

● la règle dite de l'**amendement « Carrez »**<sup>79</sup> (CGI, art. 209, IX) qui consiste en un dispositif de limitation de la déduction des charges financières afférentes à l'acquisition de titres de participation, lorsque l'entreprise cessionnaire ne peut démontrer que les décisions relatives aux titres acquis sont effectivement prises par elle (ou par une société établie en France appartenant au même groupe économique au sens de C. com., art. L. 233-3) et, lorsque le contrôle ou une influence est exercée sur la société cible, que ce contrôle ou cette influence est effectivement exercée par elle ou une société du même groupe. L'entreprise doit là alors réintégrer à son résultat imposable une quote-part forfaitaire de ses charges financières ;

● et enfin le **dispositif du « rabot » individuel** (CGI, art. 212 bis) en application duquel lorsque les charges financières nettes d'une société assujettie à l'IS et non intégrée atteignent 3 millions €, l'entreprise ainsi endettée ne peut déduire que 75 % de ces intérêts pour déterminer son résultat imposable.

## B. - Les dispositions spécifiques au groupe

**19 - Une série de dispositions fiscales, propres aux groupes fiscalement intégrés, viennent là encore limiter l'intérêt d'un recours excessif à l'endettement et de facto entraver la *sweet equity*, à savoir :**

– la rectification groupe au titre de la **sous-capitalisation** (CGI, art. 223 B, al. 13 à 18) ;

– la règle dite de l'**amendement « Charasse »** (CGI, art. 223 B, al. 6) qui vient limiter la déduction des charges financières liées à l'acquisition d'une société en vue de son intégration. Cette réintégration, qui porte sur les frais financiers de tout le groupe (et pas seulement de la holding endettée), s'opère sur une durée de 9 ans ;

– le **dispositif général du « rabot »** (CGI, art. 223 B bis), sorte de voiture balai d'une fiscalité hostile à un endettement excessif (ou plus exactement à une déductibilité fiscale de charges d'intérêts jugées

76. CE, 9<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> ss-sect., 10 avr. 1991, n° 75553, *Bastide et C<sup>ie</sup>* : RJF 6/1991, n° 738. – CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ch., 13 oct. 2016, n° 388574, *Mathas* : Dr. fisc. 2016, n° 48, comm. 609, concl. B. Bohnert ; BF 1/2017, inf. 6. – V. C. Acard, *Fiscalité financière* : Dr. fisc. 2017, n° 21, étude 318, spéc. n° 7.

77. S'agissant d'un emprunt, cette preuve est rapportée si l'entreprise justifie d'une offre de prêt à la date de l'emprunt (BOI-IS-BASE-35-20-10, 15 avr. 2014, § 110). Le taux doit prendre en compte le risque de défaut propre à la société emprunteuse indépendamment de son groupe (CAA Bordeaux, 3<sup>e</sup> ch., 2 sept. 2014, n° 12BX01182, min. c/ Sté Stryker Spine : JurisData n° 2014-035816 ; Dr. fisc. 2015, n° 22, comm. 332, note A. Guillemonat et O. Ramond ; RJF 12/2014, n° 1083) ou encore la situation propre au Lbo et au fait que les actifs de l'emprunteuse sont gagés en garantie du crédit (CAA Bordeaux, 4 avr. 2017, n° 15BX01177).

78. V. ainsi, CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ch., 19 juin 2017, n° 392543, 392544 et 392545, min. c/ Sté General Electric France : JurisData n° 2017-013359 ; Dr. fisc. 2017, n° 41, comm. 495, concl. M.-A. Nicolazo de Barmon, note A. de Waal ; FR 31/2017, inf. 1. – sanctionnant l'Administration qui qualifiait d'excessive une fraction d'intérêts en se fondant uniquement sur l'excellent rating global attribué à une société mère sans prendre en compte la notation précise et intrinsèque de la filiale emprunteuse. Généralement cette preuve du caractère normal du taux d'intérêt est apportée par des études sur l'ensemble de ses composantes (taux de base, prime de risque, risque non diversifiable). – V. Dans ce sens TA Montreuil, 1<sup>er</sup> ch., 30 mars 2017, n° 1506904, Sté BSA : JurisData n° 2017-009024 ; Dr. fisc. 2017, n° 25, comm. 358, note S. Humbert ; BF 8-9/2017, inf. 784. – V. C. Acard, *Fiscalité financière* : Dr. fisc. 2017, n° 39, étude 478, spéc. n° 10.

79. Le projet de loi de finances pour 2018 prévoit de restreindre le champ d'application de ce dispositif pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2017.

trop importantes), qui prévoit que lorsque le montant des charges financières nettes du groupe est égal au moins à 3 M €, la société mère doit réintégrer au résultat d'ensemble 25 % des charges financières nettes afférentes aux sommes laissées ou mises à la disposition des sociétés membres par des personnes physiques ou morales qui ne sont pas membres du groupe.

Ce rappel des textes visant à limiter la déductibilité fiscale des charges d'intérêt, tant au niveau individuel qu'au niveau d'un groupe intégré, souligne la défaveur du législateur à l'endroit d'un endettement trop massif particulièrement lorsque les ressources d'emprunt proviennent d'entreprises liées comme tel est le cas dans les mécanismes de *sweet equity*.

Il atteste symétriquement de la supériorité (en dépit de leur moindre efficacité fiscale) des mécanismes de *sweet equity* structurés via l'émission d'ADP Hurdle ou « à taux » souscrites par les investisseurs, tandis que les managers disposent de titres ratchet, puisqu'à l'inverse des instruments de dettes ou hybrides, le plafonnement de la participation des investisseurs et la relation des managers s'opère alors via la combinaison de valeurs mobilières non génératrices de charges financières et constitutives du capital social (par opposition à de l'endettement classique), les premières offrant un rendement prioritaire mais plafonné, tandis que les secondes servent un rendement déplafonné mais exposent leurs porteurs à un risque de perte plus élevé.

### 3. Les outils associés au *sweet equity* : ADP Hurdle, Ratchet et non conversion de titres hybrides

20 - À la faveur, d'une part des difficultés engendrées par les limitations à la déductibilité fiscale des charges financières, et d'autre part des restrictions posées à l'inscription de certaines valeurs mobilières en PEA, l'on a vu fleurir de nouvelles structurations des *management packages* qui appellent quelques observations qui n'ont, à ce stade, de valeur que prospective.

Ces schémas ont pour dénominateur commun une accentuation de l'effet de *sweet equity*, généralement par le recours à des sociétés de managers (associées des holdings de reprise) elles-mêmes endettées, ou par le recours à des actions de préférence<sup>80</sup> assorties de privilèges négatifs ou encore à des titres hybrides (OCA, OBSA) permettent d'éviter la dilution des managers.

C'est le lieu de porter un avis sur la robustesse fiscale de ces schémas.

#### A. - ADP assorties de privilèges négatifs, ou quand l'action ordinaire devient *de facto* privilégiée

21 - Le législateur fabrique parfois des objets juridiques qui dépassent ses prévisions. Ainsi en va-t-il des actions de préférence dont l'on admet désormais que les prérogatives (pécuniaires ou extra-pécuniaires) peuvent certes être positives mais encore négatives.

Fort de ce constat, l'on a assisté à un foisonnement créatif autour des actions de préférence, voire des actions gratuites de préférence, allant parfois jusqu'à recréer, au travers d'ADP, de véritables options, sortes de substituts aux bons autonomes.

La définition légale est très large, autorisant la création « d'actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent » (C. com., art. L. 228-11, al. 1<sup>er</sup>).

La doctrine quasi unanime s'est finalement rangée à l'idée que l'action de préférence est, en réalité, non pas nécessairement une action privilégiée (assortie d'une préférence « positive »), mais simple-

ment une action particulière, à savoir une action assortie de droits particuliers voire d'obligations et/ou charges particulières<sup>81</sup>.

Les termes nouveaux « droits particuliers de toute nature », qui se substituent à l'ancienne définition « des avantages par rapport à toutes autres actions », autorisent à moduler, voire supprimer, les droits pécuniaires (droits à bénéfice, droit sur boni, versement de dividendes en actions, droits particuliers sur le droit préférentiel de souscription...) et/ou extra-pécuniaires (droit de vote, droit à l'information, droits particuliers en matière d'agrément, de préemption, de liquidité, etc.).

Ce cadre législatif très libéral pose fort peu de contraintes sous la réserve notable des actions de préférence dépourvues de droit de vote qui ne peuvent représenter plus de 50 % du capital social des sociétés non cotées et 25 % du capital des sociétés cotées.

Rien n'interdit donc de créer des actions de préférence « particulièrement négatives » (parfois dénommées « sur-négatives ») qui à maints égards font figure de substituts tantôt à des outils de dette, tantôt à des options, et notamment :

- action sans droit de vote et/ou pourvues d'un droit à dividende limité pendant une durée déterminée (durée qui sera souvent déterminée en fonction de contraintes financières propres au schéma et notamment des conditions de la dette senior dans les opérations de LBO, etc.) ;

- action inaliénable pendant une période longue ;

- action dénommée « hurdle » ou « ADP à taux » par les praticiens, offrant (le plus souvent aux investisseurs) un rendement prioritaire et plafonné à leurs titulaires ; ce rendement est généralement servi par prélèvement prioritaire sur le prix de cession global de l'entreprise, et non via le paiement par la société émettrice de charges financières, ce qui interdit certes la déductibilité fiscale de charges d'intérêt par la société émettrice, mais qui en revanche réduit le risque de sous-capitalisation ;

- action dénommée « ratchet » ne pouvant être convertie (ou valorisée) en action ordinaire qu'à l'issue d'un délai déterminé (à l'horizon de sortie du fonds par exemple dans le cadre d'un LBO ou d'une opération de capital risque ou d'une cession, comme tel était le cas dans l'espèce Editis), étant précisé qu'en l'absence de conversion en actions ordinaires, ces actions de préférence auront la plupart du temps vocation à être rachetées à une valeur faible voire symbolique de manière à ce qu'un véritable risque financier soit pris par les porteurs de ces titres ;

- ou encore, action ne pouvant être convertie en action ordinaire (ou valorisée à la sortie hors toute conversion) que sous la condition d'atteinte de certains objectifs économiques ou financiers (seuil cible de CA ou d'Ebit ou respect de covenants ou atteinte d'une valeur minimale de l'entreprise cédée, etc.).

Ces actions de préférence « négatives », dont l'émission peut être réservée aux managers, peuvent alors être valorisées avec une décote importante pour tenir compte de leurs privilèges négatifs, reproduisant peu ou prou le profil d'une option ou d'un bon autonome...mais avec l'avantage (notamment s'agissant de la computation des abattements pour durée de détention) de constituer véritablement une action.

Les actions de préférence ne peuvent être inscrites en PEA depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014 quand bien même la préférence en question serait « négative ».

81. P. Ledoux, *La nature de la préférence* : BJS 2006, n° 11, p. 1219, indiquant que la « préférence n'est qu'une différence ». - A. Viandier, *Les actions de préférence* : JCP E 2004, 1440, pour lequel « les actions de préférence ne sont pas nécessairement des actions ayant plus de droits, mais seulement des actions assorties de droits différents ; c'est l'altérité et non le privilège qui définit l'action de préférence ». ANSA, Comité Juridique 3 nov. 2004, *Emission d'actions de préférence*, n° 04-077.

80. Souvent désignées de manière abrégée du sigle « ADP ».

La combinaison de ces valeurs mobilières aboutit parfois à attribuer des actions ordinaires aux managers tandis que les associés-investisseurs souscrivent des actions de préférence dites *hurdle*, substitut aux instruments de quasi-fonds propres convertibles, leur garantissant un rendement minimal mais plafonné : la tentation pourrait dès lors être forte pour certains managers personnes physiques d'inscrire ces actions ordinaires en PEA. Si l'on prend un peu de hauteur de vue et que l'on juge les incidences économiques d'une telle conjonction d'instruments, le montage invite cependant à la prudence et l'on doit s'interroger sur l'éligibilité de ces actions dites ordinaires au PEA.

Le schéma n'est probablement pas à l'abri de critiques sur le terrain de l'abus de droit, notamment lorsque le niveau de rendement garanti des actions *hurdle* est fixé à un seuil bas qui correspond la plupart du temps au rendement minimal escompté par les investisseurs.

**22 - Actions gratuites assorties de « préférences négatives » ?.** – Dès lors que l'article 135 de la loi Macron du 10 juillet 2015 n'a posé aucune condition juridique (tenant au régime de l'action gratuite) à l'assouplissement du régime fiscal applicable aux actions gratuites, on peut parfaitement imaginer de procéder à des émissions d'actions gratuites assorties de préférences négatives.

L'intérêt d'un tel instrument est double.

D'une part, il facilite l'accès au statut d'actionnaire à des salariés et/ou dirigeants, et ainsi les associe à l'accroissement de valeur actionnariale de leur entreprise, puisque l'on est en présence d'une action « gratuite » ce qui signifie que l'attributaire n'a aucun décaissement à opérer.

Cette absence de prise de risque actionnarial ne peut en l'espèce être fiscalement sanctionnée dès lors que la valeur mobilière émise respecte les prescriptions légales propres aux actions gratuites codifiées aux articles L. 225-197-1 à 225-197-6 du Code de commerce. On doit considérer que, ce faisant, le législateur a ainsi créé un instrument de *management package* sans prise de risque actionnarial (puisque l'action est attribuée gratuitement) échappant à toute sanction fiscale... alors que la jurisprudence exige désormais que les salariés et/ou dirigeants accédant au statut d'actionnaire (directement ou indirectement via des titres optionnels) prennent un véritable risque actionnarial.

D'autre part, et compte tenu de leurs prérogatives « négatives » voire « sur-négatives », ces actions gratuites sont émises avec une décote de valeur importante réduisant de facto l'assiette de la cotisation patronale prévue par l'article L. 137-13, II, 2° du Code de la sécurité sociale<sup>82</sup> (due par l'employeur) assise sur la valeur de l'action gratuite à sa **date d'acquisition** (qui peut désormais être fixée à 1 an de l'attribution de l'action gratuite).

## B. - ManCo, ADP et PEA

**23 -** Un recours étendu au *sweet equity* passe encore fréquemment par le regroupement de managers au sein d'une société *ad hoc* (souvent dénommée « ManCo » pour céder à l'abréviation de l'anglicisme *management company*), cette dernière souscrivant parfois même une tranche supplémentaire de dette pour investir dans la holding d'acquisition<sup>83</sup> : l'on met *de facto* en place un double niveau de levier d'endettement.

La constitution de cette ManCo, qui va investir dans la société de tête du LBO, est souvent la résultante du souhait des investisseurs professionnels de réunir les managers dans une entité unique afin d'organiser une forme de discipline actionnariale puisque seul le représentant permanent de cette ManCo va participer aux décisions collectives de la holding de tête, et que par ailleurs les investisseurs détiendront des actions de gouvernance émises par la ManCo afin d'assurer la bonne exécution du pacte d'associés (ces actions de gouvernance prenant la forme d'actions de préférence pourvues d'un droit de veto ou du pouvoir de prendre certaines décisions telles la mise en œuvre des clauses de *drag along* ou d'exclusion).

Rien n'interdit aux managers de loger en PEA les actions ordinaires constituant le capital de cette ManCo : ces valeurs mobilières sont émises à un prix de marché et les associés, au titre de leur risque actionnarial, garantissent généralement la bonne fin de l'emprunt additionnel souscrit par la ManCo.

L'usage s'est répandu de proposer aux managers, lors du dénouement de l'opération, qu'ils cèdent directement leurs actions de cette super-holding en lieu et place d'une cession des actions de la holding détenue par la ManCo, ce qui évite de transformer la ManCo en une société-tirelire post-cession des actions de la holding, et ce qui offre par ailleurs une liquidité directe aux managers en leur évitant la lourdeur d'une dissolution de la ManCo.

Le montage appelle peu de commentaires s'il est réalisé en émettant des actions à leur valeur de marché.

Il devient d'un maniement plus délicat lorsque la ManCo est appelée à détenir des actions de préférence ou des bons autonomes émis par la **structure faitière** mise en place pour structurer le LBO, et que **parallèlement les actions de cette ManCo sont inscrites en PEA**.

C'est au demeurant le cas de figure rencontré dans les avis rendus par le Comité de l'abus de droit en 2016 en matière d'utilisation abusive de PEA<sup>84</sup> dans lesquels une ManCo, dont les managers avaient souscrit et logé les actions en PEA, détenait à son tour des BSA émis par la société opérationnelle.

Réaliser indirectement ce que l'on ne peut atteindre directement (puisque, rappelons-le, les actions de préférence et les BSA ne peuvent donner lieu à inscription en PEA par un détenteur personne physique depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014) évoque irrésistiblement le grief de l'abus de droit qui vise à combattre les actes et montages qui, bien que formellement conformes aux règles d'assiette et à la loi, ont pour finalité exclusive d'éluder l'impôt. Il prend, on le sait, deux formes : d'une part l'abus de droit par simulation, forme la plus rustique consistant en des actes fictifs, mensongers (le cas de la vente en viager déguisant une donation), et d'autre part l'abus de droit par fraude à la loi, plus subtil, consistant à opposer des actes réels, réguliers en la forme, mais dont l'unique objet est d'éluder l'impôt<sup>85</sup>.

Il suppose deux critères, l'un objectif (la recherche du bénéfice tiré d'une application littérale des textes contraire à leur esprit) et l'autre subjectif tenant à la recherche d'un but exclusivement fiscal (éluder ou atténuer la charge d'impôt normalement dû) par l'auteur de l'acte.

Il faut probablement nuancer ce propos conclusif en rappelant d'une part que la mise en place d'une ManCo procède généralement

82. Dont le taux applicable aux actions gratuites attribuées par une décision collective postérieure au 30 décembre 2016 est actuellement de 30 % mais susceptible de revenir à 20 %.

83. Il s'agit alors souvent d'un emprunt in fine assorti parfois d'intérêts eux-mêmes financés par emprunt, puisque cette société des managers ne dispose généralement d'aucune ressource ; en effet la holding d'acquisition perçoit des dividendes de la société rachetée, affectés prioritairement au service de sa dette senior et au paiement des intérêts des emprunts obligataires.

84. Avis n° 2016-02 à 2016-05, 13 oct. 2016. – V. Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances du 12 mai et du 23 juin 2016 : Dr. fisc. 2016, n° 41, étude 538, spéc. n° 10, ... mais les faits de l'espèce sont antérieurs à la réforme du PEA entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2014.

85. CE, sect., 27 sept. 2006, n° 260050, Sté Janfin : JurisData n° 2006-081020 ; Lebon, p. 401 ; Dr. fisc. 2006, n° 47, comm. 744, concl. L. Olléon ; Procédures 2006, comm. 284, note J.-L. Pierre ; RJF. 2006, n° 1583, chron. Y. Benard, p. 1083 ; Bull. Joly Sociétés 2007, p. 104, § 12, note S. Reeb-Blanluet ; BGFE 2006, n° 12, p. 30 et s., obs. N. Chahid-Nourai. – V. O. Fouquet, Fraude à la loi et abus de droit : Dr. fisc. 2006, n° 47, étude 65. – P. Dibout, Répression des abus de droit en matière fiscale et principe de fraude à la loi : JCP E 2006, 2820. – P. Collin, Procédures fiscales, in L'année fiscale : Dr. fisc. 2007, n° 25, étude 631.

du vœu des investisseurs professionnels de regrouper l'actionnariat salarié au sein d'une seule entité et non d'une volonté des managers d'éluider l'impôt, et que d'autre part l'abus de droit nécessite la caractérisation d'un but exclusivement fiscal.

La démonstration de ce but **exclusivement** (et non pas seulement « principalement ») fiscal<sup>86</sup> constituerait ainsi une forme de garantie que les managers pourraient opposer aux velléités de rectification de l'Administration, bien qu'il faille hélas tempérer ce propos rassurant par le fait que le juge de l'impôt a depuis longtemps une conception extensive du but exclusivement fiscal<sup>87</sup>.

### C. - Non-conversion d'OC, ADP à taux, acte anormal de gestion et revenus distribués

**24 -** Quelques propos prospectifs doivent enfin être ajoutés concernant le mécanisme de dénouement des montages de *sweet equity*.

L'on sait que leur logique, résumée à sa plus simple expression, repose parfois sur un « pilotage » de la conversion (OCA) ou l'exercice (OBSA) de titres hybrides en fonction de la performance actionnariale réalisée par les investisseurs financiers sur leur investissement global, plus celle-ci étant élevée, plus les investisseurs renonçant à exercer leurs titres hybrides afin de prévenir toute dilution des associés managers.

Cela signifie aussi qu'en pareille circonstance la valeur du sous-jacent auquel le titre hybride donne accès (en général une action ordinaire émise par la holding de reprise) est supérieure au prix d'exercice de cette action et qu'une stricte rationalité financière commanderait alors précisément de convertir l'OC ou d'exercer le bon attaché à l'OBSA.

Renonçant à cette conversion ou à cet exercice afin d'honorer les engagements pris en matière d'intéressement des managers, les investisseurs perçoivent fréquemment une prime de non-conversion dont le coût est supporté par la holding de reprise émettrice des titres hybrides.

Cette situation appelle alors deux séries d'observations.

**25 - Sur le terrain de l'acte anormal de gestion.** – La non conversion (ou le non exercice) des titres hybrides prend la forme d'une décision de gestion dont on sait, nonobstant le principe de non-immixtion dans la gestion de l'entreprise, qu'elle est soumise au contrôle de sa normalité par l'Administration et le juge de l'impôt.

La jurisprudence est assez abondante s'agissant de décisions de vente de droits sociaux à des prix majorés ou minorés et l'on sait qu'en cette matière, le Conseil d'État affirme avec constance que la valeur vénale de titres non cotés en bourse doit être appréciée au regard de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date où la cession intervient.

L'on sait encore qu'en présence de transactions intervenant à bref délai d'intervalle et portant sur des titres semblables, et sauf à justifier

d'une contrepartie<sup>88</sup> expliquant un différentiel de prix, l'Administration décèlera un acte anormal de gestion dans des ventes opérées à des prix distincts.

Ainsi constitue un acte anormal de gestion la cession de droits sociaux à un prix inférieur à leur valeur vénale au profit de managers, la circonstance que cet avantage serait nécessaire pour maintenir l'implication des dirigeants cessionnaires dans le développement de la société ne suffisant pas à démontrer que l'entité cédante a agi dans son intérêt propre<sup>89</sup>.

C'est un raisonnement analogue qui fut adopté par l'Administration pour considérer que constituait un acte anormal de gestion le fait (pour une Manco) d'attribuer des bons autonomes (donnant droit à souscrire des actions de la holding de reprise) pour un prix trop faible à des managers impliqués dans une opération de LBO, bien qu'en l'espèce le tribunal administratif<sup>90</sup> jugera a posteriori que l'Administration ne démontrait pas que leur prix aurait été minoré de manière significative.

Dans ce sens encore, on mentionnera la sanction par le Conseil d'État<sup>91</sup>, sur le terrain de l'acte anormal de gestion, à l'encontre d'une société mère ayant cédé gratuitement à ses dirigeants et salariés des droits préférentiels de souscription aux actions d'une filiale, alors que la cour d'appel avait considéré que la société en retirait une contrepartie à travers la motivation des dirigeants cessionnaires.

Le cas demeure différent de celui fréquent dans les opérations de *private equity* (V. l'affaire Gaillochet) où, à terme et concomitamment au débouclage de l'opération, les investisseurs rétrocèdent aux managers des titres de la société au prix d'entrée, en exécution d'une promesse opposable à l'Administration (et donc dûment enregistrée lors de sa conclusion) pourvu toutefois que les managers dont s'agit aient pris un véritable risque actionnarial lors de la conclusion de la promesse, en acquittant un prix pour conclure cette dernière.

On observera toutefois que dans les hypothèses citées, l'avantage consenti était direct et tenait à la minoration du prix de vente ou de souscription des droits sociaux consenti aux managers, alors que le dénouement du *sweet equity* suppose, non pas de céder des droits sociaux à prix décoté, mais que les investisseurs renoncent à en souscrire dans des conditions économiques favorables.

La jurisprudence est bien moins fournie s'agissant de situations de renonciation à profit prenant la forme, non d'une vente à prix minoré à des managers, mais d'une renonciation à transformer des titres hybrides en actions comme le commanderait une stricte rationalité financière, l'entité concernée se privant ipso facto, au profit de tous les associés échappant à la dilution, du gain correspondant au différentiel entre le prix d'exercice et la valeur du sous-jacent (sorte d'avantage indirect en quelque sorte).

À notre connaissance, aucune décision ne s'est exactement prononcée sur ce sujet de la non-conversion ou du défaut d'exercice de titres hybrides.

86. Un projet de loi en 2013 tenta de remplacer ce but « exclusivement » fiscal par celui « principalement » fiscal, proposition censurée par le Conseil constitutionnel en ce que le texte aurait alors méconnu les exigences d'accessibilité et d'intelligibilité de la loi, V. *Cons. const.*, 29 déc. 2013, n° 2013-685 DC, *Loi de finances pour 2014*, cons. 118 ; *Dr. fisc.* 2014, n° 1-2, comm. 70. – V. O. Fouquet, *Abus de droit : la sécurité juridique rédactionnelle* : *Dr. fisc.* 2014, n° 1-2, act. 3.

87. CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ss-sect., 17 juill. 2013, n° 356523, min. c/ SAS Garnier Choiseul Holding. – CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ss-sect., 17 juill. 2013, n° 352989, min. c/ SARL Garnier Choiseul Holding. – CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ss-sect., 17 juill. 2013, n° 360706, min. c/ SARL Garnier Choiseul Holding ; *Dr. fisc.* 2013, n° 41, comm. 477, concl. F. Aladjidi, note F. Deboissy et G. Wicker ; *RJF* 11/2013, n° 1064, chron. É. Bokdam-Tognetti, p. 883 ; *Dr. sociétés* 2013, comm. 194, J.-L. Pierre ; *Rev. adm.* 2013, p. 506, obs. O. Fouquet.

88. V. dans ce sens, CE, 8<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> ss-sect., 6 juin 1984, n° 35415. – Et CE, 8<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> ss-sect., 6 juin 1984, n° 36733, *Sté Compagnie financière de Suez* : *Dr. fisc.* 1985, n° 7, comm. 287, concl. J.-F. Verny ; *RJF* 1984, n° 940. – CAA Nantes, 1<sup>re</sup> ch., 7 janv. 2016, no 14NT00881, *SARL SOCOFIP* : *RJF* 6/2016, n° 510.

89. CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ss-sect., 19 nov. 2008, n° 308449, *SARL Financière François Dufour* : *Dr. fisc.* 2008, n° 49, comm. 605 ; *RJF* 2/2009, n° 110 ; *RJD* 1/2010, n° 4 ; *BDCF* 1/2010, n° 2, concl. J. Burguburu – une société qui cède à son dirigeant des titres d'une filiale à un prix décoté commet un acte anormal de gestion dès lors que l'existence d'une contrepartie à la renonciation à recettes n'est pas établie. – CAA Paris, 2<sup>e</sup> ch., 2 févr. 1993, n° 91PA00842, *Cligman* : *RJF* 5/1993, n° 660.

90. TA Montreuil, 1<sup>re</sup> ch., 17 mars 2014, n° 1206559, *Sté Wendel*. – Et TA Montreuil, 1<sup>re</sup> ch., 17 mars 2014, n° 1206555, *Bureau Veritas* : *Dr. fisc.* 2014, n° 47, comm. 635, concl. V. Restino ; *RJF* 12/2014, n° 1103.

91. CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ss-sect., 26 sept. 2011, n° 327782, min. c/ M. Chalumeau : *Dr. fisc.* 2011, n° 48, comm. 605 ; *RJF* 12/2011, n° 1297.

Pour autant, les décisions précitées (sur l'avantage direct consenti aux managers) semblent parfaitement transposables à notre situation même si une jurisprudence récente du Conseil d'État paraît admettre que le souhait de fidéliser des cadres dirigeants puisse justifier que leurs soient cédées des actions à prix décoté<sup>92</sup> pourvu que soit formalisé l'engagement du dirigeant de se maintenir dans ses fonctions en échange de l'avantage procuré.

Dès lors que le grief de l'acte anormal de gestion serait inopérant, l'Administration ne nous semble pour autant pas dépourvue d'armes pour critiquer ces opérations, notamment au moyen de la notion de « revenu distribué ».

**26 - Sur le terrain des revenus distribués.** – La non-conversion de titres hybrides se traduit fréquemment par un surcoût pour la société émettrice, prenant la forme d'une prime de non-conversion visant à porter le taux actuariel des emprunts obligataires à un rendement proche de celui attendu de titres de capital.

Dans ces conditions il est permis de s'interroger sur la conséquence d'une telle décision pour les managers auxquels elle profite et dont la seule raison d'être tient précisément à la volonté de respecter des accords de partage de plus-value.

La notion de « revenus distribués » vise, on le sait, les sociétés assujetties à l'impôt sur les sociétés (de plein ou sur option) ce qui est quasi systématiquement le cas des holdings faitières utilisées dans les opérations de LBO au capital desquelles les managers sont associés.

En dehors des distributions dites régulières (dividendes, répartition de boni de liquidation, etc.), la loi fiscale<sup>93</sup> qualifie de revenus distribués (ou déguisés) les résultats qui ne sont pas demeurés investis dans l'entreprise ou encore les sommes mises à disposition d'associés voire de tiers.

Le revenu distribué est imposable, tantôt et s'agissant d'une personne physique, au barème progressif de l'impôt sur le revenu pour

son bénéficiaire sans bénéficier d'aucun abattement, et supporte en son les prélèvements sociaux outre une majoration de 25 % dans certaines hypothèses<sup>94</sup> ; tantôt, et s'agissant d'un bénéficiaire assujetti à l'impôt sur les sociétés, ce revenu distribué entre dans l'assiette de l'IS au taux de droit commun.

C'est sur le fondement de l'article 111 du CGI, et plus particulièrement sous les qualifications de rémunérations excessives ou d'avantages occultes, que l'Administration et le juge de l'impôt diligentent et justifient la plupart des redressements.

Sous cette dernière catégorie des rémunérations ou avantages occultes, l'on recense les sommes ou valeurs prélevées ou non sur les bénéficiaires et prenant la forme tantôt de rémunérations occultes, tantôt de distributions occultes ; les premières figurent régulièrement en comptabilité dans les charges de l'entreprise et rémunèrent en apparence un service ou un prêt dont l'entreprise ne révèle pas le bénéficiaire, tandis que les secondes peuvent ou non se retrouver en comptabilité et ne sont pas destinées à rémunérer un quelconque service.

L'on trouve pêle-mêle sous cette rubrique des cas de mise à disposition d'actifs à titre gratuit à des associés ou dirigeants, la prise en charge de dépenses personnelles à des dirigeants, des achats d'actifs auprès de dirigeants ou d'associés à des prix excédant leur valeur vénale, voire des cessions d'actifs à prix décotés à ces mêmes personnes ou à des tiers, etc.

Plus particulièrement, c'est sous cette qualification de distribution occulte que la jurisprudence a imposé des dirigeants ayant bénéficié de la cession à titre gratuit de droits préférentiels de souscription<sup>95</sup>.

On ne peut ainsi exclure que l'Administration tente d'imposer entre les mains des managers bénéficiaires au titre d'un revenu distribué, le coût supporté par la personne morale émettrice de titres hybrides à raison de la non-conversion de titres hybrides.

C'est probablement ici que l'on mesure la supériorité des mécanismes d'ADP à taux qui, à l'inverse du non-exercice de titres hybrides, n'entraîne aucun surcoût pour la personne morale émettrice, mais repose simplement sur une répartition du prix final des actions fonction des accords de partage de plus-value, les titulaires d'ADP à taux retirant un rendement prioritaire mais plafonné de la cession de leurs actions.

**MOTS-CLÉS :** Management package - Sweet equity - Étude générale

92. CE, 10<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> ss-sect., 16 oct. 2013, n° 339166, SAS Adélaïde, n° 339165, Bléger et n° 329420, Bléger : *JurisData* n° 2013-027148 ; *Dr. fisc.* 2014, n° 7-8, *comm.* 165, *concl. D. Hedary* ; *RJF* 1/2014, n° 36. – Dans ce sens encore, V. CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ss-sect., 26 sept. 2011, n° 327782, *min. c/ M. Chalumeau*, *préc. note* n° 92.

93. Ce sont les articles 109 à 115 du CGI qui réglementent la matière, laquelle englobe divers cas ; les sommes ou valeurs présumées mises à disposition des associés ou porteurs de parts et correspondant à des bénéfices non mis en réserve ou incorporés au capital (CGI, art. 109, 1, 1<sup>o</sup> qui nécessite que le résultat soit bénéficiaire) ou véritablement désinvesties et appréhendées par des associés ou des tiers (CGI, art. 109, 1, 2<sup>o</sup>, ce texte s'appliquant même en présence d'une société déficitaire mais ne pouvant concerner des tiers), les bénéfices réalisés en France par des sociétés étrangères pour leurs associés non-résidents (CGI, art. 115), les bénéfices ou réserves des sociétés qui cessent d'être assujetties à l'IS (CGI, art. 111 bis) et enfin les sommes ou valeurs visées à l'article 111 du CGI qu'elles aient été ou non prélevées sur les bénéficiaires.

94. Cette majoration de 25 % ne pouvant toutefois s'appliquer aux prélèvements sociaux ainsi qu'en a jugé le Conseil constitutionnel, V. *Cons. const.*, 10 févr. 2017, n° 2016-610 QPC, *Garancini* : *Dr. fisc.* 2017, n° 7, *act.* 89.

95. CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ss-sect., 26 sept. 2011, n° 327782, *min. c/ M. Chalumeau*, *préc. note* n° 92. – Cassant CAA Paris, 9<sup>e</sup> ch., 5 mars 2009, n° 07PA00655.

# Revue de DROIT FISCAL

14 DÉCEMBRE 2017, HEBDOMADAIRE, N° 50 - ISSN 1279-8436

Directeurs scientifiques :

Florence DEBOISSY

Alexandre MAITROT DE LA MOTTE

Jean-Luc PIERRE

Rédacteur en chef :

Thomas JACQUEMONT

## ÉTUDES

579 *Management package et Sweet equity*

Par Jean-Louis MÉDUS

580 De la « vérification de comptabilité »  
à l'« examen de comptabilité » :

la querelle des anciens et des modernes

Par Jean-Luc MENU

## COMMENTAIRES

581 Commentaires administratifs  
des contributions exceptionnelles sur l'IS

BOI-IS-AUT-35, 8 déc. 2017

583 Retenue à la source : le pot de terre, le pot  
de fer... et le pot de colle

CE, 20 sept. 2017, Sté Sofina, Sté Rebelco, Sté Sidro, concl. Émilie  
BOKDAM-TOGNETTI, note Allard DE WAAL

## Également cette semaine

582 **Impôts locaux** - Exonération de  
CFE des exploitants agricoles :  
extension au profit d'une SICA  
prolongeant l'activité de ses  
membres (oui) (CE, 10 juill. 2017,  
concl. É. CRÉPEY)

584 **Fiscalité internationale** - La mé-  
connaissance par le juge de l'impôt  
du champ d'application d'une  
convention fiscale internationale  
doit être relevée d'office (CE, 20 sept.  
2017, concl. É. BOKDAM-TOGNETTI)