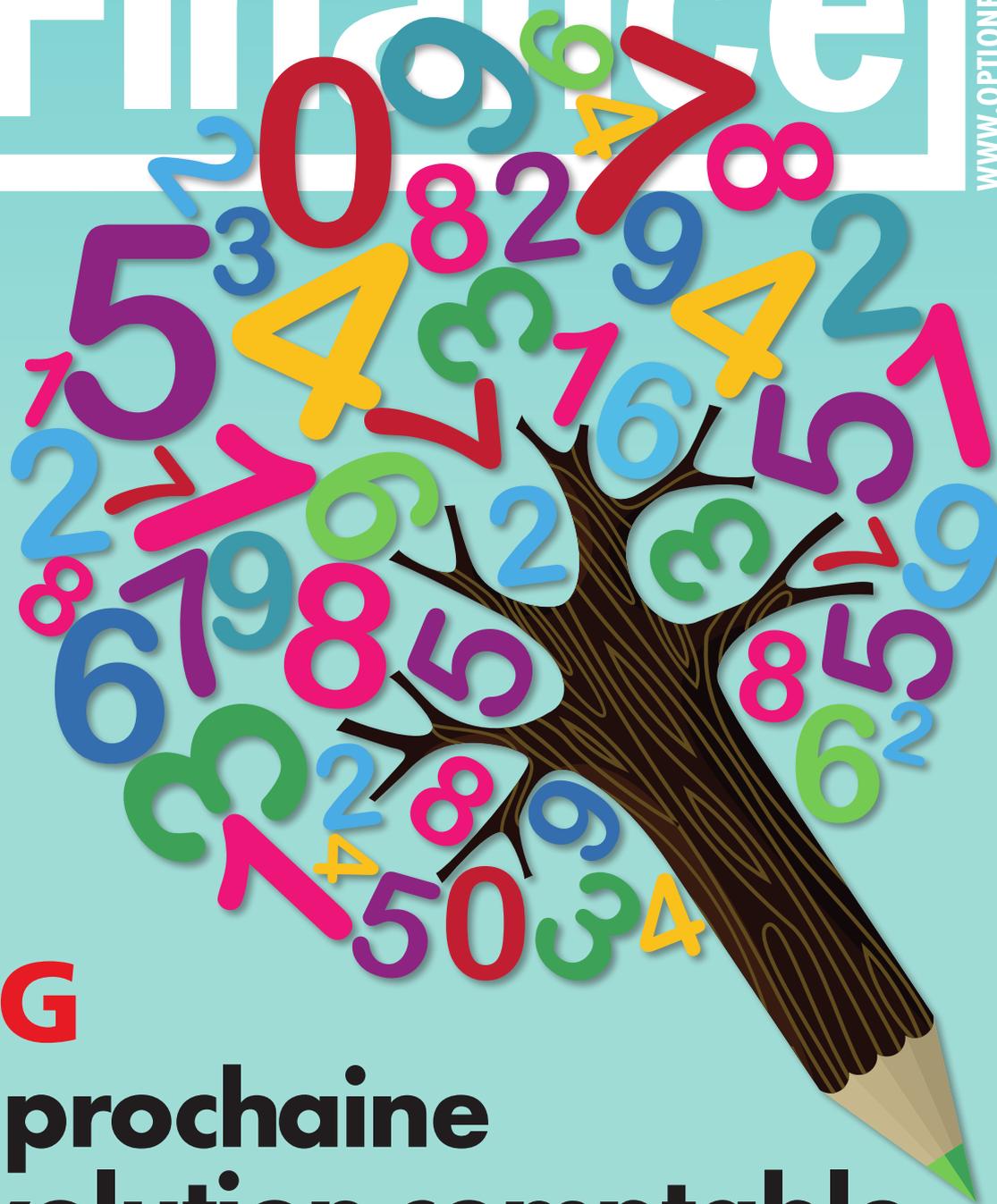


Option Finance

WWW.OPTIONFINANCE.FR



ESG

La prochaine révolution comptable

RÉMUNÉRATION
Les management
packages
résistent

FINANCEMENT
Le retour en grâce
des obligations
convertibles

Dans ce numéro,
le grand débat
« Gestion
obligataire
institutionnelle »



■ Entreprise & finance



En incitant le fisc à requalifier en salaires les rémunérations liées à des management packages, le Conseil d'Etat a compliqué le montage des LBO. De nombreuses pratiques sont désormais exclues. Pour autant, le flux de nouveaux management packages ne s'est pas tari. Des dispositifs, comme les stock-options ou les distributions d'actions gratuites, reviennent en force.

Rémunération

Management packages : ce qui reste possible

Après que le Conseil d'Etat a, en juillet 2021, requalifié d'un point de vue fiscal et social les management packages, assimilant à une rémunération salariale ces mécanismes d'intéressement des managers sous forme de participation au capital, le secteur du LBO a placé ses espoirs dans une intervention législative. Pour éviter la taxation à l'impôt sur le revenu et surtout l'assujettissement aux charges sociales de ces gains en capital, il aurait suffi d'un amendement au projet de loi de finances de 2022 ou à celui de 2023. Un amendement qui aurait inscrit dans la loi que les management packages sont imposés comme toute plus-value sur titre, sous le régime du prélèvement forfaitaire unique (PFU, au taux de 30 %). Le Conseil d'Etat n'aurait pas pu s'opposer à cette évolution : s'il juge en effet de la conformité des textes réglementaires et des pra-

tiques administratives aux lois, il n'est pas en mesure, en revanche, de contredire ces dernières. Mais, en dépit du lobbying des fonds et de leurs conseils, qui ont su rallier des députés à leur cause, aucun amendement en ce sens n'a été adopté, pas plus à l'automne 2021, quand a été discuté le projet de loi de finances

De plus en plus de salariés concernés par les management packages

Non seulement le flux de management packages ne s'est pas tari, mais « un nombre croissant de salariés sont intégrés dans ces opérations, note Nicolas Meurant, associé chez Deloitte Société d'Avocats. Cela va du top management jusqu'aux n-1, n-2, n-3... Nous avons vu des LBO avec parfois plus de 100 managers impliqués ».

Stock-options, actions gratuites... une fiscalité pas toujours avantageuse

● Si les régimes fiscaux et sociaux des stock-options, BSPCE ou actions gratuites sont relativement sûrs, d'un point de vue juridique, ils sont moins avantageux fiscalement aujourd'hui qu'auparavant. Ainsi, « les actions gratuites peuvent apparaître comme une option assez facile à mettre en œuvre, car le salarié n'a rien à payer, indique Olivier Couraud, associé au département fiscal du cabinet d'avocats international Stephenson Harwood. Le problème, c'est la lourdeur de leur fiscalité. Pour autant, il se peut que l'incitation soit suffisante, partant du principe que, schématiquement, 60 euros sur 100 représentent des charges sociales et des impôts, et que 40 euros sont pour le manager. Les deux problèmes posés, en outre, sont que celui-ci reçoit cette somme sans contrepartie – il n'a rien à avancer et ne prend pas

de risque – et qu'il existe une limite fixée à 10 % du capital social ».

● Les stock-options, auxquelles ont de plus en plus recours les professionnels du LBO, sont loin d'être détaxées. Le gros avantage, par rapport au salaire, est l'exonération de charges sociales. Mais le gain d'acquisition (différence entre le cours de l'action à la date de levée de l'option et le prix de celle-ci payé par le bénéficiaire) est soumis aux prélèvements sociaux (17,2 %), à une contribution spécifique de 10 %, ainsi qu'à l'impôt sur le revenu. Lorsque le manager cède ses titres, il est soumis au PFU de 30 % sur la plus-value de cession. Une taxation moindre est prévue pour les dirigeants de PME partant en retraite : dans ce cas, ils peuvent bénéficier d'un abattement de 500 000 euros sur les plus-values

de cession réalisées, à condition que les titres aient été détenus pendant un an. Le régime est beaucoup plus simple et avantageux pour les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), avec une taxation à 30 % des plus-values, selon le régime du PFU. Mais seules les sociétés récentes peuvent en bénéficier. « Il n'est pas question de créer artificiellement une société nouvelle pour en profiter, le fisc veille », souligne un avocat.

Les stock-options, auxquelles ont de plus en plus recours les professionnels du LBO, sont loin d'être détaxées mais elles présentent l'avantage, par rapport au salaire, d'être exonérées de charges sociales.

Aujourd'hui, les fonds doivent donc composer avec la nouvelle jurisprudence du Conseil d'Etat, qui a permis à l'administration fiscale de durcir ses contrôles. Si « leur nombre n'a pas augmenté, tous les gros LBO faisant de toute façon l'objet de contrôles avant même juillet 2021, leurs conclusions sont nettement plus sévères à l'égard des contribuables », souligne Olivier Couraud, associé au département fiscal du cabinet d'avocats international Stephenson Harwood.

Un durcissement des conditions

Les dernières précisions apportées depuis juillet 2021 par la jurisprudence de la plus haute juridiction administrative ne sont d'ailleurs pas favorables. « Sur le plan théorique, la jurisprudence évolue encore, relève Olivier Couraud. Par exemple, on a constaté un durcissement des conditions fiscales pour les bénéficiaires de management packages qui ne sont pas salariés de la société leur attribuant une rémunération en capital : ils ont cru pouvoir tirer argument de ce que la société émettrice des actions n'était pas celle qui employait le manager, mais le Conseil d'Etat ne l'entend pas ainsi. Dans la mesure où les deux sociétés font partie du même groupe, il estime que cette absence d'identité est indifférente, et qu'il y a lieu de requalifier le package en salaire. »

Ces évolutions sont d'autant plus scrutées de près que de plus en plus de salariés sont concernés par la problématique des management packages (MP, voir encadré). Contrairement à ce qu'on aurait pu croire, le flux de nouveaux MP ne s'est pas tari depuis les arrêts du Conseil

d'Etat de juillet 2021, qui ont évidemment inquiété les fonds initiateurs d'opérations de LBO. « Qui dit LBO dit management package, afin d'aligner les intérêts entre l'équipe de management et les investisseurs financiers, souligne Isabelle Cheradame, managing partner du cabinet Scotto Partners. Ce mécanisme ne disparaît pas, bien au contraire, il reste fondamental dans la logique financière des LBO, mais il a fallu s'adapter au nouvel environnement et aux réactions et exigences des différentes parties. »

« Il faut pouvoir démontrer qu'il n'existe pas de lien entre le contrat de travail et la rémunération du capital (sous forme de plus-values). La structuration du management package devra donc refléter la qualité d'investisseur du manager et non son lien de subordination avec la société. »



Olivier Couraud,
associé, département fiscal,
Stephenson Harwood



« Il a fallu bouleverser certaines habitudes bien ancrées dans le monde des LBO, comme les clauses dites de “bad leaver”, qui ont quasiment disparu. »

Isabelle Cheradam,
managing partner, Scotto Partners

Un traitement égal pour les managers-actionnaires et les actionnaires minoritaires

Comment cette adaptation a-t-elle eu lieu ? Les avocats tentent de se mettre à la place des inspecteurs du fisc, afin d'anticiper leurs réactions. S'appuyant sur la jurisprudence du Conseil d'Etat, « l'administration fiscale se base sur un “faisceau d'indices” pour requalifier les management packages en salaires, relève Nicolas Meurant, associé chez Deloitte Société d'Avocats. La palette est large, nombre de dispositions permettant au fisc de relier contrat de travail et rémunération du capital ». Le principe central, pour échapper à la requalification en salaires, c'est d'établir une coupure stricte entre le contrat de travail du salarié et sa rémunération en capital : le fisc ne doit pas pouvoir faire le lien entre les deux. « Il faut pouvoir démontrer qu'il n'existe pas de lien entre le contrat de travail et la rémunération du capital (sous forme de plus-values), souligne ainsi Olivier Couraud. La structuration du management package devra donc refléter la qualité d'investisseur du manager et non son lien de subordination avec la société. »

Ce principe de rupture du lien entre contrat de travail et rémunération du capital est mis en avant par tous les cabinets de la place, dont ceux qui structurent le plus de packages. « Le Conseil d'Etat n'a pas remis en cause le principe selon lequel les plus-values réalisées par des dirigeants actionnaires restent des gains en capital, relève Adrien Badelon, associé au sein du cabinet Scotto Partners. Mais dans les opérations de LBO, l'administration fiscale a tendance à renverser ce principe en considérant certaines clauses habituelles dans les accords entre actionnaires de sociétés non cotées comme autant d'indices que les gains des dirigeants actionnaires sont la contrepartie de leur qualité de dirigeant plutôt que de leur qualité d'actionnaire. Pour éviter cet amalgame, il appartient aux conseils d'apporter un soin particulier à la rédaction de la documentation. » Celle-ci doit faire en sorte que le dirigeant, en tant qu'actionnaire, soit bien assimilé à un actionnaire minoritaire et traité

de façon identique. On y parvient « en rattachant toujours les droits et obligations des dirigeants actionnaires à leur qualité d'actionnaires minoritaires », relève Adrien Badelon.

De nombreuses pratiques proscrites

Afin d'afficher une rupture claire entre le contrat de salarié du manager et son rôle d'actionnaire minoritaire, il faut renoncer à de nombreuses pratiques qui étaient l'apanage des MP. Cela concerne d'abord les prix de rachat par le fonds des parts du manager. Auparavant, il était possible de garantir au salarié-investisseur le prix de vente de sa part sociale. « Cela n'est plus envisageable, sous peine de voir la plus-value assimilée à un salaire, soumis à charges sociales et impôt sur le revenu », souligne Nicolas Meurant.

A cet égard, toute « manipulation » sur le prix du titre attribué au manager semble aujourd'hui hasardeuse, que ce soit lors de l'attribution ou de la vente. « Si le prix d'un titre est décoté lors de son attribution, la requalification en salaire est inévitable », estime Olivier Couraud. Concernant toujours les conditions de rachat de titres, les clauses de type « good-bad leaver » – qui prévoient de moduler lors de son départ les conditions du rachat des parts sociales appartenant à un « homme clé », selon qu'il quitte la société après avoir atteint les objectifs prévus et une durée de présence minimale (« good ») ou au contraire lors d'un départ anticipé ou pour faute (« bad ») – sont également sur la sellette. « Elles doivent être utilisées avec précaution, l'administration pouvant prendre appui sur de telles stipulations pour tenter de démontrer un lien entre l'investissement du manager et l'exécution de son contrat de travail », relève Olivier Couraud. Ces clauses sont d'autant moins envisageables « qu'elles constituent un élément significatif permettant de caractériser le lien entre le statut d'investisseur et celui de salarié, confirme Jean-Sébastien Dumont, associé au

Toute décote sur le prix des titres attribués au manager semble aujourd'hui hasardeuse.



« Il faut savoir se contenter des dispositifs encadrés, comme les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), les actions gratuites ou les stock-options, dont c'est le grand retour. »

Roland Guény, associé fondateur, BG2V

« Garantir un prix de vente de la part sociale n'est plus envisageable, sous peine de voir la plus-value assimilée à un salaire, soumis à charges sociales et impôt sur le revenu. »



Nicolas Meurant,
associé, Deloitte Société
d'Avocats

sein du cabinet d'avocats BG2V. Dès lors, leur existence en dehors des dispositifs encadrés crée un risque de requalification en cas de contrôle ».

Ne plus recourir à ces clauses a pu être problématique, surtout dans le cadre de LBO internationaux. « Il a fallu bouleverser certaines habitudes bien ancrées dans le monde des LBO, comme les clauses dites de "bad leaver" qui ont quasiment disparu, souligne Isabelle Cheradam. Cette adaptation n'est pas évidente pour certains fonds d'investissement, en particulier les grands fonds internationaux : ceux-ci souhaitent maintenir la philosophie originelle du management package et ne pas créer de règles différentes selon la résidence fiscale des managers, ce qui est un vrai sujet sur des deals crossborder. Il faut souvent faire œuvre de beaucoup de pédagogie avec ces fonds et il faudra trouver des solutions sur mesure en fonction des circonstances du deal en question. »

Le principe du « sweet equity » remis en cause

Au-delà du prix auquel le manager acquiert ou cède les parts sociales, des pratiques auparavant courantes sont considérées aujourd'hui à risque, telle celle du « sweet equity ». Elle consiste à laisser le manager investir dans la société cible du LBO uniquement en actions, alors que les fonds investissent sous forme d'actions mais aussi, et souvent majoritairement, d'obligations. Ainsi, à montant d'investissement global équivalent à celui des actionnaires strictement financiers, le manager détendra une fraction plus importante du capital de la société. Quand celle-ci sera revendue, la plus-value du salarié est également, logiquement, plus importante. « Cette pratique, qui lie le gain en capital au statut de salarié, est devenue dangereuse, estime un avocat spécialiste en management packages. La raison pour laquelle le fonds accepte d'être dilué trouve clairement sa source dans la volonté d'avantager le salarié, ce que l'administration fiscale ne peut plus admettre compte tenu de la jurisprudence établie par le Conseil d'Etat. Il en va de même pour l'émission de prêts subordonnés réservés aux salariés, sous forme d'obligations convertibles en actions. »

De même, les bons de souscription en actions (BSA) ont disparu. D'ailleurs, « les arrêts du Conseil d'Etat concernaient précisément la qualification fiscale de bons de souscription d'action, réservés au top management, dans le cadre d'un LBO, relève Roland Guény. C'est une technique qui n'est plus utilisée. Mais cela n'enlève en rien la portée de principe de ces arrêts... ». Enfin, la technique, parfois utilisée, consistant à loger des titres non cotés dans un PEA afin de bénéficier de l'absence de fiscalité pour cette enveloppe (soumise aux seuls prélèvements sociaux), est aujourd'hui fortement déconseillée.

Le grand retour des stock-options

Que reste-t-il alors pour intéresser les managers à la bonne marche d'une entreprise qu'ils reprennent avec le soutien de fonds ? « Il faut savoir se contenter des dispositifs encadrés, comme les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), les actions gratuites ou les stock-options, dont c'est le grand retour », affirme Roland Guény. A ces dispositifs est associée une législation fiscale précise et stabilisée. Ils ont été conçus par le législateur comme autant de dérogations au principe selon lequel toute rémunération d'un manager représente un salaire, soumis à charges sociales et impôt sur le revenu : a priori, le risque d'une requalification en salaire est donc faible. Mais ces dispositifs sont tous contraignants, d'un point de vue fiscal (voir encadré). Et certains, comme les BSPCE, sont réservés à des catégories précises d'entreprises, les start-up, en l'occurrence. Il faut en effet que la société ait moins de quinze ans et soit détenue à plus de 25 % par des personnes physiques.

En outre, il faut éviter de tordre ces mécanismes. « On observe depuis 2021 un recours de plus en plus fréquent aux dispositifs légaux d'actionnariat salarié (actions gratuites, stock-options, contrat de partage de plus-value, etc.), dont les gains sont soumis à un régime fiscal spécifique plus favorable que celui des salaires, relève Adrien Badelon. Ce ne sont pas pour autant des "safe harbours" permettant d'écarter tout risque de requalification des gains en salaires : il faut en respecter les nombreuses conditions et veiller à ne pas les dénaturer. » Plus que jamais, les clauses exotiques dont étaient assortis de nombreux MP, afin d'avantager les managers, sont devenues à risque : encouragé par le Conseil d'Etat, le fisc va sévir de plus en plus durement. Pour autant, « certains fonds et certains managers préféreront courir le risque de mettre en place un management package "classique" (avec l'avantage du PFU), en dehors des régimes légaux », relève Olivier Couraud. La pratique du « pas vu, pas pris » a encore des adeptes, confie un avocat, qui souligne faire plus que jamais du « sur-mesure ». Entre la nécessaire motivation des dirigeants et le risque fiscal, il faut savoir arbitrer. ■

Les BSPCE, sont réservés aux start-ups de moins de quinze ans et détenues à plus de 25 % par des personnes physiques.

Ivan Best
 @Iv_Best