

## LES MANAGEMENT PACKAGES STRUCTURÉS SOUS LA FORME DE REVERSE RATCHET : LA RECETTE MIRACLE ?

*par Christophe Flaicher, Associé en charge de l'équipe de Droit fiscal,  
et Bertrand Hermant, Counsel au sein du département fiscalité,  
Taylor Wessing*



*Christophe Flaicher*



*Bertrand Hermant*

**A**fin d'intéresser financièrement les dirigeants et salariés (*les managers*) au développement et à la croissance de la société cible, les investisseurs financiers ou *sponsors* intervenant dans le cadre d'opérations de *leverage buy-out* (LBO) entendent généralement octroyer à ces derniers la possibilité d'investir à leurs côtés. De manière à aligner les intérêts et les risques des *managers* sur ceux des *sponsors*, des investissements interviennent

selon une structure bien définie : on parle de *management package*.

En pratique, la richesse du droit des sociétés offre aux *managers* la possibilité d'investir à travers différents types d'instruments : les actions ordinaires (AO), les actions de préférence (ADP) ou encore les bons de souscription d'actions (BSA). Aussi, comme tout contrat, chaque *management package* est unique et il n'existe

pas de modèle type applicable à toutes les opérations de LBO.

Malgré ce constat, on remarque que certaines tendances sont apparues au cours de ces dernières années :

A l'origine, les *management packages* étaient généralement structurés sous la forme d'instruments relatifs ou « *ratchet* » permettant aux *managers* de capter une partie complémentaire de plus-value dans l'hypothèse où les critères de performance initialement fixés par les fonds sont atteints.

Toutefois, pour certaines raisons que sont, d'une part, une pratique de requalification des gains perçus par les *managers* en salaires de la part de l'administration fiscale et, d'autre part, un régime fiscal peu avantageux tant pour les *managers* que pour la société émettrice, la pratique a peu à peu délaissé ce type de mécanisme.

Depuis quelques années et en réponse à ces problématiques, les *management packages* se sont davantage construits sur des schémas inverses de type « *reverse ratchet* » où les *sponsors*, titulaires d'instruments hybrides de type obligations convertibles en actions (OCA) ou encore obligations à bons de souscription d'actions (OBSA), permettent aux *managers* de conserver leur part initiale du capital (la part maximale qu'ils puissent détenir) en cas de réussite de l'opération. Dans le cas contraire, les *sponsors* exercent ou convertissent leurs instruments entraînant une dilution des *managers*.

Cette forme de structuration plus récente et de plus en plus usitée en pratique est-elle pour autant exempte de toute critique ?

Dans la mesure où la rétrocession de valeur ne repose pas sur l'exercice ou la souscription d'outils optionnels de type *ratchet*, les *management packages* construits sous la forme de *reverse ratchet* présentent le grand avantage de permettre aux *managers* de s'affranchir des difficultés inhérentes à de tels outils que sont (i) la valorisation des instruments au prix de marché et (ii) la preuve d'une prise de risque capitalistique.

Si le schéma de *reverse ratchet* est ainsi, par hypothèse, moins dépendant au risque de requalification, son attractivité connaît toutefois certaines limites. En effet, d'une part, les instruments *ratchet* accordés aux *managers* viennent en pratique quasi systématiquement s'ajouter au schéma de *reverse ratchet*, réintroduisant par cette occasion les différentes problématiques évoquées et, d'autre part, le choix des *sponsors* de ne pas convertir (OCA) ou de ne pas exercer (OBSA) leurs titres hybrides en fonction de la performance réalisée soulève plusieurs problématiques pou-

vant éventuellement conduire à une requalification du gain en salaires.

### UN RISQUE SUR LE TERRAIN DE L'ACTE ANORMAL DE GESTION ?

La non-conversion ou le non-exercice des titres hybrides par les *sponsors* constitue une décision de gestion dont la normalité peut être contrôlée par l'administration et le juge de l'impôt. Cette problématique se posera notamment pour les *sponsors* intervenant dans l'opération par l'intermédiaire de structures entrant dans le champ de l'impôt sur les sociétés (holdings). L'administration pourrait dès lors considérer que le sponsor se prive, au profit des *managers* échappant à la dilution, du gain correspondant au différentiel entre le prix d'exercice et la valeur du sous-jacent, leur octroyant ainsi un avantage de manière indirecte.

Faute pour l'administration fiscale de caractériser l'existence d'un acte anormal de gestion, elle pourrait néanmoins considérer que les modalités de conversion des obligations convertibles ont été conçues dès l'origine afin d'octroyer un intéressement aux *managers* lors de la revente des titres (affaire n°2017/19 du Comité de l'abus de droit fiscal où le schéma de *reverse ratchet* a été pour la première fois présenté à son avis). En d'autres termes, la structuration de l'opération serait analysée comme un montage ayant pour objet d'octroyer une rémunération déguisée aux *managers*.

Le Comité de l'abus de droit fiscal a toutefois estimé que l'absence de conversion des OCA par le sponsor n'était pas constitutive d'un vecteur d'intéressement salarial mais traduisait au contraire la volonté des fondateurs d'accorder à l'investisseur financier la possibilité d'augmenter le montant de sa plus-value dans l'hypothèse où les objectifs de rentabilité ne seraient pas atteints.

Si l'avis rendu par le Comité semble ainsi valider le schéma de *reverse ratchet* sur le terrain de la requalification, il doit toutefois être accueilli avec précaution. En effet, l'avis nous paraît avoir été rendu principalement en considération des circonstances de l'espèce : les *managers* détenaient la majorité du capital de la holding de reprise et bénéficiaient ainsi d'un pouvoir de négociation leur permettant de contraindre l'investisseur financier à céder sa participation dans le cas où la rentabilité de l'investissement dépasserait un certain niveau. On comprend qu'il eut été difficile pour les investisseurs financiers, minoritaires, d'octroyer un quelconque avantage aux *managers*. Or, une telle situation ne se rencontre que rarement en pratique, les investisseurs financiers détenant généralement la majorité du capital de la holding de reprise.

Par conséquent, on peut craindre qu'un avis différent soit rendu à l'avenir par le Comité de l'abus de droit fiscal dans l'hypothèse, plus courante, où les *managers* sont minoritaires au capital de la holding de reprise.

### UN RISQUE SUR LE TERRAIN DES REVENUS DISTRIBUÉS ?

À défaut de remettre en cause la décision des investisseurs financiers de ne pas convertir ou de ne pas exercer leurs titres hybrides, l'administration fiscale pourrait tenter d'imposer entre les mains des *managers* le coût supporté par la holding émettrice des titres hybrides à raison de la non-conversion de ces derniers, à hauteur du montant de la prime de non-conversion versée aux investisseurs financiers.

Plus précisément, il pourrait être avancé que le versement de cette prime constitue en réalité un revenu distribué aux *managers* leur permettant de percevoir un gain complémentaire tel qu'établi dans les accords de partage de plus-value conclus avec les investisseurs financiers. Un éventuel redressement sur ce fondement nous paraît toutefois critiquable dans la mesure où la société émettrice est libre de choisir le mode de financement qu'elle estime opportun sans que l'administration fiscale ne puisse contester ce choix (principe de liberté de gestion financière des entreprises et de non-immixtion de l'administration fiscale dans sa gestion).

### UN RISQUE SUR LE PLAN SOCIAL ?

On constate depuis quelque temps un intérêt de l'URSSAF au contrôle des dispositifs de *management package*. Cette nouvelle tendance a conduit les cours d'appel de Douai (CA Douai, 31 mai 2017, n°14-03902, *Kiabi*) et de Paris (CA Paris, 6 juillet 2017, n°14/02741, *Barrière*) à se prononcer sur les conditions de requalification des gains perçus par les *managers* en matière sociale.

La requalification n'a donc pas seulement pour effet d'alourdir la fiscalité des *managers* en matière d'impôt sur le revenu, elle est également susceptible de provoquer de lourdes conséquences financières en matière sociale, pénalisant autant la holding de reprise (exigibilité des taxes assises sur les salaires) que les investisseurs financiers (prix de cession des titres impacté par le risque de requalification).

On constate néanmoins que les arrêts ayant prononcé une telle requalification portaient sur des mécanismes de type *ratchet* (souscription à des BSA par les *managers*). Pour autant, les schémas de *reverse ratchet* ne nous semblent pas totalement immunisés lorsqu'il peut être démontré que le manager a seulement souscrit au capital sous forme d'AO en raison de sa qualité de salarié.

L'absence de cadre fiscal et social *sui generis* applicable aux gains issus de *management package* ne contribue pas à la compréhension ni à l'adhésion de ces mécanismes par les *managers*. En ce sens, l'élaboration d'un régime fiscal et social exempt de tout risque de contestation, à l'instar du régime applicable aux gains issus de *carried interest*, est fortement plébiscité par les différents acteurs du secteur depuis de nombreuses années.

Les débats en séance publique sur le projet de loi relatif à la croissance et à la transformation des entreprises (PACTE) semblent toutefois apporter une première pierre à l'édifice en introduisant, par voie d'amendement (amendement n°2578 déposé par M. Guerini sur le texte n°1237), un dispositif permettant d'organiser un partage de la plus-value constatée au moment de la revente des actions par les investisseurs entre actionnaires et salariés. Il conviendra de suivre l'évolution de ce texte appelé à être voté au cours du printemps prochain.