

Pourquoi remettre en question ce qui paraît évident ? Polémique sur le traitement fiscal du carried interest

Les dirigeants des fonds d'investissement perçoivent en général deux types de rémunération : 1) une commission annuelle de gestion (management fees) de l'ordre de 2 % du montant du capital engagé ou investi, 2) une partie, environ 20 %, du profit effectivement réalisé par le fonds à sa liquidation (carried interest). En France, la taxation de cet intéressement comme une plus-value est considérée comme étant particulièrement faible par rapport aux gains susceptibles d'être réalisés. Ce système d'imposition a été mis en place à une époque où l'on cherchait à promouvoir un régime fiscal attractif du private equity pour attirer les investisseurs. Cependant avec la crise, le gouvernement a réexaminé la rémunération des managers de fonds et a souhaité voir ces gérants contribuer à la solidarité nationale.

Le projet de loi de finances pour 2013 prévoyait pour ce faire de modifier le régime d'imposition du carried interest en le considérant à compter du 1er janvier 2012 dans la catégorie des traitements et des salaires. Le taux effectif d'imposition aurait atteint ainsi 95 %¹.

Suite aux contestations des managers de fonds, le gouvernement a finalement renoncé à son projet et a décidé de maintenir le régime fiscal en vigueur. Ces parts de carried interest sont finalement maintenues dans la catégorie des plus-values sous réserve du respect des conditions de délais de détention et d'investissement minimal dans le capital.

Aux Etats-Unis, la polémique est la même. Le budget 2014 présenté par le président Obama et visant une réduction des déficits, propose l'augmentation de l'impôt exigé sur le carried interest. L'administration fiscale américaine souhaite imposer le carried interest comme un revenu ordinaire et non plus comme une plus-value, selon l'argument que les dirigeants de fonds reçoivent le carried interest en plus de leur rémunération pour leur mission de gestion du fonds. Cet argument est totalement contestable. En effet, le fait de s'appuyer sur les caractéristiques propres au bénéficiaire pour déterminer le traitement fiscal le plus approprié peut être utilisé pour justifier que le carried interest est aussi bien un revenu ordinaire qu'un gain en capital, car les gestionnaires du fonds sont à la fois des prestataires de service qui gèrent le portefeuille du fonds et des investisseurs qui appor-

tent à titre personnel, des montants non négligeables au capital du fonds.

Alors comment peut-on déterminer la nature fiscale du carried interest ?

Pour répondre à cette question, il faut plutôt examiner l'instrument financier lui-même et non pas son bénéficiaire. Il existe à cet égard deux modes d'analyse.

Selon l'approche du prêt sans garantie, le bénéficiaire du carried interest peut être assimilé à une personne qui emprunte l'équivalent de 20 % du capital du fonds auprès des investisseurs et décide à son tour de les placer dans le fonds qu'il gère. A la liquidation du fonds, il rembourse son emprunt aux investisseurs, majoré par des intérêts équivalant au taux minimal exigé (hurdle rate) et récupère sa part des gains de placement qui correspond à 20 % des profits du fonds, ce n'est autre que le carried interest. L'inconvénient de cette hypothèse, c'est qu'elle néglige la prise de risque du bénéficiaire en cas d'échec du projet.

La deuxième approche, plus pertinente, consiste à assimiler le carried interest à une option sur 20 % de la plus-value effectivement dégagée sur chaque opération ou sur tout le portefeuille du fonds s'exerçant à l'échéance des investissements au-delà d'un taux de plus-value (hurdle rate). En effet, le bénéficiaire de cette option se voit accorder gratuitement le droit, et non l'obligation, de recevoir 20 % des profits du fonds avec une réelle prise de risque. Il s'agit d'une option dont le sous-jacent est le portefeuille du fonds, et le prix d'exercice est le capital engagé majoré par le rendement minimal exigé par les investisseurs. Cette assimilation présente en plus un avantage considérable, puisqu'elle permet d'estimer la juste valeur du carried interest en utilisant les modèles d'évaluation des options. Mais ceci suppose que le bénéficiaire effectue une vraie prise de risque en investissant la juste valeur de l'option considérée pour échapper à la critique, qui a pu être justifiée dans certains cas, d'avoir bénéficié d'un avantage disproportionné par rapport à l'investissement.

A la lumière de ces deux approches, seule la prise de risque permet de justifier que le carried interest ne puisse être qu'un gain en capital dont le traitement fiscal le plus approprié est celui des plus-values. ■



Par Dorra Najar, docteur de l'université Paris Dauphine, enseignant-chercheur de finance Ipag Business School,



et Maurice Nussenbaum, professeur de finance université Paris Dauphine, Président de Sorgem Evaluation

1. Ce taux se décompose comme suit : 20 % dû par la société de gestion comme forfait social ; 45 % le taux marginal de l'impôt sur le revenu selon le barème progressif ; 4 % la contribution sur les hauts revenus ; 8 % les contributions sociales sur les revenus d'activité ; 18 % de prélèvement exceptionnel.