

Contentieux des management packages : l'importance du risque pris par les dirigeants

Une décision du CADF a requalifié les gains résultant d'un management package, notamment au motif de l'absence de prise de risque. Cette décision nous paraît ignorer le fait que les dirigeants qui ont payé la juste valeur d'un management package prennent des risques dont la portée ne peut pas être appréciée *a posteriori*, même s'il a été convenu qu'ils récupèrent leur mise dans certaines circonstances.



Maurice Nussenbaum



Teddy Guerineau

SUR LES AUTEURS

Sorgem Evaluation intervient dans le domaine de l'expertise et du conseil sur toutes les problématiques de l'évaluation et de litigation support (notamment évaluation de préjudices).

Maurice Nussenbaum est président de Sorgem Evaluation, professeur de finance à l'université Dauphine, expert agréé par la Cour de cassation.

Teddy Guerineau est associé chez Sorgem Evaluation.

L'administration fiscale met fréquemment en cause les mécanismes d'intéressement des managers dans les opérations de LBO, dès lors que ceux-ci se traduisent par des plus-values importantes. Elle n'hésite pas à les requalifier en revenus d'activités, lourdement taxés au barème de l'impôt sur le revenu. Le juge de l'impôt et le Comité de l'abus de droit fiscal (CADF) se sont prononcés sur quelques-uns de ces litiges ce qui permet d'identifier, de manière non limitative, deux conditions qu'il est nécessaire de remplir pour éviter une requalification. La première condition est que les gains obtenus soient indépendants d'un contrat de travail ou d'un mandat social. La seconde, à laquelle nous consacrons les développements de cet article, est que le manager doit avoir supporté un risque sur le montant du capital qu'il a investi. Une décision du CADF de novembre 2013, défavorable à des managers, démontre la difficulté qu'il peut y avoir à démontrer la réalité de la prise de risque et les dangers des raisonnements tenus *a posteriori*.

Brève présentation de la décision du CADF

Au cours de sa séance du 29 novembre 2013, le CADF s'est penché sur une opération de LBO datant de 2004 au cours de laquelle des cadres s'étaient vu proposer de souscrire à des actions à bon de souscription d'actions (ABSA). Le CADF a considéré que l'investissement dans les ABSA n'était pas risqué en s'appuyant sur le fait que le prix payé serait remboursé en fonction de certains niveaux du taux de rendement interne et en estimant que « *compte tenu des données relatives au groupe* », les dirigeants étaient assurés de récupérer leur investissement. Pourtant, l'administration avait reconnu que le prix d'acquisition des ABSA n'était pas un prix de convenance. Cette décision, hautement discutable, du CADF conduit à s'interroger sur l'appréhension par l'administration de la notion de risque encouru lors de l'investissement dans un management package, et notamment le lien entre la juste valeur du management package, le prix payé et le risque pris, et enfin les limites des jugements portés *a posteriori* sur le risque d'une opération.

La notion de risque encouru lors de l'investissement dans un management package

Les praticiens de la finance conviennent largement que le risque d'un instrument financier résulte du fait que sa valeur est susceptible de varier de manière aléatoire dans le futur, à la hausse ou à la baisse¹. Cette notion de volatilité intègre la probabilité de perdre tout ou partie de l'investissement initial mais aussi de gagner beaucoup plus. L'administration fiscale retient une définition plus restrictive en dissociant gain et perte et se limite à rechercher, en principe, si les dirigeants ont été exposés à la probabilité de perdre tout ou partie de leur investissement, ne prenant en compte que les fluctuations potentielles à la baisse. La présente affaire conduit donc à s'interroger sur le fait de savoir s'il a existé en l'espèce une probabilité pour les managers de perdre tout ou partie de leur investissement, même s'ils étaient assurés de récupérer celui-ci dans le cas où le TRI obtenu par les investisseurs financiers serait au minimum de 5 %, 2,5 % voire 0 %. La réponse est un oui catégorique. Les résultats d'une société, ou ses ratios de valorisation, peuvent

LES POINTS CLÉS

- Pour éviter leur requalification, les gains résultant d'un management package doivent avoir été la contrepartie d'une prise de risque.
- Acquérir un management package à sa juste valeur induit nécessairement une prise de risque (*ex ante*, un gain potentiel élevé est alors la contrepartie d'une forte probabilité de perte).
- Récupérer son investissement si le TRI des investisseurs est au moins nul ne suffit pas à démontrer qu'il n'y a pas eu de prise de risque.
- Le risque pris doit s'apprécier au moment de la réalisation d'une opération.

évoluer défavorablement et les investisseurs financiers sont toujours exposés au risque de perdre tout ou partie de leur investissement, c'est-à-dire d'obtenir un TRI négatif. À titre d'illustration, la dernière étude de l'AFIC sur les performances du capital investissement indique qu'environ 50 % des fonds ont obtenu un TRI net inférieur à 0 %². La possibilité de récupérer son investissement dans le cas où le TRI des investisseurs est nul ne constitue donc en rien une certitude de ne pas perdre tout ou partie de son capital pour un dirigeant.

Le lien entre la valeur du management package, le prix payé, et le risque encouru

La juste valeur d'un instrument financier est égale à la moyenne des flux actualisés qu'il est susceptible de générer dans le futur selon les différents scénarios envisageables³. Si on est assuré de

ne pas perdre son investissement, cela signifie que le revenu minimum est le montant investi et que le maximum est supérieur à ce montant. La valeur moyenne des revenus possibles est donc nécessairement supérieure au montant investi garanti. La valeur du management package ne peut correspondre au montant investi. Elle lui est nécessairement supérieure. En l'espèce, l'administration a considéré que le prix payé n'était pas un prix de convenance et qu'en plus les perspectives de gain pouvaient être importantes. Il existait donc nécessairement à l'origine un risque de perte et une prise de risque sinon le prix payé n'aurait pas correspondu à la juste valeur et aurait été un "prix de convenance". L'administration fiscale doit donc démontrer que le prix payé pour un management package est un prix de convenance si elle veut prouver que les dirigeants n'ont pas pris de risque.

Les limites des jugements portés *a posteriori* sur le risque d'une opération

L'administration fiscale, et dans le cas d'espèce le CADF, affirment souvent qu'il était certain qu'une opération aurait une issue heureuse dès son origine. Pourtant :
1/Lorsque l'acheteur et le vendeur sont des parties indépendantes, le prix payé est alors un prix de marché qui n'offre aucune certitude, à aucune partie, de faire une bonne affaire.
2/L'environnement économique et financier est volatil et difficilement prédictible, comme l'illustre des événements inattendus comme l'effondrement récent des cours du pétrole. Le risque d'une opération doit donc s'apprécier au moment de sa réalisation et non lors de son dénouement.

En somme, la réalisation d'une opération de LBO est par nature une opération risquée. Les dirigeants qui investissent dans un management package et qui en ont payé la juste valeur prennent des risques dont la portée ne peut pas être limitée *a posteriori*, même s'il a été convenu qu'ils récupèrent leur mise dans certaines circonstances.



¹ « Quelle que soit sa nature, tout risque se traduit en finance par une fluctuation de la valeur du titre financier », *Finance d'Entreprise*, Pascal Quiry et Yann Le Fur, 2012, 10^e édition, p. 425

² Le TRI Net obtenu par les fonds de capital-investissement le moins performant parmi les 50 % des fonds les plus performants est de - 0,3 %.

³ Le prix payé peut par exemple être justifié par une probabilité de 10 % de récupérer son investissement, 90 % de le perdre, et 10 % de le multiplier par 9,0.