

181 *Management packages* : comment différencier le bon grain de l'ivraie en matière fiscale ?

Proposition d'une grille d'analyse

Alexandre GUILLEMONAT,
membre de la Société française des évaluateurs (SFEV)

Olivier RAMOND,
professeur à l'université Paris-Dauphine,
avocat à la cour



Les *management packages* sont à l'origine d'une polémique entre l'Administration et les contribuables bénéficiaires de ces plans, qui a donné lieu à une jurisprudence encore parcellaire. Il apparaît dès lors utile de dresser une grille d'analyse dans un souci de sécurisation de ces outils d'intéressement.

1 - Issus de la pratique anglo-saxonne des fonds d'investissement, les *management packages*¹ se définissent traditionnellement comme des outils ou systèmes d'intéressement des salariés, cadres et dirigeants des entreprises dont l'objet est d'aligner les intérêts de ces derniers avec ceux des apporteurs de fonds initiaux qu'ils soient actionnaires et/ou créanciers. Cette convergence des intérêts du mandant ou principal – le pourvoyeur de fonds – et du mandataire ou agent – le dirigeant – permet, outre de motiver les dirigeants en les récompensant pour leurs bonnes performances, de s'assurer, en amont de l'opération envisagée, de leur recrutement, le cas échéant, et de leur fidélité pendant la période contractuelle dudit *management package* en leur délivrant potentiellement à terme une surrémunération voire une prise de contrôle de l'entreprise dont la performance est observée. Traditionnellement, ces outils de *management package* revêtent des formes d'instrument financier dérivé optionnel² aussi diverses que variées. Parmi elles, on retrouve classiquement les actions gratuites dont le nombre est fonction de la performance atteinte, les bonus d'intéressement également conditionnés et dérivés d'un *key performance indicator*, des *stock-options*, des bons de sous-

cription d'actions (BSA) voire des actions assorties de BSA (ABSA), des actions de préférence ou encore, dans des cas spécifiques, des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE)³.

Apparus en France au début des années 1980, concomitamment aux opérations de refinancement de type *leveraged buy out* (LBO), ces mécanismes incitatifs ont connu de profondes mutations, au cours des dix dernières années, du fait d'un environnement juridique et surtout fiscal mouvant, des aléas économiques subséquents à la crise financière de 2007 et de pratiques de place évolutives s'adaptant à ce contexte fluctuant. Ces trois facteurs ont modelé et continuent à redéfinir le contour des outils d'intéressement, désormais incontournables, aussi bien au sein des grandes entreprises que dans les ETI, PME et TPE⁴ à l'heure d'une « guerre des talents »⁵. Cette évolution a conduit à une généralisation d'instruments contractuels de nature hybride, faisant se juxtaposer, parfois malencontreusement, des concepts de salaire et de rétrocession de plus-value réalisée sur valeurs mobilières. Sur le plan fiscal, les flux monétaires et transferts de richesse véhiculés via ces outils incitatifs, de l'entreprise ou du fonds d'investissement au dirigeant, peuvent, en pratique, aisément prêter à confusion tant leur mécanisme économique ou leur libellé juridique tendent parfois à mélanger, sciemment ou non, des notions de valeurs

NdA : Les opinions exprimées au sein de cet article n'engagent que leurs auteurs et, en aucune manière, leurs institutions d'appartenance.

Pour toute correspondance : olivier.ramond@dauphine.fr.

1. De manière étonnante, le terme *management package*, aux consonances anglo-saxonnes résolument marquées, est essentiellement usité en France. Dans les pays anglo-saxons, on lui préférera plus volontiers les termes *management or executive compensation package*, *value creation management plans* ou encore *employee stock ownership plans* (ESOP).
2. V. A. Guillemonat et O. Ramond, *Évaluation fiscale des produits financiers dérivés : un manque critique de repères face à des enjeux économiques majeurs* : Dr. fisc. 2014, n° 16, 274.

3. À noter que les instruments octroyés gratuitement (ex., *stock-options*, actions gratuites) ont progressivement laissé place aux instruments payants essentiellement pour des raisons fiscales comme nous le verrons par la suite.
4. Abréviations respectives de : entreprises de taille intermédiaire, petites et moyennes entreprises, très petites entreprises.
5. Ce terme belliqueux est tiré du guide du MEDEF intitulé *Comment associer mes salariés à la performance de mon entreprise ?*, mai 2010, 46 p.

mobilières et de salaires⁶. Dans notre environnement hexagonal, ces deux dernières notions connaissant des régimes fiscaux et sociaux extrêmement éloignés, il n'en fallait pas moins pour créer une polémique entre les services collecteurs de l'État et les contribuables bénéficiaires de ces plans (1). Emportant des conséquences économiques d'importance, tant d'un point de vue financier pour les contribuables redressés qu'en termes de reconditionnement des futures opérations de restructuration d'entreprise, sous LBO par exemple, ces débats ont conduit à des résultats jurisprudentiels aux contours encore nébuleux (2). Face à cette jurisprudence naissante, il peut être utile de dresser une grille d'analyse en accord avec les prémisses d'enseignement de cette dernière et ce, dans un souci de permettre une meilleure qualification fiscale des *management packages* et, par ce biais, une sécurisation renforcée des outils d'intéressement (3).

1. Les raisons de la discorde

A. - Les outils de *management package* encore inqualifiés sur le plan fiscal

2 - Hormis le cas particulier des BSPCE et des *stock-options* tels que régis par les articles L. 225-117 à L. 225-186 du Code de commerce, le législateur est resté, à ce jour, muet quant à la qualification fiscale des outils de *management package*. Il s'est ainsi contenté, au cours des dernières années, d'expurger du régime de faveur du PEA les BSA et les actions de préférence, à compter du 1^{er} janvier 2014, par la loi de finances rectificative pour 2013. Restent ainsi trois possibilités pour imposer les *management packages* : (1) le régime des bénéfices non commerciaux, (2) le régime des traitements et salaires et (3) le régime des revenus de capitaux mobiliers. Ces trois catégories de revenus, envisagées uniquement par la doctrine administrative⁷, relevant désormais du barème progressif de l'impôt sur le revenu, l'enjeu ne réside pas tant dans le taux d'imposition que dans l'assiette, les revenus de capitaux mobiliers bénéficiant d'abattements substantiels⁸.

1° L'attrait incontestable du régime fiscal de l'actionnaire

3 - Afin d'encourager l'investissement et la création d'entreprises, les législateurs nationaux européens et nord-américains ont très vite instauré, chacun à leur échelle respective, des régimes de faveur au profit des revenus des actionnaires ou porteurs de parts, régimes le plus souvent bien plus favorables que ceux conférés aux simples salariés ou salariés.

Compte tenu du risque lié à ce statut, les États ont souvent mis en place des mécanismes d'allègement des impositions tant pour les personnes physiques que pour les personnes morales. La France fait, d'ailleurs, partie des régimes globalement favorables dans ce domaine. À titre illustratif, au cours de l'acquisition des titres sociaux, on peut citer l'avantage octroyé aux personnes physiques investissant dans les petites entreprises, sous forme de réduction d'impôt de l'article 199 terdecies-0 A du CGI en matière d'impôt sur le revenu (IR) ou de l'article 885-0 V bis du CGI en matière d'impôt de solidarité sur la fortune (ISF). Au cours de la période de détention des titres,

illustration est donnée par l'exonération des dividendes reçus dans certains cas pour les entreprises lorsque ces dernières bénéficient du régime des sociétés mère et filiale de l'article 145 du CGI⁹, ou encore par l'abattement forfaitaire non plafonné de 40 % sur les dividendes perçus pour les particuliers régi par les dispositions de l'article 158, 3, 2° à 4° du CGI. Lors de la cession, l'exonération des plus-values sur titres de participation pour les entreprises soumises à l'impôt sur les sociétés (IS) et des mécanismes d'abattement pour les particuliers en fonction principalement de la durée de détention (*CGI, art. 150-0A*) ou encore l'exonération pure et simple lorsque les titres sont logés au sein d'un PEA ou lorsqu'ils présentent un niveau de risque élevé (fonds communs de placement à risques, actions de société de capital-risque) sont autant de dispositifs fiscaux des plus avantageux.

2° La difficulté de définir le statut d'actionnaire

4 - D'un point de vue économique, ce statut d'actionnaire, privilégié par le législateur au plan fiscal, serait ainsi particulièrement enviable s'il ne s'accompagnait pas du risque de perdre une mise souvent significative au regard du gain potentiel. Toutefois, le recours à des instruments dérivés optionnels permet de moduler à loisir ce risque et, dans certains cas, d'optimiser le couple rendement-risque de la même façon qu'il permet d'optimiser et de moduler le risque actionnaire-prêteur à travers des outils comme les obligations convertibles.

Dans cette lignée, les instruments financiers dérivés ont, depuis longtemps, rendu ténue la frontière entre les instruments de dette et les instruments de fonds propres¹⁰. Les États, eux-mêmes, divergent toujours sur l'analyse des différents instruments hybrides, instruments à la croisée des catégories « fonds propres » et « dettes »¹¹, ouvrant ainsi la voie à de très nombreux schémas d'optimisation fiscale dénoncés dans le cadre du projet BEPS¹² récemment mis en place par l'OCDE. Si l'évaporation de la matière imposable est très nette, la frontière reste floue entre un instrument de dette et un instrument de capital dans le cas d'instruments financiers intégrés. S'il n'est pas l'objet de cette étude d'approfondir ce sujet, certains montages fiscalement agressifs ont dernièrement donné lieu à des décisions de jurisprudence éclairantes sur ce qui caractérise le statut d'actionnaire¹³. Bien que tendant à aider les entreprises et leurs

6. V. N. Labrune, *Les gains de management package, des objets fiscaux non identifiés ?* : RJF 12/2014, p. 1043.

7. V. BOI-RSA-ES-20-10-20-50, 18 août 2014, intitulé « RSA – [...] Opérations sur titres hors dispositif légal d'actionariat des salariés ».

8. Outre l'aspect fiscal, du point de vue du bénéficiaire du *management package*, il convient de noter que les revenus de capitaux mobiliers connaissent un taux de prélèvements sociaux de 15,5 % (CSG, CRDS, prélèvement social, contribution additionnelle et prélèvement de solidarité inclus) tandis que le taux des contributions et cotisations sociales sur les salaires oscille généralement entre 20 % et 30 %. L'arbitrage est ainsi vite opéré.

9. Concernent l'origine du régime des sociétés mères, V. G. Gest, *Histoire et esprit du régime des sociétés mères* : Dr. fisc. 2014, n° 41, 565.

10. A. Guillemonat et O. Ramond, *Évaluation fiscale des produits financiers dérivés : un manque critique de repères face à des enjeux économiques majeurs, préc.*

11. Un exemple est celui des titres super-subordonnés, créés par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003. Les titres super-surbordonnés sont des instruments financiers de nature obligataire, à durée de vie indéterminée et rémunérés de manière perpétuelle. Leur remboursement s'effectue à discrétion de l'émetteur ou, en cas de liquidation de l'entreprise, après tous les autres créanciers mais avant les actionnaires.

12. Le projet BEPS – *Base Erosion and Profit Shifting* – est un plan d'action sous l'égide de l'OCDE destiné à lutter contre l'érosion des bases d'imposition et les transferts de bénéfices : <http://dx.doi.org/10.1787/9789264203242-fr>.

13. CE, 3^e et 8^e ss-sect., 26 sept. 2014, n° 365573, M. et M^{me} Gaillollet : *JurisData* n° 2014-022460 ; Dr. fisc. 2014, n° 47, comm. 636, concl. E. Cortot-Boucher, note J. Turot, J. Jeausserand et T. Audouard. – CE, 3^e et 8^e ss-sect., 12 mars 2010, n° 306368, Sté Charcuterie du Pacifique : *JurisData* n° 2010-001688 ; Dr. fisc. 2010, n° 19, comm. 307, concl. É. Geffray, note F. Deboissy ; RJF 6/2010, n° 620 ; Rev. adm. 2010, p. 484, obs. O. Fouquet. – CE, 8^e et 3^e ss-sect., 7 sept. 2009, n° 305586, min. c/ SA Axa : *JurisData* n° 2009-081542 et CE, 8^e et 3^e ss-sect., 7 sept. 2009, n° 305596, Sté Henri Goldfarb : *JurisData* n° 2009-081543 ; Dr. fisc. 2009, n° 39, comm. 484, concl. L. Olléon, note E. Meier et R. Torlet ; RJF 12/2009, n° 1138 et n° 1139 ; Bull. Joly sociétés 2010, § 42, p. 187, note P. Serlooten. – V. O. Fouquet, *Fraude à la loi : l'explicitation du critère « subjectif »* : Dr. fisc. 2009, n° 39, act. 287. – CE, 8^e et 3^e ss-sect., 7 nov. 2008, n° 301642, Fontana et de Framond : *JurisData* n° 2008-081396 ; Dr. fisc. 2008, n° 52, comm. 646, concl. L. Olléon ; RJF 1/2009, n° 56. – V. O. Fouquet, *Dans quelles conditions les plus-values sur les*

conseils à une meilleure identification et qualification des outils de *management package*, ces décisions restent, à ce jour, balbutiantes et bien peu porteuses de principes.

En pratique, les instruments financiers dérivés de *management package* réduisent, aujourd'hui, la frontière entre un mécanisme d'intéressement des salariés et un investissement dans une valeur mobilière. Compte tenu des spécificités des opérations de LBO et du besoin de réconciliation de l'intérêt des parties, des instruments d'intéressement hybrides se sont largement développés au cours de la dernière décennie. En effet, la mise en place d'une opération de LBO implique au départ une très grande divergence d'intérêts entre investisseurs et dirigeants. La modification de l'effet de levier lié à l'endettement voulue par l'investisseur ne facilite aucunement la tâche des dirigeants. Souffrant de marges de manœuvre plus restreintes, de contraintes supplémentaires souvent liées à la mise en place de « covenants »¹⁴ *ad hoc*, d'un suivi très rigoureux opéré par les fonds d'investissement, ces derniers se trouvent eux-mêmes dans une situation plus risquée. Un plus grand risque de défaillance de l'entreprise lié à l'accroissement de l'endettement couplé à un risque de changement d'actionnaires à court terme engendre des aléas professionnels importants, à titre personnel, pour les dirigeants-salariés. Leur entreprise rentre mécaniquement dans une zone de turbulence, quand bien même cette situation peut être source de croissance et de progrès à moyen ou long terme.

L'historique de la relation de confiance, le rôle des managers dans l'accroissement de valeur déjà constaté, leur notoriété, leur charisme, mais aussi l'état d'esprit des fonds et des managers obligés de s'entendre sur le prix d'un *compensation package* pour persévérer dans ce projet d'entreprise en pleine restructuration sont autant de facteurs qui conduisent à des situations concrètes très divergentes. Les excès les plus flagrants côtoient des mécanismes de bonne gouvernance au sein desquels les dirigeants cumulent leurs fonctions managériales avec un véritable statut d'actionnaire.

Si l'objectif est de faire converger les intérêts des investisseurs avec ceux des dirigeants, la philosophie prévalant lors de la mise en place des *packages* est ainsi souvent spécifique. S'agit-il de récompenser une équipe dirigeante qui a largement contribué au développement de la société et a permis l'entrée d'un fonds, dans des conditions avantageuses, pour les actionnaires originels ? S'agit-il de motiver les managers afin que ces derniers donnent le meilleur d'eux-mêmes pour présenter une situation d'entreprise la plus favorable possible en vue d'une éventuelle cession à court ou moyen terme de cette dernière ? S'agit-il de faire converger des intérêts a priori divergents entre investisseurs et dirigeants en offrant à ces mandataires un véritable statut d'actionnaire ? Autant de questions qui sont de mise lors d'une

contractualisation de *management package* et dont les réponses forgeront l'esprit de ce système incitatif.

3° La notion de risque d'actionnaire potentiellement étrangère aux *management packages*

5 - Les *management packages* octroyés aux dirigeants et remis sous la forme de BSA ou d'actions de préférence ne faisant parfois que répliquer prosaïquement un BSA dans une enveloppe de prix plus « respectable »¹⁵ pour le dirigeant qui, rappelons-le s'endette le plus souvent à titre personnel à cette occasion, présentent la particularité de reposer sur un fort levier minimisant la valeur initiale d'émission en contrepartie d'un niveau de gain proportionnellement élevé mais assorti d'un risque de perte de sa mise qui l'est tout autant. Les produits, en eux-mêmes, sont déjà éloignés d'un titre classique et revêtent un risque intrinsèquement distinct de celui subi par un actionnaire traditionnel. Ce risque est conditionné par, d'une part, le montant de la mise investie et, d'autre part, la probabilité de perte de cette mise. Vient se rajouter à ces deux critères, celui de l'action effective du manager, potentiellement créatrice de valeur, dans le cadre du *management package*.

a) Le montant de la mise investie

6 - La notion de mise investie reste importante et profondément ancrée dans notre système de droit des sociétés. À titre d'exemple, les apports en industrie qui, s'ils donnent bien lieu à un droit de vote et un droit au bénéfice, ne sont pas pour autant considérés comme constitutifs d'un capital social et privent, par ce biais, l'apporteur de tous droits à plus-value en cas de cession de l'entreprise. Transposé dans un contexte de *management package*, il sera difficile de considérer qu'un risque actionnarial est subi par un manager dès lors que sa mise de départ est nulle ou quasi-nulle, sauf à considérer que son espérance de gain (surrémunération) l'est tout autant. Indirectement, la notion de mise investie renvoie à la notion d'équité de la transaction contractualisée entre l'entreprise et le dirigeant. Mais où doit s'arrêter la ligne de démarcation entre l'équitable et l'inique ? Que doit-on considérer comme une mise de départ acceptable pour qu'une prise de risque actionnarial soit unanimement reconnue ? Telle sera sûrement une des difficultés auxquelles le juge de l'impôt devra faire face au cours des prochaines années.

b) La probabilité de perte de cette mise

7 - Les *management packages* se rapprochent ou s'apparentent le plus souvent à des mécanismes optionnels. Lorsqu'une option est très « en dehors de la monnaie »¹⁶, la prime correspondant au prix à payer pour pouvoir exercer l'option, est faible. Le gain potentiel en valeur est ainsi très important en proportion du prix payé mais la probabilité objective de remporter un gain significatif reste très faible.

De la même manière pour les *management packages*, une faible probabilité d'atteindre les objectifs déclenchant le mécanisme d'intéressement, comme par exemple, un taux de rendement interne (TRI) élevé, se traduit par une mise initiale réduite dont le pendant n'est autre qu'une probabilité élevée de perdre cette dernière. Le couple rendement-risque est ainsi souvent éloigné de celui d'une action classique.

15. Dans une minorité de cas, les fonds ou l'entreprise octroyant ces instruments de performance peut être tenté de justifier une forte décote du prix de l'action sous-tendant l'instrument d'intéressement – BSA, actions de préférence – par rapport à la valeur des actions ordinaires, pour des raisons évidentes.

16. Une option est dite « en dehors de la monnaie » lorsque la valeur du sous-jacent est inférieure de la valeur d'exercice de l'option, autrement dit lorsqu'il n'est pas intéressant, d'un point de vue monétaire, pour le bénéficiaire de l'option de lever celle-ci.

titres non cotés peuvent-elles constituer des bénéfices non commerciaux ? : Dr. fisc. 2009, n° 3, act. 15. – CE, 3^e et 8^e ss-sect., 29 déc. 2006, n° 283314, min. c/ Sté Bank of Scotland : JurisData n° 2006-081065 ; Rec. CE 2006, p. 578 ; Dr. fisc. 2007, n° 4, comm. 87, concl. F. Sénès ; RJF 3/2007, n° 322, note O. Fouquet. – V. P.-P. Bruneau et É. Bertrand, Notion de bénéficiaire effectif des dividendes pour l'application de la convention franco-britannique, note sous CAA Paris, 5^e ch. B, 23 mai 2005, n° 01-4068, Sté Bank of Scotland : Juris-Data n° 2005-287172 ; Dr. fisc. 2005, n° 51, comm. 831. – N. Melot et M. Buchet, Abus de droit : les arrêts Bank of Scotland et Abbey National Treasury Services à la lumière des écrits de Patrick Dibout : Dr. fisc. 2013, n° 24, 328. – CE, 8^e et 3^e ss-sect., 18 mai 2005, n° 267087, min. c/ Sté Sagal : JurisData n° 2005-080715 ; Dr. fisc. 2005, n° 44-45, comm. 726, concl. P. Collin ; RJF 8-9/2005, n° 910 ; RJF 12/2005, chron. Y. Bénard, p. 943 ; BGFE 2005, n° 4, obs. N. Chahid-Nourai ; Rev. adm. 2005, n° 347, obs. O. Fouquet, p. 482. – V. G. Goulard, L'abus de droit à la lumière du droit communautaire. À propos de l'arrêt CE, 18 mai 2005, SA Sagal : Dr. fisc. 2005, n° 44-45, 39. – CE, 7^e et 8^e ss-sect., 5 nov. 1984, n° 38320 : Dr. fisc. 1985, n° 14, comm. 724 ; RJF 1/1985, n° 131.

14. Clauses contractuelles d'un contrat de prêt susceptible d'entraîner un remboursement anticipé en cas de non-respect d'objectifs en termes d'agréments financiers ou de résultats opérationnels.

4° Un paysage jurisprudentiel encore peu arboré

8 - À ce jour, le Conseil d'État ne s'est pas encore véritablement prononcé sur les cas les plus répandus de BSA et autres actions de préférence.

L'importance des délais entre la date de contrôle et la saisine effective de la juridiction ainsi que l'appréhension assez récente des mécanismes optionnels sophistiqués par l'administration fiscale expliquent, sans nul doute, une grande partie de cette situation. Les conséquences fiscales souvent lourdes et incertaines pesant sur des personnes physiques ont également conduit un grand nombre de bénéficiaires à privilégier une issue transactionnelle aux longues, incertaines et potentiellement coûteuses procédures contentieuses. En outre, le *management package* est un outil importé du droit anglo-saxon et se trouve mis à mal avec l'esprit juridique du droit civil français, axé autour de la notion d'intérêt social dans un contexte de société. En effet, comment faire correspondre l'intérêt de la société avec celui d'un seul actionnaire-salarié ou mandataire sans léser les autres actionnaires ou les autres intérêts de ladite société ? Cette question revient à aborder la potentielle distinction entre actionnaire-associé et actionnaire-investisseur au sein de la masse des actionnaires, distinction non encore prévue par notre droit positif mais latente au regard de la jurisprudence commerciale (*V. infra*).

Malgré ce contexte peu propice au dégagement de principes jurisprudentiels forts dans ce domaine, différentes décisions récentes semblent tracer les premiers contours d'une doctrine en devenir de la Haute assemblée.

2. Analyse des principes jurisprudentiels en devenir

A. - L'état de l'art jurisprudentiel

1° Un risque de requalification en salaire quasi-certain en cas d'attribution gratuite des instruments

9 - Bien que constituant par nature une plus-value de cession de valeur mobilière, le gain réalisé par une personne physique à l'occasion de la cession de titres est susceptible d'être requalifié en salaire comme le suggère la doctrine administrative¹⁷. Ainsi, la cour administrative d'appel de Versailles, dans un arrêt du 28 janvier 2014¹⁸, confirme la qualification de rémunération de l'avantage résultant de l'exercice de BSA offerts aux salariés à raison de leur appartenance à l'entreprise et ce, quand bien même les BSA n'avaient pas été émis par la société employeur. Selon le juge de l'impôt, dès lors qu'ils ont été octroyés gratuitement, l'Administration peut, à bon droit, requalifier les gains en salaires. Le critère de la mise de départ évoqué précédemment semble être incontournable dans tout dispositif de *management package* désireux de se prévaloir du régime avantageux des revenus de capitaux mobiliers. Cette approche est en soi intuitive puisqu'octroyer gracieusement des valeurs mobilières, cessibles et donc convertibles en liquidités, en fonction d'atteinte de critères de performance s'assimile à s'y méprendre à un mécanisme d'intéressement, à l'instar de la réserve de participation de l'article L. 3324-5 du Code du travail dont le calcul légal, rappelons-le, est assis sur une surperformance de l'entreprise (présumée dès lors que le bénéfice net de l'entreprise dépasse 5 % des capitaux propres).

17. *V. supra* note n° 7.

18. CAA Versailles, 3^e 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. Jeusserand et T. Audouard. – V. J.-M. Vié, *Sélection d'arrêts des cours administratives d'appel : Dr. fisc.* 2014, n° 17-18, 287, n° 11.

2° Sur l'analyse du caractère équitable des prix d'achat ou de souscription

10 - Il est évident qu'une sous-évaluation manifeste des instruments traduirait une volonté de récompense ou de motivation du salarié conduisant, sans nul doute, le juge à requalifier l'avantage octroyé en salaire ou revenu distribué.

À ce jour, dans les différentes décisions rendues, aucun cas présenté ne démontrait, de façon claire, une insuffisance de prix payé. Hormis les cas d'absence de prix payé (*V. supra*), une éventuelle sous-évaluation pouvait juste être supputée au regard de la disproportion entre le prix payé et le gain réalisé. Notons cependant que cette disproportion peut être trompeuse en ce qui concerne les instruments à fort levier, conçus pour pouvoir générer un gain important sans mise de fonds substantielle. Cette absence de certitude de normalité du prix payé complique l'analyse du juge et est globalement préjudiciable à la qualité et à la cohérence des décisions rendues.

Dans sa décision n° 2012-38, défavorable aux services de l'administration fiscale, le Comité de l'abus de droit fiscal (CADF) relevait « qu'il ne ressortait pas des pièces soumises à son appréciation que le gain aurait son origine dans l'octroi de conditions avantageuses liées à ses fonctions de dirigeant salarié » mais s'abstenait d'émettre tout principe pour identifier à l'avenir « l'octroi de conditions avantageuses »¹⁹.

Il est vrai que l'évaluation des instruments financiers optionnels d'entreprise²⁰ est une matière récente²¹, le modèle fondateur de Black-Scholes-Merton parfaitement adapté à l'évaluation des options simples de maturité faible ne datant, dans sa version originelle, que de 1973. S'agissant des *managements packages*, les caractéristiques des instruments mis en place en font des instruments optionnels très complexes²² pour lesquels seules les méthodes prenant en compte la trajectoire du sous-jacent (la valeur de l'action) dans le temps permettent d'approcher au mieux la valeur des instruments. Ajouter à la tâche ardue d'estimer le sous-jacent – l'action de l'entreprise²³ – l'estimation du produit qui en est dérivé peut rendre l'exercice assimilable à un numéro d'équilibriste, relaté dans les très rares décisions de jurisprudence s'intéressant à ce sujet.

3° Dans les décisions rendues, les rares méthodes évoquées laissent perplexes

11 - À titre d'exemple, la récente décision du tribunal administratif de Montreuil du 17 mars 2014 met en évidence une très grande divergence de valeurs initialement obtenues par un expert évaluateur ayant eu recours à la méthode Black-Scholes-Merton et à la méthode Monte-Carlo, ce dernier ayant pondéré respectivement ces méthodes à 40 % et 60 %. Rappelons que les trois principales méthodes – modèle de Black-Scholes-Merton, méthode Monte-Carlo, approche par arborescence –, si elles sont bien adaptées au cas rencontré, doivent conduire à des résultats proches lorsqu'elles sont correctement paramétrées. L'écart de valeur obtenu aurait dû conduire l'évaluateur à s'interroger sur la pertinence de son évaluation. On notera, en outre,

19. *V. Comité de l'abus de droit fiscal : rapport annuel 2012 Dr. fisc.* 2013, n° 27, 357, n° 25.

20. On parle volontiers, en pratique, « d'instruments optionnels corporate ».

21. V. A. Guillemonat et O. Ramond, *Évaluation fiscale des produits financiers dérivés : un manque critique de repères face à des enjeux économiques majeurs, préc.*

22. Notamment en raison des clauses contractuelles qui les caractérisent. On peut citer, de manière non exhaustive, les clauses de *good/bad leaver*, les clauses de *tag-along* et *drag-along*, les clauses de *ratchet* sur *key performance indicators*, les clauses liées à la *vesting period*.

23. Sur les questions jurisprudentielles propres à l'évaluation des droits sociaux, cf. É. Bokdam-Tognetti, *Évaluation des titres de sociétés : (trouver) le juste prix, c'est le but ! : RJF* 1/2014, p. 3.

le caractère hasardeux de la pondération entre des valeurs si divergentes, pondération qui aurait dû davantage attirer le regard des services de l'Administration et du juge de l'impôt. Rappelons que, dans ce dossier, l'Administration n'avait pas fait mieux dans les méthodes substituées (une méthode fondée sur les prévisions de TRI faites par les dirigeants et une seconde méthode exogène basée sur des données de marché). Il faut avouer que l'on est bien loin de l'état de l'art en la matière. Si les éléments d'analyse de l'Administration permettent de faire des tests de cohérence sur la volatilité caractérisant les instruments optionnels et les autres paramètres essentiels, ils ne sauraient constituer aucunement à eux seuls une méthode d'évaluation *per se*.

Gageons que les progrès techniques très importants réalisés en matière d'évaluation et de compréhension des instruments financiers dérivés tant par les cabinets spécialisés de la place que par l'administration fiscale conduiront le juge à se prononcer dans les années à venir en ayant une vision beaucoup plus claire sur un éventuel prix de complaisance.

4° Sur le paiement à un prix de marché et l'importance de la mise initiale

12 - La décision du Conseil d'État du 26 septembre 2014²⁴ valide la position de la cour administrative d'appel de Paris²⁵ qui, sans avoir démontré l'existence d'un prix préférentiel, requalifie en salaire une plus-value ayant pour origine une option d'achat d'action consentie à l'occasion d'une nomination en tant que dirigeant et subordonnée à une condition de présence de cinq années.

Un considérant de la Haute assemblée pourrait laisser penser que la disproportion entre le gain réalisé et le montant de la prime payée pour bénéficier d'un instrument optionnel conditionne *de facto* la qualification fiscale de l'avantage : « Considérant en deuxième lieu, qu'en jugeant que l'indemnité d'immobilisation, d'un montant inférieur à 1 % du gain retiré par M. Gaillochet de la cession des 35 719 actions de la société H.F., avait un caractère modique, la cour administrative d'appel, qui a suffisamment motivé son arrêt, n'a pas dénaturé les faits qui lui étaient soumis ».

Mais une analyse limitée au strict rapport entre le gain et l'indemnité d'immobilisation reviendrait à méconnaître totalement les fondements des instruments optionnels à levier fréquemment utilisés dans le cadre de *managements packages*. Autant le fait d'accorder un avantage à un salarié en minorant le montant de la prime est éloquent quant aux intentions des parties et prive *de facto* le bénéficiaire en tout ou partie du bénéfice des régimes fiscaux des actionnaires (le gain définitif résulte en partie d'un avantage accordé à un salarié), autant la disproportion entre le prix payé et le gain réalisé n'est en soi pas un critère éclairant. Plus les critères de déclenchement sont difficiles à atteindre et donc ces derniers peu probables, plus le prix d'émission est faible au regard du gain potentiel. La probabilité de perdre sa mise est symétriquement très grande. Que pourrait-on conclure d'une entreprise qui vendrait à l'un de ses salariés un ticket de loto qui *in fine* s'avère gagnant ? Son caractère modique au regard du gain potentiel est un fait mais il est totalement fondé compte tenu de la très faible probabilité de gain. La faiblesse du prix payé ne nous semble donc pas devoir être appréciée par rapport au gain pour être susceptible de priver le bénéficiaire de la qualité d'actionnaire ou de porteur de valeur mobilière.

13 - Le Comité de l'abus de droit fiscal a eu l'occasion de préciser que l'existence d'un risque très limité ne suffit pas à caractériser un

vrai risque d'actionnaire²⁶. Dans ce cas d'espèce, de façon classique, les dirigeants avaient souscrit, via une *management company*, des ABSA d'une holding de reprise dans le cadre d'une opération de LBO. Le nombre d'actions auquel donnaient droit les BSA était déterminé en fonction du TRI des investisseurs financiers. Alors même que le mécanisme d'intéressement était fondé sur un critère unique de TRI correspondant bien à une logique actionnariale et non à des critères de performance économique plus proches d'une fonction salariale, le Comité a donné raison à l'Administration qui a considéré que les dirigeants ont bénéficié d'un mécanisme d'intéressement accordé par les investisseurs financiers justifiant une requalification en salaire des gains sur titres.

Au cas particulier, la mise en capital importante et l'existence d'un réel risque en cas de TRI négatif auraient dû conduire le Comité à conclure à l'existence d'un réel risque d'actionnaire.

Il ne fait aucun doute, quand on connaît la composition du Comité et sa compétence, que l'apparence au cas d'espèce, à savoir l'existence d'une table faisant apparaître en euros la valeur du gain correspondant à l'exercice des bons, ne l'a pas emporté sur le fond. Le Comité a vraisemblablement considéré que l'existence très limitée du risque (mécanisme de récupération par les dirigeants de leur mise dès que le TRI atteignait un seuil de 0 à 5 % selon la date de sortie) ne suffisait pas à caractériser un vrai risque d'actionnaire. Le risque était essentiellement autre ou, autrement dit, le risque d'actionnaire était trop limité au regard des gains potentiels.

5° Une nécessaire approche globale et contextuelle des dossiers

14 - L'approche globale est à double tranchant. Elle peut jouer en faveur du contribuable lorsqu'elle est retenue pour apprécier la prise de risque capitalistique. À titre d'exemple, l'avis n° 2013-10 du CADF du 23 mai 2013²⁷ relatif à l'inscription d'ABSA dans un PEA, mentionne l'acquisition au moyen de ses propres deniers, l'absence de garantie de récupérer les sommes investies et, plus surprenant, le fait que le bénéficiaire était engagé auprès du cessionnaire du groupe par une clause de garantie de passif. Mais l'approche globale accentue le risque de remise en cause de la qualité d'associé lorsqu'un contrat garantit le porteur de parts de tout risque de perte et lorsque le bénéficiaire abrite son *package* dans un support juridique particulièrement optimisant. En la matière, l'Administration ne s'est pas privée dans certains cas extrêmes, de recourir à l'abus de droit de l'article L. 64 du LPF lorsqu'une intention manifeste ou une ingénierie juridique avait été prévue pour éluder l'impôt sur les gains résultant des outils d'intéressement. Dès lors, on ne peut que faire un parallèle avec l'évolution de la jurisprudence relative à l'abus de droit qui pourrait s'étendre au cas des *management packages* dans un avenir proche.

B. - Les apports de la jurisprudence et des avis du Comité de l'abus de droit fiscal en matière de montages abusifs

15 - L'abus de droit, dans sa branche « fraude à la loi » caractérisée le plus souvent par un montage juridique artificiel, met en évidence un mode de raisonnement éclairant lorsqu'il s'agit de qualifier les instruments souscrits. Pour apprécier les conditions cumulatives de but « exclusivement » fiscal et la contrariété à la volonté du législateur, une approche globale est privilégiée.

Le juge analyse les montages réalisés pour apprécier leur caractère artificiel et utilise un faisceau d'indices, parmi lesquels la conomi-

24. CE, 3^e et 8^e ss-sect., 26 sept. 2014, n° 365573, M. et M^{me} Gaillochet, préc.

25. CAA Paris, 2^e ch., 28 nov. 2012, n° 11PA04246, min. c/ M. et M^{me} Gaillochet ; Dr. fisc. 2013, n° 17, comm. 254, concl. Y. Eglouff, note J. Jausserand et T. Audouard ; RJF 2013, n° 402.

26. Aff. n° 2013-36 in Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances d'octobre à décembre 2013 : Dr. fisc. 2014, n° 9, 182, n° 5.

27. Aff. n° 2013-10, n° 2013-11 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, n° 8.

tance des opérations, la mise en place d'instruments ou de sociétés créées ad hoc ou encore l'intention des parties d'éviter l'impôt conditionnant la mise en œuvre de l'abus de droit.

Dans sa décision *Garnier Choiseul Holding* du 17 juillet 2013²⁸ relative aux montages « coquillards »²⁹, le Conseil d'État a considéré que, bien que la société ait obtenu un gain en trésorerie, le montant des distributions étant très légèrement supérieur au prix d'acquisition des titres, celui-ci était « négligeable et sans commune mesure avec l'avantage fiscal retiré de ces opérations ». Ainsi, les opérations en cause « avaient été inspirées par un but exclusivement fiscal ». Le caractère « négligeable et sans commune mesure » avec l'avantage qui ne contrevient pas au caractère « exclusivement fiscal » pourrait influencer les décisions relatives aux *managements packages* dans les cas de risques de perte limités au regard des gains fiscaux résultant de la qualification des outils.

Au cours de la séance du 6 décembre 2013³⁰, le CADF a rendu un avis particulièrement instructif s'agissant des cas d'abus de régime mère-fille dans le cadre de financements pudiquement dénommés « structurés ». Ces financements puisant souvent leur fondement dans une véritable origine économique consistant en la prise de participations dans une société cible, mais en l'espèce la société mère réalisait le financement de cette opération en substituant à un prêt initial générant des intérêts taxables, des actions de préférence d'une filiale interposée et donnant lieu à un revenu fixe garanti. L'absence de perte de capital était assurée grâce à un instrument de vente à terme de ces mêmes titres permettant de récupérer le montant investi majoré des éventuels dividendes fixes non encore payés. L'Administration avait mis en œuvre la procédure d'abus de droit en relevant la disparition du risque d'actionnaire au profit d'un seul risque de contrepartie. Le CADF a validé la position de l'Administration considérant que les actes traduisaient formellement une prise de participation de la société holding dans la société cible alors qu'ils constituaient en réalité un ensemble contractuel ayant pour objet le refinancement d'une société sous la forme d'un prêt garanti par des actions.

Il est évident que la mise en place d'un mécanisme de couverture simultané à la souscription des actions de préférence et matérialisé par un contrat de rachat à terme a constitué un élément déterminant. Au risque d'actionnaire significatif avait été substitué un simple risque de contrepartie beaucoup plus limité, cette relation contractuelle privant la société d'un régime mère fille que le législateur avait souhaité réserver aux seuls titres porteurs d'un risque d'actionnaire.

L'approche de feu M. le professeur Maurice Cozian qui trouvait, dans certaines circonstances, logique d'appliquer un traitement fiscal correspondant à l'intention des parties est on ne peut plus d'actualité. Cette approche comportementaliste est évoquée également par le

professeur François-Xavier Lucas³¹, dans une étude à propos des promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et de la prohibition des clauses léonines. Ce dernier rappelait qu'il « a déjà été jugé que les porteurs ne sont que des “bailleurs de fonds” et qu'il convient de ne pas leur appliquer l'ordre public du droit des sociétés mais de considérer que “sous les apparences d'un contrat de société, les parties ont conclu un contrat de prêt” » en faisant notamment référence à une décision de la chambre commerciale de Cour de cassation du 12 décembre 1978³².

3. Proposition d'une grille d'analyse : les éléments révélateurs de l'intention des parties et le faisceau d'indices

16 - Dans une logique d'approche économique et de recherche de comportement des parties, la nature juridique de l'instrument est finalement sans grande incidence sur le traitement fiscal des gains. Le sens des décisions rendues, tout comme la position de l'Administration, devrait à l'avenir être fortement influencé par l'intention des parties identifiable via l'analyse d'un faisceau d'indices.

A. - L'analyse des conditions d'octroi et de déclenchement des instruments optionnels

17 - Les clauses figurant dans le contrat d'émission pour les BSA ou dans les statuts en cas d'actions de préférence constitueront à n'en pas douter des éléments de l'analyse. Il est évident que toutes clauses subordonnant l'exercice d'instruments optionnels à l'atteinte d'objectifs opérationnels ou de durée de présence dans le cadre d'un mandat social ou d'un contrat de travail, sont de nature à influencer le juge dans le sens d'un complément de rémunération et non d'une plus-value mobilière.

B. - L'importance d'un prix de souscription significatif et équitable

18 - Si la notion de montant de capitaux investis ne pouvait constituer un élément d'analyse dans le cadre des instruments hybrides entre capital et dette, l'intérêt fiscal pour les entreprises étant le plus souvent d'habiller un instrument de dette en capital et d'exonérer le revenu y afférent, le gain fiscal était proportionné au montant des capitaux investis, cet élément devient essentiel en ce qui concerne les *managements packages*.

S'il est incontestable que les techniques d'évaluation des instruments optionnels ont beaucoup évolué ces dernières années, conduisant à des évaluations plus fiables du juste prix d'acquisition ou de souscription, il n'en demeure pas moins que les marges d'erreur et d'appréciation restent significatives du fait de la difficulté d'évaluation de la volatilité de la valeur du sous-jacent – l'action – et ce, a fortiori dans les cas où cette dernière ne peut être approchée que par analogie avec des sociétés cotées du même secteur. L'acceptation d'une marge d'erreur supérieure à celle acceptée en matière d'évaluation de titres de sociétés non cotées pourrait être justifiée sans pour autant admettre des écarts allant du simple au double. La référence jurisprudentielle de vingt pour cent découlant des conclusions de M. Laurent Olléon³³, parfaitement adaptée au contexte d'entités de petite taille sans grande visibilité mais disproportionnée lorsqu'il

28. CE, 9^e et 10^e ss-sect., 17 juill. 2013, n° 356523, min. c/ SAS Garnier Choiseul Holding, n° 352989, min. c/ SARL Garnier Choiseul Holding et 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. – V. É. Bokdam-Tognetti, *Coquilles et abus de droit : les délices de la conchyliologie* ; RJF 11/2013, p. 883.

29. Ces montages consistaient, en l'espèce, en l'acquisition de sociétés sans activité n'ayant que des liquidités à l'actif, ces sociétés étant vidées de leur substance via des distributions de liquidités à l'acquéreur avec application simultanée du régime des sociétés mères sur les remontées de liquidité et déduction d'une provisions à court terme sur les titres acquis. Pour plus de détails, cf. *Le régime des sociétés mères : état des lieux et perspectives. Actes du XXVII^e colloque annuel du CEFEP* ; Dr. fisc. 2014, n° 41, 564. – et plus particulièrement, F. Deboissy, *L'abus du régime des sociétés mères* ; Dr. fisc. 2014, n° 41, 567.

30. Avis n° 2013-1, in *Comité de l'abus de droit fiscal : avis rendus au cours des séances de mai et juin 2013*, 23 mai 2013, préc.

31. F.-X. Lucas, *Promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et prohibition des clauses léonines. À la recherche de la cohérence perdue...* ; JCP E 2000, p. 171.

32. Cass. com., 12 déc. 1978, *Surraud c/ Maloud* ; Bull. civ. 1978, IV, n° 306.

33. CE, 8^e et 3^e ss-sect., 3 juill. 2009, n° 306363, min. c/ M. du Plessis de Pouzilhac ; JurisData n° 2009-081504 et n° 301299, M. Héral ; JurisData n° 2009-081502 ; Dr. fisc. 2009, n° 41, comm. 496, concl. L. Olléon, note R. Poirier ;

s'agit d'entreprises majeures, pourrait au cas particulier des instruments optionnels constituer un *minima*.

C. - La prise en compte de l'ensemble de la relation contractuelle

19 - L'analyse de l'ensemble de la relation contractuelle, et pas seulement du seul contrat de *management package*, peut être déterminante tant pour apprécier le réel risque des instruments et opérer une évaluation pertinente que pour comprendre l'intention des parties et qualifier les éventuels gains résultant du contrat.

D. - Les contrats connexes

20 - Dans ce même ordre d'idées, s'agissant d'instruments en principe non librement cessibles puisque devant faire l'objet d'une cession conjointe lors de la revente de la société cible, l'analyse du **pacte d'actionnaires** et des **contrats de liquidité** s'avère souvent très instructive. S'il paraît logique que ces contrats organisent la sortie conjointe, ces mêmes contrats sont parfois susceptibles d'accorder au bénéficiaire une option de vente dans des conditions qu'il convient d'apprécier.

S'il s'agit simplement d'une possibilité de vendre les instruments reçus au prix de marché, cela remet partiellement ou totalement en cause la notion d'incessibilité et doit sans doute être pris en compte dans l'évaluation *ab initio* des instruments. S'il s'agit d'une possibilité de vendre les instruments dans des conditions peu restrictives et plus avantageuses, comme par exemple, en prévoyant un prix correspondant au plus haut d'une valeur de marché ou d'un prix de souscription majorés d'un intérêt capitalisé, l'exonération des risques financiers pour les bénéficiaires des instruments est sans aucun doute porteuse d'un fort risque fiscal.

Parfois, un **mécanisme de financement** des sommes investies dans les outils d'intéressement est proposé, de manière commune, à l'ensemble des bénéficiaires. Ces contrats de prêt ainsi que les garanties apportées et les personnes qui les apportent peuvent être très éloquentes. Les modalités de remboursement, prêt amortissable ou remboursement *in fine*, le taux accordé et l'existence de sûretés réelles autres que des nantissements des instruments composant le *package*, la qualité du garant permettant de révéler la véritable nature de l'outil d'intéressement. Toute clause au sein du contrat de prêt ou au sein d'un contrat annexe susceptible de conduire à une absence de remboursement effectif par les bénéficiaires aurait mécaniquement une influence déterminante dans l'analyse et ne pourrait que conduire à exclure la vision d'un risque actionnarial supporté par les bénéficiaires du plan.

E. - L'analyse des contrats relatifs aux obligations convertibles

21 - L'émission très fréquente dans les opérations de LBO d'obligations convertibles ayant un effet dilutif en cas de conversion mérite également une attention particulière. Tout mécanisme prévoyant une non-conversion par les fonds en cas de succès global de l'opération ou une atteinte d'un TRI ou d'un objectif opérationnel s'apparente davantage à une récompense qu'à un vrai risque en capital.

F. - Les investissements connexes : les acquisitions d'actions ordinaires

22 - Il semble évident que l'acquisition de titres non assortis eux-mêmes de mécanismes de levier concomitamment à l'octroi d'outils hybrides tend à constituer un contrepoids au statut initial de salarié

qui semble à ce jour constituer une forme d'attractivité. Il s'agit alors, concernant les instruments optionnels, de qualifier un gain pour un bénéficiaire qui cumule déjà deux statuts bien distincts, celui de salarié et celui d'actionnaire. Ainsi, un investissement significatif dans l'absolu et au regard du patrimoine de l'acquéreur met en exergue une logique actionnariale.

Conclusion

23 - Une question simple et cruciale. – Au final, la question essentielle pourrait être la suivante : les bénéficiaires ont-ils souscrit ou investi globalement, au prix de marché des instruments, une somme suffisamment significative pour leur faire courir un risque financier non négligeable et ce, sans bénéficier de contrats annexes leur assurant de façon quasi automatique une absence de perte³⁴ ? Compte tenu des progrès accomplis en matière d'évaluation des instruments optionnels, **la cohérence du prix de souscription des instruments, quand bien même il ne s'agit pas d'une science exacte, devrait à l'avenir constituer un élément éclairant.**

24 - Un nombre de dossiers potentiellement très important. – Les opérations de restructuration et de rachat avec levier propices à la mise en place de mécanismes d'intéressement conventionnels font désormais partie du paysage économique de tous les pays matures. La France ne fait pas exception en la matière et se positionne même comme un pays plutôt dynamique sur le sujet. Le nombre d'entreprises concernées et indirectement de bénéficiaires est sans doute très important quand bien même ces opérations ne se terminent pas par d'importants gains, loin s'en faut.

Il conviendra cependant de ne pas oublier que chaque dossier est unique et présente des spécificités. De même qu'il est impossible de généraliser une seule méthode d'évaluation des instruments appliquée sans discernement et qu'il est indispensable d'adapter et de recouper les méthodes pour tenir compte non seulement des spécificités financières et économiques de la société et de son secteur d'activité mais aussi de l'ensemble de la relation contractuelle, il sera, d'un point de vue fiscal, indispensable d'opérer une analyse, au cas par cas, de l'intention des parties pour qualifier la nature des gains réalisés et ce, quelle que soit la nature des instruments souscrits. Pour ce faire, une très bonne compréhension des mécanismes financiers est indispensable. Compte tenu de la technicité du sujet, il n'est pas certain que le législateur lui-même ait bien compris les mécanismes de levier et la flexibilité offerte par les actions de préférence lorsqu'il a décidé d'exclure les actions de préférence du bénéfice du PEA. Il est en effet facile de faire souscrire les actions ordinaires aux managers et les actions de préférence au fonds en jouant sur un effet de dilution au détriment du fonds en cas d'atteinte d'un TRI. La conversion à terme des actions de préférence en un très faible nombre d'actions ordinaires en cas de succès dans la cession de l'entreprise démultiplie mécaniquement la valeur des actions ordinaires qui restent éligibles au PEA. Ce sont, dans ce cas, les actions ordinaires elles-mêmes qui se comportent comme des instruments optionnels à fort levier.

Au confluent de matières aussi riches que le droit des affaires, la finance mathématique, et la fiscalité et parfois dans ce qu'elles ont de plus complexe, les mécanismes d'intéressement conventionnels, et notamment les instruments hybrides naviguant entre un mécanisme d'intéressement salarial et des valeurs mobilières, concentrent les difficultés. Pour analyser ces outils, le sur-mesure n'est pas un luxe. Toute approche systématisée comme tout raisonnement fondé sur des apparences comme l'importance des gains est à proscrire. Si l'importance des gains au regard de sommes investies mérite d'être comprise

RJF 11/2009, n° 941 ; RJF 12/2009, *chron.* V. Daumas, p. 949 ; *Rev. adm.* 1/2010, n° 373, *obs.* O. Fouquet p. 35.

34. Les contrats de liquidité et pacte d'actionnaires prévoient le plus souvent des traitements différenciés suivant la catégorie des managers ce qui peut conduire à des analyses différentes suivant les bénéficiaires.

et analysée, elle ne peut justifier une conclusion hâtive. Les gains les plus spectaculaires en termes de rapidité et de montant peuvent très bien être le fait d'évolutions de conditions de marché et d'opportunités de vente plus qu'une amélioration des performances opérationnelles des entreprises, ce qui renvoie davantage à un gain actionnarial qu'à un mécanisme d'intéressement des managers.

La montée en puissance de l'ensemble des acteurs en terme de technique financière, déjà initiée, devra très rapidement s'amplifier si

l'on veut éviter un traumatisme pour certains bénéficiaires des opérations passées et un contournement plus radical du problème dans le futur. La loi du 6 décembre 2013 relative au renforcement de la lutte contre la fraude fiscale fait par ailleurs peser un risque supplémentaire qu'il conviendra à l'avenir de ne pas négliger.

MOTS-CLÉS : *Management packages - Régime fiscal - Proposition d'une grille d'analyse*