

Traitements et salaires

254 Fiscalité des *management packages* : quelle conclusion tirer des arrêts de la cour administrative d'appel de Paris du 28 novembre 2012 ?

La cour administrative d'appel de Paris juge que le gain réalisé par un dirigeant investisseur, dans le contexte d'une opération de LBO, et découlant d'un mécanisme de partage de valeur avec l'actionnaire financier majoritaire, structuré sous forme de promesse de vente d'actions, n'est pas imposable dans la catégorie des plus-values de cession de valeurs mobilières, mais dans celle des traitements et salaires compte tenu des circonstances de l'espèce.

En effet, selon la cour, la faculté de réaliser une plus-value en procédant à une levée d'options ou d'éviter une perte en renonçant à exercer cette levée trouvait son origine dans l'existence du contrat de travail du dirigeant investisseur, lequel n'a supporté, en raison de la possibilité qu'il avait de renoncer à lever l'option, aucun risque en capital compte tenu du caractère modique, en l'espèce, de l'indemnité d'immobilisation due y compris en l'absence de levée de l'option par l'intéressé.

CAA Paris, 2^e ch., 28 nov. 2012, n^o 11PA03464, min. c/ M. Bonny, concl. Y. Eglhoff, note J. Jeausserand et T. Audouard : *JurisData* n^o 2012-033233
Pourvoi enregistré sous le n^o 365572

1. Considérant que le ministre du budget, des comptes publics et de la réforme de l'État, porte-parole du Gouvernement fait appel du jugement n^o 0911119 du 25 mai 2011 par lequel le tribunal administratif de Paris a prononcé la décharge de la cotisation supplémentaire d'impôt sur le revenu à laquelle M. et M^{me} Bonny ont été assujettis au titre de l'année 2004 ;

2. Considérant que d'une part aux termes de l'article 79 du Code général des impôts : « Les traitements, indemnités, émoluments, salaires, pensions et rentes viagères concourent à la formation du revenu global servant de base à l'impôt sur le revenu » ; qu'aux termes de l'article 82 du même code : « Pour la détermination des bases d'imposition, il est tenu compte du montant net des traitements, indemnités et émoluments, salaires, pensions et rentes viagères ainsi que de tous les avantages en argent ou en nature accordés aux intéressés en sus des traitements, indemnités, émoluments, salaires, pensions et rentes viagères proprement dits (...) » ; que d'autre part aux termes de l'article 150-0 A du Code général des impôts, dans sa rédaction alors applicable : « I. 1. Sous réserve des dispositions propres aux bénéficiaires industriels et commerciaux, aux bénéficiaires non commerciaux et aux bénéficiaires agricoles ainsi que de l'article 150 UB, les gains nets retirés des cessions à titre onéreux, effectuées directement ou par personne interposée, de valeurs mobilières, de droits sociaux (...) sont soumis à l'impôt sur le revenu lorsque le montant de ces cessions excède, par foyer fiscal, 15 000 euros par an (...) » et qu'aux termes de l'article 200 A du même code, dans sa rédaction alors applicable : « 2. Les gains nets obtenus dans les conditions prévues à l'article 150-0 A sont imposés au taux forfaitaire de 16 % (...) » ;

3. Considérant qu'il résulte de l'instruction que, désireux de s'associer au projet de reprise du groupe familial Hubert Finance, M. Bonny, avec deux

autres personnes physiques, s'est associé au groupe Apax pour constituer, le 5 août 1999, la holding Hubert Finance, dont il détenait directement une action sur 1,6 million et 99 919 actions via la société Osny Finance dont il est actionnaire à hauteur de 50 % et que les parties prenantes à cette opération de reprise du groupe B ont conclu un pacte d'actionnaires le 3 septembre 1999 ; qu'à la même date, le fonds commun de placement à risques (FCPR) Apax et la société en commandite par actions (SCA) Altamir ont consenti à M. Bonny une promesse de vente d'actions, sous option, de la société B Finance, au prix unitaire de 7,62 euros ; que le 9 décembre 2004, M. Bonny a levé l'option d'achat à hauteur de 35 718 titres et, le lendemain, 10 décembre 2004, cédé l'intégralité de ces titres, au prix unitaire de 65,778 euros ; que l'intéressé a déclaré le gain net correspondant selon le régime des plus-values de cession de titres, taxables à l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire de 16 % alors en vigueur ; qu'à l'issue du contrôle sur pièces dont a fait l'objet le dossier fiscal de M. et M^{me} Bonny, le service a remis en cause l'application du régime des plus-values et regardé le gain correspondant à l'écart entre le prix auquel M. Bonny a pu acheter les titres le 9 décembre 2004 et la valeur de ceux-ci, vendus pour un prix unitaire de 65,778 euros le lendemain, comme constituant un complément de rémunération taxable au barème de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des traitements et salaires en application des articles 79 et 82 du Code général des impôts ;

4. Considérant qu'il résulte de l'instruction que la promesse en cause n'a été accordée à M. Bonny qu'en raison de sa prise de fonction de directeur général de la société B Finance et de directeur salarié d'une filiale du groupe B ; que cette promesse stipulait que le nombre d'actions sous option pouvant ainsi être acquises par M. Bonny serait d'autant plus grand que le taux de rentabilité interne de la société B Finance serait plus élevé ; que la levée d'option était conditionnée par l'exercice de fonctions de direction au sein du groupe pendant une période d'au moins cinq ans ; qu'ainsi, et contrairement à ce que soutient M. Bonny, la faculté de réaliser une plus-value en procédant à une levée d'option ou d'éviter une perte en renonçant à exercer cette levée trouvait son origine dans l'existence de son contrat de travail, alors même que cette faculté lui a été consentie par les autres actionnaires du groupe dans le cadre de négociations difficiles ; que M. Bonny, qui s'est borné à encaisser la plus-value réalisée et qui n'a supporté, en raison de la possibilité qu'il avait de renoncer à lever l'option, aucun risque en capital compte tenu du caractère modique, dans les circonstances de l'espèce, de l'indemnité d'immobilisation de 15 030 euros qui était due y compris en l'absence de levée de l'option par l'intéressé, ne saurait être regardé comme ayant réalisé un gain en capital taxable dans la catégorie des plus-values, alors même que la cession aurait été assortie d'une clause de garantie de passif ; que la circonstance que le prix d'acquisition accordé en 1999 ait été le prix du marché à cette époque est sans portée dès lors que l'avantage consenti à M. Bonny résultait de la possibilité qui lui était donnée d'acquérir ou de ne pas acquérir les actions en cause en fonction de l'évolution de leur cours ; que c'est par suite à tort, et sans que M. Bonny puisse utilement se prévaloir de ce qu'une deuxième promesse de vente n'a pas donné lieu à un redressement de même nature et des modalités d'imposition, inapplicables en l'espèce, des gains réalisés dans le cadre de "stock-options" et de cessions d'actions dites de « carried interest », que les

premiers juges ont accordé la décharge sollicitée au motif que le gain réalisé n'était pas taxable dans la catégorie des traitements et salaires ;

5. Considérant qu'il appartient à la Cour, saisie de l'ensemble du litige par l'effet dévolutif de l'appel, d'examiner les autres moyens soulevés par M. et M^{me} Bonny tant devant elle que devant le tribunal administratif de Paris ;

6. Considérant en premier lieu que s'agissant de sommes taxées dans la catégorie des traitements et salaires, le fait générateur de l'imposition est l'encaissement des sommes en cause ; que le produit de la plus-value litigieuse ayant été encaissé au cours de l'année 2004, M. et M^{me} Bonny ne sauraient utilement faire valoir qu'il procède de l'option qui a été accordée à M. Bonny en 1999, année couverte par la prescription ;

7. Considérant en deuxième lieu que ni la doctrine administrative contenue à la documentation de base 5 F-111 à jour au 10 février 1999 définissant les sommes taxables dans la catégorie des traitements et salaires, ni la doctrine administrative contenue à la documentation de base 5 F-1154 à jour au 10 février 1999 qui prévoit les modalités de taxation du produit des opérations réalisées à des conditions préférentielles, doctrines dont les intimés ne sauraient utilement faire une interprétation a contrario, ne font de la loi fiscale une interprétation différente de ce qui précède ; qu'elles ne sont par suite pas invocables sur le fondement de l'article L. 80 A du Livre des procédures fiscales ;

8. Considérant enfin que les mentions portées dans la décision de rejet de la réclamation contentieuse présentée par M. et M^{me} Bonny et relatives au fait qu'une partie seulement du gain réalisé serait représentative d'un complément de rémunération ne sont en tout état de cause, eu égard à la date de ladite décision, pas invocables sur le fondement des dispositions de l'article L. 80 B du Livre des procédures fiscales ;

(...)

CAA Paris, 2^e ch., 28 nov. 2012, n^o 11PA04246, min. c/ M. et M^{me} Gaillot (non reproduit), note J. Jeausserand et T. Audouard

Pourvoi enregistré sous le n^o 365573

CONCLUSIONS

1 – Par cette requête le ministre du Budget vous demande d'annuler le jugement du 25 mai 2011 par lequel le tribunal administratif de Paris a prononcé la décharge de la cotisation supplémentaire d'impôt sur le revenu à laquelle M. et M^{me} Bonny ont été assujettis au titre de l'année 2004.

1. Faits et procédure

2 – Les faits sont les suivants : à l'issue d'un contrôle sur pièces de leur dossier fiscal portant sur l'année 2004, lequel faisait suite à la vérification de la comptabilité de la société Hubert Finance dont M. Bonny était le directeur général, le service a requalifié une partie de la plus-value de cession de titres de la société Hubert Finance créée en 1999 en complément de salaire.

Nous vous précisons qu'en 1999 et concomitamment à la création de la holding précitée, par un pacte d'actionnaires, deux promesses de vente d'actions (1 B et 2 B) ont été consenties à M. Bonny pour une durée respective de sept et neuf ans ; seule est en cause dans le présent litige la promesse 2 B qui subordonne le nombre d'actions cessibles à la valeur unitaire de 7,62 € à un taux de rendement minimum ; ainsi le 9 décembre 2004, M. Bonny a levé les deux options d'achat au prix prévu et a revendu les titres à des sociétés de droit irlandais le jour suivant à un prix unitaire proche de 66 € dégageant la plus-value en cause.

Pour l'Administration, dès lors que la promesse 2 B conditionnait la quotité des actions à acquérir à un taux de rendement minimum soit zéro action pour un taux inférieur à 25 % et limitée à 71 437 titres pour un taux supérieur à 40 %, elle en a déduit que les actionnaires

acceptaient de se priver d'une partie de leur plus-value au profit de leurs dirigeants, dont fait partie M. Bonny, en fonction de ce qui vient de vous être dit soit des résultats financiers du groupe ; ainsi dès lors que la possibilité d'option constitue une forme d'intéressement aux fruits de l'industrie déployée par les dirigeants prévue par le mandat social ou le contrat de travail, le gain réalisé ne constitue pas selon l'Administration un gain en capital réalisé dans le cadre de la gestion d'un portefeuille de titres à taxer au taux de 16 %, comme l'ont d'ailleurs déclaré M. et M^{me} Bonny en application des dispositions cumulées des articles 150-0 A et 200 A du CGI, mais un intéressement taxable en tant que traitements et salaires sur le fondement des articles 79 et 82 du CGI, le service soulignant que dès sa signature, l'article 2 de la promesse de vente 2 B conditionnait la possibilité d'exercer l'option à la qualité de dirigeant du bénéficiaire.

Il s'en suit que l'Administration a procédé à la requalification, selon la procédure contradictoire, de la plus-value nette de 2 006 893,39 € déclarée à raison de la cession des 35 718 parts acquises par exercice de la promesse de vente 2 B en complément de salaires à taxer sur le fondement des articles 79 et 82 du CGI.

Leur réclamation ayant été rejetée par le service, les requérants ont porté le litige devant le tribunal administratif de Paris qui par jugement leur a accordé la décharge sollicitée en « considérant que les options d'achat ainsi consenties à M. Bonny ont donné lieu au versement, par ce dernier, d'une indemnité d'immobilisation de 89 295 F, qui était due y compris en l'absence de levée de l'option par l'intéressé, lequel a ainsi pris un risque réel dès lors que son droit de lever l'option était en outre subordonné au constat que le taux de rentabilité interne du groupe Hubert Finance soit au moins égal à 25 % ; que de surcroît, le requérant soutient, sans être contredit, que tant le montant de cette indemnité que le prix unitaire d'acquisition des titres, fixé en 1999 à 7,62 €, correspondaient à ceux du marché et qu'il n'est pas établi que l'activité déployée par M. Bonny, quels qu'aient été son implication et ses mérites, explique à elle seule la valorisation des actions ni le gain en cause ».

Pour contester les termes de ce jugement l'Administration reprend les arguments déjà présentés portant sur le lien entre les fonctions dirigeantes du requérant et sa possibilité de lever les options en cause tout en insistant sur le fait que ce faisant, la promesse de vente 2 B se voulait incitative afin que soient renforcées les performances de la société, en témoigne l'existence d'une clause de taux de rentabilité interne (TRI) qui contrairement à ce que relève le tribunal ne constitue pas un risque pour le requérant du fait du versement d'une indemnité d'immobilisation et de la condition relative à la réalisation d'un TRI minimum alors que les modalités d'acquisition des titres permettaient d'anticiper le gain réalisé dès le jour suivant par la vente des titres sans que puisse être mis en avant un risque capitalistique au demeurant non établi ; il s'en suit que dès lors que l'activité de M. Bonny a contribué à la valorisation des actions et à la rémunération correspondante, les gains réalisés ne pouvaient qu'être regardés que comme des traitements et salaires.

2. Discussion

3 – À ce stade nous vous rappelons, et il est intéressant de le relever, que « [P]our les options attribuées depuis le 20 septembre 1995, l'article 200 A, 6 du CGI prévoit que, sur option du bénéficiaire, l'avantage peut être imposé à l'impôt sur le revenu suivant les règles applicables aux traitements et salaires, au lieu de l'être au taux forfaitaire » (*Instr. 18 juin 1998 : BOI 5 F-12-98. – Doc. adm. 5 F-1154, § 131-2, 10 févr. 1999*).

Par ailleurs la jurisprudence a déjà permis à l'administration de requalifier en traitements et salaires une indemnité proposée aux contribuables renonçant à exercer une option de souscriptions d'ac-

tion déclarée en tant que plus-value soumise au taux de 16 % (V. CAA Paris, 20 nov. 2009, n° 07PA04814, M. Rostand) ; il est vrai que dans ce cas la requalification est intervenue avant la levée d'options ; mais par un arrêt de la cour administrative d'appel de Bordeaux (CAA Bordeaux, 1^{er} juill. 2010, n° 09BX01628, M. Vergnaud), la cour a rejeté la demande du requérant tendant à remettre en cause la qualification de traitements et salaires des gains perçus à l'occasion du versement d'une indemnité versée au titre d'une promesse de vente en retenant que « la faculté de retirer un avantage financier de son option en procédant à sa levée ou en renonçant à exercer cette levée trouvait son origine dans l'existence de son contrat de travail ».

Or vous en conviendrez dans notre espèce la possibilité offerte au requérant de réaliser un gain et de lever l'option d'achat, et l'administration le démontre parfaitement en invoquant les termes de la promesse 2 B, résulte clairement de sa qualité de dirigeant, qualité qui ne trouve son origine que dans un contrat de travail ; en outre cette possibilité de gain est liée à la performance de la société (cf. le TRI), performance due notamment à l'implication de son dirigeant et ce nonobstant d'une part la circonstance que cette possibilité ne soit pas accordée par la société mais par le groupe d'actionnaires et d'autre part que seule les effets de la deuxième promesse aurait été soumise à rectification ; par ailleurs dès lors que M. Bonny avait le choix entre conserver l'option prévue ou l'exécuter en fonction de l'évolution de leur cours, le débat autour du prix d'acquisition comme conforme au prix du marché est sans porté.

Il s'ensuit que la plus-value réalisée par M. Bonny qui n'a supporté, en raison de la possibilité qu'il avait de renoncer à lever l'option, aucun risque, en capital compte tenu du caractère modique eu égard au montant de la plus-value de l'indemnité d'immobilisation d'environ 15 000 € qui était due y compris en l'absence de levée de l'option par l'intéressé, ne saurait être regardée comme constituant un gain en capital taxable dans la catégorie des plus-values, alors même que la cession aurait été assortie d'une clause de garantie de passif ; ainsi c'est à tort que les premiers juges ont accordé la décharge sollicitée au motif que le gain réalisé n'était pas taxable dans la catégorie des traitements et salaires sans que M. Bonny puisse utilement se prévaloir des modalités, inapplicables en l'espèce, des gains réalisés dans le cadre de *stock-options* et de cessions d'actions dites de *carried interest*.

Si vous nous suivez, vous annulerez le jugement du tribunal administratif et par la voie de l'effet dévolutif de l'appel vous statuerez sur les moyens soulevés par M. Bonny tant devant le tribunal que devant votre cour.

Ainsi vous ne pourrez que rejeter le moyen tiré de la prescription des redressements contestés alors que l'imposition repose sur l'encaissement des sommes réalisées en 2004, fait générateur de l'impôt taxé en traitements et salaires.

Ensuite si le requérant entend se prévaloir sur le fondement de l'article L. 80 A du LPF des doctrines 5 F-111 à jour au 10 février 1999 définissant les sommes taxables dans la catégorie des traitements et salaires et de la doctrine administrative contenue à la documentation de base 5 F-1154 du 10 février 1999 qui prévoit les modalités de taxation du produit des opérations réalisées à des conditions préférentielles, vous écarterez le moyen dès lors que ces doctrines qui ne peuvent être interprétées a contrario ne font pas de la loi fiscale une interprétation différente de ce qui vient de vous être dit.

Enfin vous constaterez qu'eu égard à la date de la décision de rejet de la réclamation des requérants, cette dernière ne saurait pas d'ailleurs être invoquée sur le fondement de l'article L. 80 A précité.

Par ces motifs nous concluons : (satisfaction ministre) 1° à l'annulation du jugement du tribunal administratif ; 2° à ce que la cotisation supplémentaire d'impôt sur le revenu à laquelle M. et M^{me} Bonny ont été assujettis au titre de l'année 2004 et dont les premiers juges ont

prononcé la décharge soit remise à la charge des intéressés ; 3° au rejet des conclusions de M. et M^{me} Bonny devant la Cour.

Yves EGLOFF,
rapporteur public

NOTE

1 – Par deux décisions du 28 novembre 2012, la cour administrative d'appel de Paris a eu à se prononcer sur la qualification qu'il convient de donner, dans les circonstances de l'espèce, au gain réalisé par un dirigeant investisseur et découlant d'un mécanisme de partage de valeur avec l'actionnaire financier majoritaire, structuré sous forme de promesse de vente d'actions dans le contexte d'une opération de LBO : plus-value ou salaire ?

Du fait des nombreux cas de redressements de *management packages* (à défaut d'équivalent approprié en langue française, nous utiliserons ce terme anglo-saxon dans la suite du présent article) actuellement pendants, soit au stade de la procédure précontentieuse, soit au stade de la procédure contentieuse, ces décisions sont étudiées en détail, tant par les praticiens que par l'administration fiscale, même si, nous le verrons ultérieurement, la solution qui sera finalement retenue par le Conseil d'État dans ces affaires (des pourvois en cassation ont été formés) ne sera pas nécessairement décisive pour régler la plupart des autres cas de redressement de *management packages*.

Disons-le d'emblée, nous ne partageons pas l'analyse de la cour administrative d'appel : basée sur les arguments développés par l'administration fiscale, elle est le fruit de plusieurs erreurs d'appréciation, comme nous le détaillerons dans la suite de cet article.

2 – **Les faits de l'espèce (n° 11PA03464).** – Ils peuvent être résumés de la manière suivante : la société Hubert Finance a été constituée en 1999 par des investisseurs financiers en vue de la reprise du groupe Hubert. Le 3 septembre 1999, jour du changement de contrôle du groupe Hubert, les investisseurs financiers concluent avec le directeur général du groupe, deux promesses de vente portant sur les actions de la société Hubert Finance : la première (promesse « 1 B ») portait sur un nombre fixe d'actions (35 719 en l'espèce), tandis que la seconde (promesse « 2 B ») portait sur un nombre d'actions variable (entre 0 et 35 718 actions) en fonction du taux de rendement interne (« TRI ») qui serait réalisé sur l'opération (non pas par la holding de reprise, la société Hubert Finance, comme l'a retenu la cour, mais certainement plutôt par l'investisseur financier (cf. *infra*)). Ainsi, s'agissant de la promesse « 2 B », aucune action ne pouvait être acquise en exécution de la promesse si le TRI était inférieur à 25 %, le nombre maximum d'actions pouvant en revanche être acquis si le TRI était supérieur à 40 %.

Par ailleurs, cette seconde promesse avait été accordée en contrepartie du versement, par le directeur général, d'une indemnité d'immobilisation d'un montant de 15.030 € au profit de l'investisseur financier. Il convient enfin de relever que le directeur général était également actionnaire de la société Hubert Finance dont il détenait plus de 3 % du capital (directement et indirectement).

Le 9 décembre 2004, soit un peu plus de cinq ans après le début du LBO, le directeur général a exercé les promesses au prix convenu à l'origine de 7,62 € par action (a priori la valeur réelle de l'action au jour de la conclusion de la promesse). Le lendemain, dans le cadre de la sortie du LBO, il cède l'ensemble de ses actions à l'acquéreur du groupe Hubert, à un prix unitaire de 65,778 €, égal à celui versé à l'investisseur financier pour les actions que ce dernier détenait. S'agissant des actions acquises en exécution de la promesse « 2 B », il réalise un gain de plus de 2 M €, qu'il déclare en plus-value de cession de valeurs mobilières, soumise à l'époque à l'impôt sur le revenu au taux de 16 % ainsi qu'aux prélèvements sociaux.

3 – La procédure et les arguments des parties. – L'administration fiscale a, quant à elle, considéré que le gain issu de la cession des actions acquises en exercice de la promesse « 2 B » (mais non celui issu de la cession des actions détenues directement et indirectement depuis l'origine, ni, beaucoup plus étonnant, celui issu de la cession des actions acquises en exercice de la promesse « 1 B ») devait être considéré comme un complément de rémunération imposable dans la catégorie des traitements et salaires, en application des articles 79 et 82 du CGI. Afin de justifier la requalification du gain, l'administration fiscale a considéré que l'investisseur financier avait accepté de se priver d'une partie de sa plus-value au profit du dirigeant en fonction « des résultats financiers du groupe » (cf. *supra* concl. Y Egloff), et qu'une telle rétrocession de plus-value constituait une forme d'intéressement aux fruits de l'industrie déployée par le bénéficiaire dans le cadre de son mandat social ou de son contrat de travail.

En première instance, le tribunal administratif de Paris n'a pas suivi l'administration fiscale, appliquant les principes dégagés par la jurisprudence en matière de requalification de plus-value sur cession de titres. Il relève en particulier que le directeur général avait pris un « risque réel » compte tenu tant du versement de l'indemnité d'immobilisation que du fait que le droit de lever l'option était subordonné à la réalisation d'un TRI minimum de 25 % et que l'indemnité d'immobilisation et le prix d'exercice de la promesse correspondaient « aux prix du marché ». Le tribunal retient en outre qu'il n'était pas démontré par l'administration fiscale que l'activité déployée par le directeur général, quels qu'aient été son implication et ses mérites, puisse expliquer « à elle seule » la valorisation des actions ni le gain en cause.

La cour administrative d'appel a, de façon étonnante, décidé d'annuler le jugement du tribunal administratif. Elle a, pour ce faire, suivi l'administration fiscale en ce que cette dernière a considéré que la possibilité de réaliser une plus-value ou d'éviter une perte constituait un avantage consenti au dirigeant, et trouvait son origine dans l'existence du contrat de travail. À l'appui de sa position, la cour a accepté de retenir (i) que cette promesse n'aurait été consentie qu'en raison de la qualité de mandataire social et de salarié de son bénéficiaire, (ii) qu'elle était conditionnée à la réalisation d'un certain TRI, et (iii) que la levée de la promesse était conditionnée à l'exercice de fonctions de direction au sein du groupe pendant cinq ans.

La cour a par ailleurs rejeté l'argument relatif au fait que le directeur général avait supporté un risque capitalistique « compte tenu du caractère modique » de l'indemnité d'immobilisation, laquelle était perdue en cas de TRI inférieur à 25 %.

4 – Analyse critique de la solution retenue par la cour administrative d'appel. – La solution retenue par la cour va à contre-courant de la tendance jurisprudentielle dégagée depuis quelques années sur le sujet de la requalification de plus-values sur titres en revenus d'un autre type. A première vue, cette décision peut sembler justifiée compte tenu des spécificités du dossier : conclusion de promesse de vente et non souscription de valeurs mobilières, fortes similitudes entre la promesse litigieuse et les mécanismes d'options d'achat accordées gratuitement aux dirigeants et salariés, en dehors du régime juridique des *stock-options* (régime des options de souscription ou d'achat d'actions prévu par les articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce), absence de valorisation par un expert de l'indemnité d'immobilisation, référence à la fonction de dirigeant dans la promesse, etc. Ces éléments y sont certainement pour beaucoup dans la solution retenue par la cour.

Néanmoins, à y regarder de plus près et malgré ces éléments, cette décision semble surtout résulter d'une mauvaise appréciation des mécanismes juridiques et financiers mis en œuvre dans cette opération, qu'il s'agisse du mécanisme de la promesse de vente conditionnée, de la notion de TRI ou des mécanismes de répartition de valeur

entre les différents instruments financiers souscrits dans le cadre d'une opération de LBO.

Il nous a donc semblé utile de rappeler la jurisprudence en matière de requalification en revenus d'activités de gains liés à des instruments de capital, laquelle pose un principe de taxation des plus-values sur titres en tant que tel, sauf circonstances très particulières (1), puis d'expliquer pourquoi l'analyse de l'administration fiscale et de la cour administrative d'appel de Paris est selon nous erronée, malgré l'apparente pertinence des éléments retenus par la cour (2).

1. État des lieux jurisprudentiel : le principe et les quelques exceptions

5 – Par principe, une plus-value sur titres reste taxable dans la catégorie des plus-values de cession de valeurs mobilières, imposée jusqu'à la dernière loi de finances à un taux proportionnel d'impôt sur le revenu, majoré des prélèvements sociaux. Ainsi, le Conseil d'État a-t-il, dans un arrêt de principe *Serfaty* du 18 janvier 2006, rappelé avec force que les gains résultant d'une cession de titres relèvent par principe du régime d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières, quand bien même l'actionnaire exercerait également des fonctions dans la société cible (*CE, 10^e et 9^e ss-sect., 18 janv. 2006, n° 265790 et n° 265791, Serfaty : JurisData n° 2006-080887 ; Dr. fisc. 2006, n° 41, comm. 649, concl. C. Verot, note E. Meier ; Procédures 2006, comm. 92, note J.-L. Pierre ; RJF 4/2006, n° 378 ; BDCF 4/2008, n° 48, concl. C. Verot ; BGFE 2006, n° 2, p. 16, obs. Y. de Givré ; cette décision est d'autant plus intéressante qu'elle a été rendue dans une espèce pouvant être considérée comme caricaturale ; V. également les conclusions du commissaire du Gouvernement sous cet arrêt : « Les articles de plus-values sont bien destinés à couvrir en principe le cas de porteurs de parts qui exercent également des fonctions de direction dans l'entreprise »).*

Ce n'est que lorsque l'administration fiscale parvient à démontrer que certaines circonstances très particulières sont réunies qu'elle est en droit de requalifier le gain en question en une autre nature de revenu : bénéfices non commerciaux, revenus distribués ou salaire, selon le cas.

6 – Concernant la requalification du gain en bénéfices non commerciaux, le Conseil d'État a précisé dans cette même décision *Serfaty* que l'administration fiscale ne peut se contenter d'invoquer le fait que le cédant travaille très activement au développement de l'activité de la société, dont il était par ailleurs directeur général. Par ailleurs, ni l'ampleur du gain (en l'espèce, plus de 200 fois le montant de l'investissement), ni le bref délai de réalisation (en l'espèce, à peine deux ans) ne sont des éléments pertinents pour justifier la requalification de la plus-value.

Dans ses conclusions sous un arrêt ultérieur du Conseil d'État (*CE, 8^e et 3^e ss-sect., 7 nov. 2008, n° 301642, M. Fontana et M^{me} de Framond : JurisData n° 2008-081396 ; Dr. fisc. 2008, n° 52, comm. 646, concl. L. Olléon ; RJF 1/2009, n° 56, chron. p. 7 ; BDCF 1/2009, n° 11, concl. L. Olléon*), le commissaire du Gouvernement Laurent Olléon a défini précisément les trois conditions que l'administration fiscale doit établir pour qu'une requalification en bénéfices non commerciaux soit possible : l'activité déployée par le vendeur doit être professionnelle ; elle ne doit pas être celle qui est normalement la sienne et qui est la source de ses revenus ; elle doit avoir pour effet de représenter une part déterminante dans l'augmentation de la valeur de la société.

La cour administrative d'appel de Paris a eu à appliquer ces principes dans un arrêt récent (*CAA Paris, 9^e ch., 29 juill. 2011, n° 09PA04569, Attia : JurisData n° 2011-027337 ; Dr. sociétés 2012, comm. 36, note J.-L. Pierre*), concernant le gain issu de la cession de bons de souscription d'actions (valeurs mobilières fréquemment uti-

lisées dans le cadre des *management packages*) par un dirigeant ayant réalisé, en à peine un an, un gain représentant 350 fois son investissement initial : la cour a jugé que le gain devait bien être imposé dans la catégorie des plus-values de cession de valeurs mobilières et non dans celles des bénéfices non commerciaux, à défaut pour l'administration fiscale de démontrer que le gain avait pour contrepartie une activité déployée par le contribuable en dehors de ses fonctions de dirigeant de la société dont les bons de souscription d'actions étaient cédés.

Il est intéressant de relever que, déjà avant les arrêts *Serfaty et Fontana et Framond*, la jurisprudence n'acceptait de valider une requalification en bénéfices non commerciaux que si le contribuable était intervenu dans la transaction ayant généré la plus-value à un titre autre que celui d'actionnaire ou de dirigeant, en déployant une activité spécifique justifiant qu'il perçoive une rémunération particulière (V. CE, 10^e et 9^e ss-sect., 26 févr. 2003, n° 222163, M. Flament : *JurisData* n° 2003-080287 ; Dr. fisc. 2003, n° 20, comm. 380, concl. C. Maugué, note M. Sieraczek-Abitan ; R/JF 2003, n° 535 ; BDCF 2003, n° 59, concl. C. Maugué. – CE, 7^e et 9^e ss-sect., 6 févr. 1984, n° 20325, M. Gaucher : *JurisData* n° 1984-608458 ; Dr. fisc. 1984, n° 26, comm. 1252, concl. O. Fouquet ; R/JF 1984, n° 444. – CE, 9^e et 7^e ss-sect., 20 avr. 1989, n° 62397, M. Dumas : *JurisData* n° 1989-604088 ; Dr. fisc. 1989, n° 44, comm. 2024 ; R/JF 1989, n° 440) ou dont les interventions spécifiques avaient facilité la cession des titres (CAA Paris, 3^e ch., 24 févr. 1994, n° 93PA00031, M. de Vogüé : *JurisData* n° 1994-050571 ; Dr. fisc. 1994, n° 47, comm. 1971 ; Dr. fisc. 1995, n° 16, comm. n° 923, concl. M. de Segonzac ; R/JF 1994, n° 546. – CAA Lyon, 2 nov. 2006, n° 02LY00146). A noter également, la décision d'un tribunal administratif qui, dans un cas particulier et isolé, a accepté la requalification en bénéfices non commerciaux (alors qu'une requalification en salaire aurait pourtant paru plus logique) d'un gain réalisé par un dirigeant dans le cadre d'une opération d'achat-revente des titres sans avoir à supporter les risques et aléas inhérents à la gestion normale d'un portefeuille de titres : le dirigeant, qui n'a décaissé le prix d'acquisition des titres que la veille de leur cession, bénéficiait en outre d'une promesse d'achat lui permettant de céder ses actions à leur prix d'acquisition (TA Cergy-Pontoise, 5^e ch., 7 juill. 2006, n° 0103868, Bandeville : *JurisData* n° 2006-331194 ; Dr. fisc. 2007, n° 19, comm. 492, concl. V. Mulleur ; R/JF 2007, n° 430).

7 – S'agissant de la requalification en avantage occulte, elle suppose en pratique la démonstration par l'administration fiscale d'un avantage conféré par une société à l'un de ses dirigeants ou salariés : c'est ainsi qu'a été taxé un droit préférentiel de souscription sur les titres d'une filiale, cédé gratuitement par une société mère à son PDG (CE, 8^e et 3^e ss-sect., 26 sept. 2011, n° 327782, min. c/M. Chalumeau : Dr. fisc. 2011, n° 48, comm. 605). De la même manière, l'indemnité versée pour racheter l'option d'achat sur les titres d'une filiale, accordée gratuitement par la société mère à l'un de ses administrateurs (qui n'était ni salarié, ni dirigeant) a été considérée comme un avantage occulte taxable en tant que tel (CAA Paris, 2^e ch. A, 27 sept. 2006, n° 03PA02687, Fellous : *JurisData* n° 2006-323186 ; Dr. fisc. 2007, n° 6, comm. 165).

8 – Les cas de requalification d'une plus-value en traitements et salaires sont plus rares dans la jurisprudence. Il y a tout d'abord les cas de redressements de gains tirés de l'exercice d'options d'achat accordées gratuitement aux dirigeants et salariés, en dehors du régime juridique des *stock-options* (régime des options de souscription ou d'achat d'actions prévu par les articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce) : l'acquisition, par un salarié, d'actions de la société qui l'emploie à un prix préférentiel a ainsi été jugée constitutive d'un avantage en argent imposable dans la catégorie des traitements et salaires dès lors qu'elle trouve directement son origine dans le contrat de travail (V. par ex., TA Strasbourg, 1^{re} ch., 8 mars

2005, n° 0103211, Weingaessel : R/JF 4/2006, n° 383, confirmé par CAA Nancy, 16 mai 2007, n° 05NC00560).

Il y a ensuite les cas où le salarié n'a jamais acquis aucun droit de propriété sur les actions concernées et ne peut donc se prévaloir du régime des plus-values de cession de valeurs mobilières. Ainsi, le gain tiré d'une indemnité de « rachat » d'une promesse de vente, versée par la société promettante au bénéficiaire, salarié de celle-ci, a-t-il pu valablement être requalifié en salaire, la cour administrative d'appel de Bordeaux ayant considéré que la faculté de retirer un avantage financier de l'option, notamment en renonçant à exercer la promesse, trouvait son origine dans l'existence du contrat de travail (CAA Bordeaux, 4^e ch., 1^{er} juill. 2010, n° 09BX01626, Hummel).

A également été validée par la cour administrative d'appel de Lyon, la requalification en salaire de la fraction de plus-value rémunérant l'engagement de non-concurrence d'un dirigeant (CAA Lyon, 5^e ch., 25 janv. 2007, n° 03LY00812, M. et M^{me} Merlin : *JurisData* n° 2007-330111 ; Dr. fisc. 2007, n° 17, comm. 466). En l'espèce, les termes du protocole d'accord précisaient expressément que le prix par action versé au dirigeant serait majoré de 6 % en contrepartie de son engagement de non-concurrence.

Ces décisions ne sont toutefois pas pertinentes pour raisonner dans l'espèce qui a fait l'objet de la décision du 28 novembre 2012, dans la mesure où le gain litigieux ne concernait ni des instruments gratuits type *stock-options*, ni une indemnité de renonciation à exercer une promesse de vente, ni un engagement quelconque du dirigeant. La cour administrative d'appel de Paris semble néanmoins s'être laissée influencer par les règles applicables à ces hypothèses (comme cela ressort clairement de la lecture des conclusions du rapporteur public) certainement du fait d'une mauvaise appréhension du mécanisme des promesses de vente (V. *infra*).

9 – La seule catégorie de décisions qui, en réalité, nous intéresse car potentiellement transposable aux cas des *management packages* concerne des hypothèses dans lesquelles le gain résultait d'une prise de risque capitalistique de la part du salarié ou dirigeant. Deux situations sont alors envisageables. Soit l'investissement ou les conditions de réalisation de la plus-value sont considérés comme anormaux et, dans ce cas, la requalification en salaire semble logique. Soit l'investissement ou les conditions de réalisation de la plus-value ne sont pas considérés comme anormaux et, dans ce cas, la requalification en salaire n'apparaît pas justifiée. Il existe toutefois peu de décisions ayant eu à se prononcer sur des requalifications dans de telles conditions.

Pour un exemple de situation dans laquelle la requalification a été validée, il est néanmoins possible de citer l'arrêt de la cour administrative d'appel de Marseille qui concernait le cas d'un dirigeant ayant souscrit des bons de souscription d'actions dont le prix d'exercice était fortement décoté par rapport à la valeur réelle de l'action sous-jacente au jour de l'émission des bons (35 % de décote) (CAA Marseille 13 mars 2012, n° 08MA04313). Cette décision n'est pas satisfaisante sur le plan des principes, tant au regard de la validation de l'existence de l'avantage (en déduisant l'existence d'un avantage du simple fait que le prix d'exercice comprenait une décote de 35 %, la cour n'a pas analysé si cette décote sur le prix d'exercice n'avait pas été prise en compte dans le prix d'émission payé par le dirigeant lors de la souscription des bons de souscription d'action), qu'au regard des conséquences tirées de l'existence de cet avantage (V. *infra*). Il est également possible de mentionner la décision précitée du tribunal administratif de Cergy-Pontoise qui a accepté la requalification (certes en bénéfices non commerciaux alors qu'une requalification en salaire aurait pourtant paru plus logique) d'un gain réalisé par un dirigeant dans des conditions clairement « anormales » (TA Cergy-Pontoise, 5^e ch., 7 juill. 2006, n° 0103868, Bandeville : *JurisData*

n° 2006-331194 ; Dr. fisc. 2007, n° 19, comm. 492, concl. V. Mulleur ; RJF 2007, n° 430).

Pour un exemple de situation dans laquelle la requalification n'a pas été validée, il est possible de citer le cas du gain tiré de la cession d'actions acquises par plusieurs dirigeants auprès de l'actionnaire majoritaire, investisseur financier, pour un prix de 4,59 €. Les actions ayant été revendues seulement huit mois après au prix de 37,60 €, soit une augmentation de 820 % en huit mois, l'administration fiscale a cru déceler un avantage concédé par l'actionnaire majoritaire à l'équipe dirigeante. La cour administrative d'appel de Lyon n'a pas suivi l'administration fiscale : après avoir relevé notamment que la cession des actions en juin 2001 ne pouvait pas être anticipée, qu'il s'agissait d'une opération de LBO « audacieuse » et que l'accroissement de la valeur de la société a été possible en raison des fortes synergies que son acheteur entretenait avec elle, elle a conclu que l'administration fiscale ne pouvait être regardée comme apportant la preuve ni de l'anormalité du prix d'acquisition « ni, par voie de conséquence, de ce que l'intéressé aurait bénéficié d'une quelconque libéralité imposable dans la catégorie des traitements et salaires ou, subsidiairement, sur le fondement de l'article 111, c du Code général des impôts » (CAA Lyon, 6 oct. 2011, n° 10LY00899).

10 – Ainsi ressort-il clairement de ce panorama jurisprudentiel qu'une plus-value sur cession de valeurs mobilières est par principe imposée en tant que telle et qu'une requalification en salaire ne semble possible qu'à la condition que l'administration fiscale démontre que l'investissement ou les conditions de réalisation de la plus-value sont anormaux, c'est-à-dire que l'intéressé n'a pas pris de risque capitalistique ou que ses conditions d'investissement sont totalement anormales. Cette précision quant à la charge de la preuve est extrêmement importante car, en pratique, l'administration fiscale se contente trop fréquemment d'affirmations générales afférentes aux fonctions exercées par le contribuable dans la société cible et d'une analyse a posteriori, prenant principalement en compte l'ampleur du gain réalisé et son délai de réalisation.

2. Les erreurs d'analyse affectant la solution retenue par la cour administrative d'appel

11 – Comme indiqué ci-dessus, malgré son apparente pertinence, l'analyse de la cour administrative d'appel est erronée car basée sur une mauvaise appréhension de diverses notions, pourtant essentielles à la compréhension de cette affaire. Ce faisant, la cour a retenu une solution manifestement infondée.

A. - Sur la notion d'avantage

12 – Au soutien de sa décision, la cour affirme que « l'avantage consenti à M. Bonny résultait de la possibilité qui lui était donnée d'acquérir ou de ne pas acquérir les actions en cause en fonction de l'évolution de leur cours », suivant en cela l'argumentation développée par l'administration fiscale dans ce type de dossiers.

13 – Cette argumentation n'est clairement pas cohérente quand on revient au principe de fonctionnement d'une promesse de vente d'actions, laquelle permet au bénéficiaire d'acquérir, éventuellement sous réserve que certaines conditions soient remplies dans le futur, un certain nombre d'actions d'une société en contrepartie :

– du versement au promettant, le jour de conclusion de la promesse, d'un certain montant correspondant à la valeur de la promesse, appelé indemnité d'immobilisation ou prix de l'option. Ce montant correspond à la valeur de l'espérance de gain futur susceptible de découler de l'exercice de la promesse. Il est en général déter-

miné selon une méthode de valorisation « optionnelle », par exemple la méthode « Black & Scholes » ou « Monte Carlo » ;

– et du versement au promettant, le jour où la promesse est exercée, du prix d'acquisition des actions objets de la promesse, appelé également prix de levée de la promesse ou prix d'exercice de la promesse. Ce montant correspond généralement à la valeur réelle de l'action au jour de conclusion de la promesse.

L'appréciation du caractère normal d'une opération d'acquisition d'actions en exécution d'une promesse, et donc de l'existence d'un éventuel avantage susceptible de résulter de ladite promesse doit prendre en compte l'ensemble de ces éléments. Le prix d'acquisition des actions étant librement déterminé par les parties à l'opération, l'éventuel avantage ne pourra découler que de la valeur de l'indemnité d'immobilisation, celle-ci dépendant des perspectives d'augmentation de valeur de l'action objet de la promesse mais également des conditions devant être remplies pour que la promesse puisse être exercée.

Une fois les conditions d'exercice remplies, le titulaire d'une promesse de vente n'aura intérêt à l'exercer que si la somme de l'indemnité d'immobilisation et du prix d'acquisition des actions est supérieure à la valeur réelle des actions au jour de l'exercice de la promesse, circonstance incertaine par nature (tant que cela ne sera pas le cas, la promesse sera considérée comme n'étant pas « dans la monnaie »).

14 – En pratique, si la promesse n'est pas exercée, soit parce que la valeur de l'action sous-jacente n'a pas assez augmenté pour que le titulaire de la promesse ait intérêt à l'exercer, soit parce que les conditions posées à son exercice ne sont pas remplies, le bénéficiaire de la promesse perd définitivement l'indemnité d'immobilisation. Ce risque financier est la contrepartie de l'opportunité de réaliser une plus-value dans le futur. Si la valeur de l'indemnité d'immobilisation est correcte, le titulaire de la promesse n'a donc bénéficié d'aucun avantage.

15 – En l'espèce, l'administration fiscale, suivie par la cour, a estimé que le dirigeant avait bénéficié d'un avantage du simple fait de l'existence de la promesse de vente « 2 B », sans baser son affirmation sur l'analyse des éléments propres à cette promesse. L'administration fiscale n'a en particulier pas démontré que le montant de l'indemnité d'immobilisation n'était pas pertinent au regard des perspectives d'augmentation de valeur des actions objets de la promesse ou des conditions devant être remplies pour que la promesse puisse être exercée.

Par ailleurs, la position de l'administration fiscale est étonnante, pour ne pas dire illogique, puisqu'elle a cru déceler un avantage dans la possibilité qui était donnée au dirigeant d'acquérir ou de ne pas acquérir les actions objets de la promesse de vente « 2 B » en fonction de l'évolution de leur cours alors qu'elle n'a vu aucun avantage dans la possibilité qui était donnée au dirigeant d'acquérir ou de ne pas acquérir les actions objets de la promesse « 1 B » (pourtant exerçable sans aucune condition de performance).

Dés lors, faute pour l'administration fiscale d'avoir établi l'existence d'un avantage au titre de la promesse « 2 B », il aurait fallu en rester au principe : une plus-value sur cession de valeurs mobilières est par principe imposée en tant que telle.

La solution finalement retenue par la cour a vraisemblablement été inspirée par la jurisprudence relative aux indemnités versées dans le cadre de l'abandon de *stock-options* ou encore par celle relative aux attributions gratuites d'options en dehors du cadre des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-6 du Code de commerce (cf. par ex., CAA Nancy, 16 mai 2007, n° 05NC00560, *préc.*), alors que ces décisions ne sont pas transposables aux faits de l'espèce, comme cela a été exposé ci-dessus.

Par ailleurs, quand bien même l'administration fiscale aurait-elle démontré l'existence d'un avantage dont aurait bénéficié le dirigeant (du fait du versement d'une indemnité d'immobilisation trop faible par rapport à sa valeur réelle par exemple), **seul pourrait être imposé en salaire le montant de l'avantage considéré** (à savoir la différence entre le montant qui aurait théoriquement dû être payé au titre de l'indemnité d'immobilisation et le montant effectivement payé par le dirigeant), et non la totalité de la plus-value réalisée en exécution de la promesse.

16 – Enfin, en cas d'avantage effectivement démontré par l'administration fiscale, la cour aurait dû tirer toutes les conséquences du fait que **cet avantage avait été consenti lors de la conclusion de la promesse** et en conséquence considérer que le droit de reprise de l'administration fiscale était prescrit. En effet, la promesse de vente avait été accordée au dirigeant fin 1999. L'éventuel avantage était donc imposable au titre de cette année et le délai de reprise de l'administration fiscale au titre des avantages « perçus » cette année-là expirait donc au 31 décembre 2002, alors que la notification de redressement a en l'espèce été adressée bien après cette date.

B. - Sur l'utilisation de critères d'analyse erronés

17 – Comme cela ressort de la jurisprudence précitée, **le critère essentiel pour déterminer si un gain issu de la cession d'actions peut ou non être requalifié est la prise de risque capitalistique**. Ce n'est que lorsque l'administration fiscale établit que ce critère fait défaut qu'il convient d'analyser l'éventuel rattachement du gain à un contrat de travail pour déterminer la catégorie d'imposition appropriée.

Dans la présente espèce, le critère du risque capitalistique a été rejeté par l'administration fiscale, suivie en cela par la cour administrative d'appel de Paris. L'arrêt se contente ainsi d'affirmer que le dirigeant « n'a supporté, en raison de la possibilité qu'il avait de renoncer à lever l'option, aucun risque en capital compte tenu du caractère modique, dans les circonstances de l'espèce, de l'indemnité d'immobilisation de 15 030 € qui était due y compris en l'absence de levée de l'option par l'intéressé », sans analyser le critère de la prise de risque du dirigeant à l'aune de ses autres engagements dans l'opération, comme son investissement initial en actions (pour rappel, le dirigeant détenait indirectement, dès l'origine, plus de 3% du capital de la holding de reprise, ce qui représentait un investissement de 380 K €) ou la prise en charge de la garantie de passif qui aurait pu amener le dirigeant à rembourser une partie du prix de cession des actions en cas de mise en œuvre de la garantie par l'acquéreur.

Cette analyse tranche avec celle retenue par le Comité de l'abus de droit dans un avis rendu seulement un mois auparavant (*Avis n° 2012-38, 25 oct. 2012, V. notamment J. Jeausserand, L'Agefi, 25 janv. 2013, <http://www.agefi.fr/fiche-blogs-wikifinance/un-nouvel-episode-du-feuilleton-quelle-fiscalite-pour-les-management-packages--2222.html>*) qui a examiné une affaire dans laquelle l'administration fiscale soutenait que la souscription par un dirigeant de bons de souscription d'actions dont l'exercice était soumis à des conditions de performance avait pour but de déguiser des gains de nature salariale en gains de cession de titres afin de bénéficier indûment du régime du PEA. Dans cette affaire, dont les circonstances de fait étaient néanmoins très différentes de celles de l'affaire jugée par la cour administrative d'appel de Paris, le Comité a retenu, pour apprécier la prise de risque du dirigeant, que si les bons de souscription d'actions avaient été acquis pour un prix de 19 600 € (à comparer aux 15.030 € de l'indemnité d'immobilisation de l'affaire jugée par la cour administrative d'appel de Paris), le dirigeant avait par ailleurs investi 680 000 € dans la souscription d'actions ordinaires.

Pour valider la requalification, la cour a en revanche accepté de retenir le raisonnement de l'administration fiscale qui était fondé sur

les éléments établissant selon elle un lien entre le supposé avantage et le contrat de travail de l'intéressé : (i) la promesse n'aurait été accordée qu'en raison de la qualité de dirigeant et de salarié du groupe, (ii) le nombre d'actions pouvant être acquises variait en fonction du taux de rentabilité interne et (iii) la levée d'option était conditionnée par l'exercice de fonctions de direction au sein du groupe pendant une période d'au moins cinq ans.

Or, et comme exposé ci-dessus, quand bien même ces éléments établiraient un lien entre le supposé avantage dont aurait bénéficié le dirigeant et son contrat de travail, ce lien est en tout état de cause insuffisant pour justifier la requalification du gain en salaire. En effet, l'établissement de ce lien et donc ces éléments ne sont pertinents que pour déterminer la catégorie d'imposition d'un gain sur cession d'actions en l'absence de prise de risque capitalistique établie.

Par ailleurs, le simple fait de réserver l'accès au capital d'une société non cotée à certaines personnes, salariés et dirigeants du groupe, et de leur permettre ainsi de réaliser un gain sur les titres de leur entreprise, n'est nullement suffisant pour entraîner l'imposition desdits gains en salaire (il est d'ailleurs classique que le capital d'une société non cotée soit détenu par des personnes ayant des intérêts communs : famille, amis, salariés, dirigeants, professionnels du même secteur, etc.). L'administration fiscale le reconnaît d'ailleurs implicitement puisque ni le gain sur la cession des actions détenues depuis l'origine, ni celui issu de la cession des actions acquises en exercice de la promesse « 1 B », n'a été redressé.

En outre, le fait de conditionner la conservation d'actions d'une société ou de droits sur ces actions au fait que le titulaire travaille dans l'entreprise apparaît là aussi normal et non critiquable en soi. De la même manière qu'un actionnaire majoritaire d'une société non cotée ne souhaite pas nécessairement ouvrir le capital à des « inconnus », il ne souhaite pas non plus qu'un salarié ou dirigeant actionnaire quittant l'entreprise puisse conserver ses actions ou droits sur les actions de la société. C'est l'autre face d'une même pièce, et cela ne saurait constituer un argument justifiant une requalification de la plus-value en salaire. Il est d'ailleurs intéressant de relever que le Conseil d'État a jugé que la circonstance que la convention de cession de titres conditionne le paiement du prix de cession au maintien de la présence du cédant (dirigeant) dans l'entreprise pendant six ans, ainsi qu'à certains critères de performance, n'étaient pas suffisants pour entraîner la requalification de la plus-value (*CE, 8^e et 3^e ss-sect., 7 nov. 2008, n° 301642, M. Fontana et M^{me} de Framond, préc.*).

Enfin, le critère de TRI est manifestement utilisé à tort par l'administration fiscale dans sa tentative de démontrer un lien entre le gain réalisé par le dirigeant et son contrat de travail comme cela ressort des développements ci-après.

C. - Sur la notion de TRI

18 – Comme indiqué ci-dessus, le TRI est classiquement l'un des éléments justifiant, selon l'administration fiscale, le rattachement du gain litigieux au contrat de travail de l'intéressé et donc sa requalification en salaire. Or, les conséquences qu'il convient de tirer de la notion de TRI dans le contexte d'un *management package* sont parfaitement à l'opposé de celles que l'administration fiscale entend lui attribuer : le TRI n'a un rapport qu'extrêmement indirect avec les fonctions des dirigeants et ne peut justifier la requalification en salaire d'un gain qui dépendrait de cet index.

Cette erreur d'analyse de l'administration fiscale, reprise par la cour, ressort notamment de l'affirmation selon laquelle la promesse « stipulait que le nombre d'actions sous option pouvant ainsi être acquises (...) serait d'autant plus grand que **le taux de rentabilité interne de la société Hubert Finance** serait plus élevé ». Or, il s'agissait plus vraisemblablement du TRI de l'investisseur financier, le TRI

mesurant la rentabilité d'un investissement, et non la rentabilité d'une activité opérationnelle comme expliqué ci-après.

19 – Le TRI est en effet un index de mesure qui exprime la **rentabilité d'un investissement financier** sur une période de temps donnée. Pour un échéancier donné – d'entrées et de sorties de flux financiers – c'est le taux d'intérêt auquel il faudrait placer les flux financiers sortants de l'échéancier, pour récupérer les flux financiers entrants de l'échéancier, aux dates de l'échéancier. Il est en général exprimé en taux annuel, même si son calcul est établi sur la base de flux trimestriels, mensuels, voire journaliers.

Le calcul du TRI dépend uniquement de trois éléments : les sommes investies par l'investisseur financier (les « flux sortants »), les sommes perçues par l'investisseur financier, en sortie ou pendant l'opération (les « flux entrants ») et les dates auxquelles les flux sortants et entrants sont versés et perçus par l'investisseur financier. Ces éléments ne sont pas des données connues à l'origine. Ainsi, pour ne prendre que quelques exemples, les flux sortants sont ceux investis à l'origine de l'opération mais également ceux rajoutés en cas de difficultés rencontrées par le groupe cible pendant l'opération. De même, les flux entrants sont ceux récupérés lors de la vente du groupe, mais également ceux éventuellement récupérés en cours d'opération, du fait d'une « recap » par exemple (V. *infra*).

Dans le cadre d'un LBO, la performance opérationnelle de la cible, en l'espèce la société Hubert Finance et ses filiales, n'est pas en tant que tel un élément du calcul du TRI. Ce n'est qu'un facteur parmi d'autres pouvant avoir une incidence sur le TRI de l'investisseur financier. D'autres facteurs ont une incidence plus importante sur le TRI réalisé par l'investisseur financier, à tel point que ces autres facteurs peuvent permettre la réalisation d'un TRI positif même en cas de baisse des résultats opérationnels de la cible.

Il résulte d'une étude récente (V. « *La lettre Vernimmen* », n° 84, févr. 2010) que, sur la moyenne des LBO de 1979 jusqu'à 2002, la croissance des résultats des entreprises cibles n'a eu qu'une incidence très limitée (moins de 30 %) sur le TRI généré au niveau des investisseurs financiers au cours de la période étudiée, l'essentiel du TRI étant généré par (i) une amélioration de la génération des flux de trésorerie, permettant le désendettement rapide et donc notamment une réduction du coût de l'endettement, (ii) l'effet de levier financier et (iii) l'augmentation des multiples de valorisation.

20 – L'étude poursuit en précisant que sur la période 2001-2006, la croissance des résultats des entreprises sous LBO, inférieure à celle constatée au cours de la décennie précédente, a eu un effet encore plus secondaire sur les TRI dégagés par les investisseurs financiers : sur cette période, ce sont bien des facteurs extrinsèques aux résultats des entreprises cibles (en particulier l'augmentation des multiples de valorisation) qui ont permis d'accroître le TRI des investisseurs financiers.

En résumé, les principaux facteurs ayant une influence sur le TRI réalisé par les fonds d'investissement sont les suivants : l'effet de levier financier, les multiples de valorisation et le délai de retour des sommes investies.

21 – **Influence de l'effet de levier financier.** L'effet de levier financier résulte du fait qu'une partie significative des ressources de la holding de reprise, à savoir la dette externe (principalement bancaire) est rémunérée sur la base d'un taux fixe, et qu'en conséquence toute l'augmentation de valeur du groupe cible qui dépasse cette rémunération se reporte mécaniquement sur les capitaux propres investis par l'actionnaire financier.

Grâce à la combinaison d'une mise de fonds limitée et d'une dette externe importante complétant le financement nécessaire à l'acquisition de l'entreprise cible, la plus-value réalisée par l'investisseur financier en sortie de LBO va être démultipliée, à la condition toutefois de générer suffisamment de flux de trésorerie pour rembourser la

dette selon l'échéancier convenu. Plus l'endettement externe est important (comparé à la mise de fonds de l'investisseur financier), plus l'effet de levier financier sera important. À l'inverse, cet effet de levier peut être dévastateur pour l'investissement si la valeur de la cible augmente insuffisamment pour couvrir le coût de la dette.

22 – **Influence des multiples de valorisation.** L'augmentation des multiples de valorisation jusqu'en 2007 a été le second phénomène ayant permis une augmentation significative des TRI réalisés par les fonds d'investissement. La méthode de valorisation privilégiée des entreprises par les fonds d'investissement est la méthode du « multiple de l'EBITDA » (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*, indice proche de la notion française d'excédent brut d'exploitation, même si ces deux notions diffèrent sur certains aspects) : au dernier EBITDA disponible du groupe cible est affecté un multiple de marché.

23 – De manière générale, les multiples d'EBITDA des entreprises, qui n'ont cessé d'augmenter jusqu'en 2007, ont fortement chuté depuis (ainsi, si la moyenne des multiples d'EBITDA appliqués par les capital-investisseurs entre 2005 et 2008 était de 9,9 x, ils ont reculé à 6,5 x à fin juin 2009, V. *Capital Finance* n° 921, 16 mars 2009). La variation des multiples de valorisation s'explique fondamentalement par celle des niveaux de dette que les banques et autres prêteurs externes acceptent sur les opérations qu'ils financent. En effet, pour schématiser, plus le montant financé par les banques sera important, plus le prix que pourra proposer un candidat acquéreur sera important. Ainsi, l'augmentation des multiples de dette et donc de valorisation entre l'acquisition et la cession d'une cible permettra à l'investisseur financier d'accroître « artificiellement » son TRI (c'est-à-dire hors toute variation de la performance opérationnelle du groupe cible) dans la mesure où le prix proposé par le candidat acquéreur sera plus élevé que celui qui aurait été proposé en l'absence d'augmentation des multiples de valorisation, quand bien même la performance opérationnelle du groupe cible serait constante, voire aurait reculé.

24 – **Influence du délai de retour des sommes investies.** Le TRI résultant d'un calcul actuariel, l'écoulement du temps entre un flux sortant et un flux entrant a une incidence majeure sur son calcul : plus les sommes investies par l'investisseur financier seront récupérées rapidement, plus le TRI sera important.

25 – Dès lors, en pratique, une méthode fréquemment utilisée par les fonds d'investissement pour « optimiser » leur TRI est la méthode dite de la *recap* : contrairement à ce que laisse augurer cette dénomination, il s'agit non pas d'une « recapitalisation » de la société holding de reprise par les investisseurs financiers, mais au contraire d'une « décapitalisation » réalisée par voie d'une nouvelle souscription de dette bancaire, en cours de LBO, immédiatement suivie d'un remboursement d'une partie des fonds apportés par les investisseurs financiers (généralement sous forme de remboursement d'obligations convertibles). Une opération de *recap* permet donc d'optimiser le TRI de l'investisseur financier grâce à un flux entrant intervenant de manière anticipée. Une telle opération permet également, pour la durée restante du LBO, d'accroître l'effet de levier financier grâce à la nouvelle tranche de dette, une fois que les prêteurs ont pu constater que le levier de dette initial était supportable par la cible.

26 – **En conclusion, il résulte des développements ci-dessus** que le TRI n'est pas, contrairement à l'excédent brut d'exploitation par exemple, une mesure de la performance opérationnelle de la société. C'est un indice mesurant uniquement la performance financière des investisseurs sur une période de temps donnée, laquelle performance dépend majoritairement de **critères extrinsèques à la performance opérationnelle de l'entreprise et hors du contrôle du dirigeant**. C'est ainsi, par exemple, que la simple augmentation des multiples de valorisation de marché peut entraîner une plus-value très signifi-

tive pour les investisseurs financiers, même en cas de baisse des résultats de l'entreprise.

27 – Un exemple chiffré permet de comprendre cet apparent paradoxe : un investisseur financier investit 100, via une holding de reprise, pour acquérir un groupe dont la valeur est de 250 (l'endettement est donc de 150). Le groupe cible réalise un EBITDA annuel de 42. Le multiple d'EBITDA retenu pour valoriser le groupe est donc de x6. Trois ans après, la dette a été remboursée à hauteur de 30 mais l'EBITDA a chuté de 20 % : il s'élève désormais à 34 par an. Un candidat se porte néanmoins acquéreur et valorise le groupe selon le multiple de marché applicable au jour de l'offre, lequel est par exemple de x8, soit 272. L'investisseur financier cède donc sa participation sur cette base, et réalise à cette occasion une plus-value de 52 : 272 – 120 (endettement net) – 100 (investissement d'origine). Le TRI généré par l'opération pour l'investisseur est de 15 % par an, alors même que l'EBITDA a chuté de manière significative (- 20 %) sur la période !

L'argumentaire développé par l'administration fiscale, consistant à faire du TRI un élément de mesure de la performance individuelle du dirigeant et donc de rattachement aux fonctions salariales, relève donc d'une incompréhension des mécanismes financiers mis en œuvre dans les opérations de LBO. Lorsqu'il conditionne la réalisation d'un gain par un investisseur, fût-il dirigeant, le TRI constitue en revanche un élément caractéristique de la prise de risque capitalistique de celui-ci. En effet, en dessous d'un TRI minimum (25 % dans l'espèce jugée par la cour administrative d'appel, seuil très élevé par rapport aux pratiques de marché), l'investissement initial du dirigeant, c'est-à-dire l'indemnité d'immobilisation de la promesse, est totalement perdu, alors même que la performance de l'opération pour l'investisseur financier est positive voire très bonne : potentiellement jusqu'à 25 % de rendement annuel capitalisé.

Ainsi, **la condition de TRI renforce-t-elle le risque de perte du dirigeant investisseur dans la mesure où il dépend de critères que ce dernier ne maîtrise absolument pas** : multiples de valorisation de marché, opérations de *recap* décidée par l'investisseur financier et les banques, calendrier de l'opération, etc.

3. Conclusion : une décision d'espèce ?

28 – Compte tenu des développements qui précèdent, le Conseil d'État devrait selon nous casser les arrêts de la cour administrative d'appel de Paris du 28 novembre 2012 et redonner aux gains réalisés par les dirigeants de la société Hubert Finance leur nature de plus-values. Néanmoins, même si cela ne devait pas être le cas, la solution qui sera finalement retenue par le Conseil d'État dans cette affaire ne sera certainement pas décisive pour régler la plupart des autres cas de redressement de *management packages*.

En effet, la plupart de ces *management packages* ont été structurés non pas sous la forme de promesses de vente, mais sous la forme d'une souscription de valeurs mobilières (actions avec bons de souscription d'actions ou actions de préférence, par exemple). Le fait qu'une promesse de vente ne soit pas une valeur mobilière a certainement in-

fluencé fortement la décision de la cour administrative d'appel de Paris et facilité son assimilation à des *stock-options*.

Par ailleurs, ces *management packages* ont généralement été valorisés, lors de leur souscription, par des tiers experts indépendants. En l'espèce, le fait que le contribuable n'ait apparemment pas apporté à la cour les éléments permettant d'apprécier la justesse du montant de l'indemnité d'immobilisation, eu égard à l'espérance de gain résultant des perspectives de croissance et des conditions minimum de TRI, a certainement influencé la décision de la cour.

En tout état de cause, la décision de la cour administrative d'appel de Paris tranche avec l'avis précité du Comité de l'abus de droit du 25 octobre 2012 (V. *supra* n° 17) dans une affaire où le Comité devait se prononcer sur la question de savoir si, en souscrivant des bons de souscription d'actions dont l'exercice était soumis à des conditions de performance, un dirigeant avait tenté de déguiser des gains de nature salariale en gains de cession de titres afin de bénéficier indûment du régime du PEA.

En l'espèce, le Comité a estimé que l'administration fiscale n'était pas fondée à mettre en œuvre la procédure de répression de l'abus de droit. Outre la solution retenue, cet avis retient l'attention par sa motivation claire et en ligne avec la jurisprudence traditionnelle en matière de requalification en revenus d'activités de gains liés à des instruments de capital : le Comité relève notamment (i) que le contrat de travail prévoyait déjà des compléments de rémunération selon les performances du dirigeant, (ii) que plusieurs causes, indépendantes de l'implication et des mérites du dirigeant, avaient en l'espèce favorisé la réalisation d'un gain élevé, (iii) qu'il ne ressortait pas des éléments du dossier que le gain trouvait son origine dans le contrat de travail ou dans l'octroi de conditions avantageuses liées aux fonctions de dirigeant et (iv) que l'administration fiscale ne mettait pas en évidence, par des éléments précis et concordants, le fait que le contribuable n'avait pris aucun risque : en l'espèce, les bons de souscription d'actions avaient été acquis pour un prix de 19 600 €, et revendus moins de deux ans après pour près de 9 M €, soit plus de 450 fois l'investissement initial. Le Comité relève également, probablement pour insister sur la qualité d'actionnaire et le critère de la prise de risque, que le dirigeant avait investi 680 000 € dans la souscription d'actions ordinaires.

Le Conseil d'État devrait donc apporter un éclairage à cette question très prochainement et mettre, nous l'espérons, un terme à une situation d'insécurité fiscale n'ayant que trop duré.

Jérémie JEAUSSERAND,
avocat associé, Scotto & Associés
Tristan AUDOUARD,
avocat associé, Scotto & Associés

MOTS-CLÉS : Traitements et salaires - Champ d'application - Gain issu d'un « management package » - Requalification du gain en salaire Management package - Régime fiscal - Requalification du gain en salaire

Plus-values sur valeurs mobilières et droits sociaux - Gain issu d'un « management package » - Requalification du gain en salaire

JURISCLASSEUR : Fiscal ID, Fasc. 401, Ch. Louit et M. Chastagnaret ; Fiscal ID, Fasc. 820-10, A. Maitrot de la Motte