

LA LETTRE

DES FUSIONS-ACQUISITIONS

ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 30 septembre 2013

AU SOMMAIRE

Dossier

Directive AIFM

- Les gérants de fonds d'investissement alternatifs p2
- La notion de «société holding» au sens de la directive AIFM p4
- Encadrement spécifique de AIFM sur les prises de participation et de contrôle par les fonds p5
- Les impacts fiscaux du «Passeport Gestion» p6
- Les nouvelles règles de rémunération au sein des fonds d'investissement alternatifs p7
- TVA : exonération de la gestion de certains FIA p8

Actualités

- Qualification fiscale des management packages : le comité de l'abus de droit fiscal donne le «la» p9
- Garantir des risques fiscaux : un marché en pleine croissance pour les assureurs p10
- Garantie de passif ou révision de prix : à chaque clause son traitement fiscal p12

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

Supplément du numéro 1238
du 30 septembre 2013

EDITORIAL

Enfin transposée ! Après la valse des propositions et la longue attente de son adoption, la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (la «directive AIFM») vient d'intégrer le paysage juridique français.

Si qualifier son introduction en France de bouleversement paraît excessif, les évolutions que la directive AIFM introduit n'en constituent pas moins d'importants changements, par exemple, en assujettissant désormais, les personnes assurant la gestion de véhicules d'investissement, à l'obligation d'agrément par l'AMF.

A cet égard, il nous a paru utile d'attirer l'attention sur les nouvelles obligations auxquelles les acteurs actuels et nouveaux de la gestion d'actifs sont désormais soumis. Ainsi, dès lors qu'un véhicule peut être qualifié de fonds d'investissements alternatifs («FIA»), qu'il s'agisse d'une société classique ou d'un organisme de placement collectif, son gérant doit s'interroger sur l'applicabilité de la Directive AIFM à son activité. En effet, la qualification d'un véhicule de FIA conditionne l'application ou non du nouveau régime. Nous revenons en conséquence dans ce numéro sur les notions de FIA et de holding.

Lorsqu'un gérant entre dans champ d'application de la directive AIFM, les transactions réalisées par les FIA dont il assure la gestion sont soumises à un régime déclaratif, voire d'autorisation préalable, à l'égard des sociétés non cotées dont le FIA prend le contrôle. Ce régime, qui n'est pas sans rappeler celui applicable aux OPA, est à ce titre particulièrement novateur.

La directive AIFM couvrant également l'activité et l'organisation interne des gérants, nous soulignons dans ce numéro les enjeux qu'elle suscite, tant du point de vue fiscal, qu'il s'agisse du traitement français de la TVA en matière de gestion d'actifs ou des impacts en matière de taxation à l'occasion de la conduite de ces activités à l'égard de FIA étrangers, qu'en matière de rémunération des équipes de gestion.

Au-delà de la directive AIFM, la question du traitement de la rémunération des gérants reste un problème aigu. Il nous a donc paru important d'évoquer les récents avis rendus par le Comité de l'abus de droit fiscal concernant la qualification fiscale des management packages.

Enfin, l'acquisition de sociétés étant généralement assortie de garanties de passif, nous nous intéressons dans ce numéro au traitement fiscal des versements réalisés en application de telles garanties ainsi qu'aux développements récents en matière d'assurance du risque fiscal permettant d'envisager d'autres techniques de protection des acquéreurs contre les risques fiscaux inhérents à la réalisation d'une opération en particulier. ■

Jérôme Sutour, avocat associé

Les gérants de fonds d'investissement alternatifs



Par **Jérôme Sutour**,
avocat associé,
responsable
services financiers.
jerome.sutour@cms-bfl.com

Par l'adoption de l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 (l'«Ordonnance») qui a transposé en France la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs («AIFM»), le cadre juridique de la gestion d'actifs en France a été profondément modifié.

La nouvelle typologie juridique des placements collectifs

Tout d'abord, il faut rappeler que le code monétaire et financier («CMF») distingue désormais, en matière de gestion collective, les placements collectifs qui incluent :

- les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières («OPCVM») conformes à la directive 2009/65/CE (la directive UCITS) ;
- les fonds relevant de l'AIFM (les fonds d'investissement alternatifs – «FIA») ;
- les placements collectifs autres que ceux visés ci-dessus.

Les FIA recouvrent tant les organismes de placements collectifs similaires aux OPCVM et anciennement reconnus par le CMF (tels que les FCPR, SCPI, SPPICAV, etc.) que les «Autres FIA», une catégorie qui regroupe tous les véhicules, quelle que soit leur nature juridique (sociétés, fonds, contrats, fiducie, etc.), qui (i) ne sont pas des OPCVM et (ii) qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent.

Ainsi, les «Autres FIA» peuvent inclure des véhicules ou solutions d'investissement qui n'étaient pas auparavant régis par le CMF.

Sont toutefois exclues de cette catégorie les sociétés holdings. Par société holding on entend une société détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés, dont l'objectif commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à de la création de valeur à long terme et qui est une société :

a) opérant pour son propre compte et dont les

actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union européenne ; b) n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou de ses sociétés associées, ainsi qu'il ressort de son rapport annuel ou d'autres documents officiels¹.

Les anciennes sociétés de gestion

Les gestionnaires de FIA sont les personnes dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs FIA, cette activité de gestion de FIA étant elle-même définie comme l'exercice au moins des fonctions de gestion de portefeuille et de gestion des risques pour un ou plusieurs FIA. Sur cette base, à la distinction classique entre sociétés de gestion conformes à UCITS et celles conformes à la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers («MIF»), l'Ordonnance substitue un nouveau régime fondé sur la capacité à gérer ou non des OPCVM, des FIA et/ou des mandats.

Ainsi, sont tenues d'obtenir un agrément pour gérer des FIA les sociétés de gestion de portefeuille («SGP») qui remplissent les critères suivants (les «Critères AIFM») :

- gérer des FIA dont les actifs, y compris les actifs acquis grâce à l'effet de levier, dépassent un seuil de 100 millions d'euros au total, si au moins un FIA géré recourt à l'effet de levier ou si, pour au moins un FIA géré, un droit au rachat peut être exercé pendant une période de cinq ans à compter de la date de l'investissement initial, ou
- gérer des FIA dont les actifs dépassent un seuil de 500 millions d'euros au total.

Ces SGP peuvent étendre leur agrément à la gestion d'OPCVM et bien sûr fournir des services de conseil en investissement mais également de réception/transmission d'ordres («RTO»), activité que les SGP qui ne gèrent que des OPCVM ou des OPCVM et des mandats ne peuvent pas fournir.

Les nouveaux acteurs

A côté de ces acteurs classiques qui sont et se savent réglementés, une nouvelle catégorie d'acteurs, les personnes qui gèrent d'Autres FIA, entre désormais dans le périmètre de la régle-

mentation. Ainsi, les personnes qui (i) gèrent des Autres FIA et (ii) (a) remplissent les Critères AIFM ou (b) gèrent un FIA dont un des porteurs n'est pas un investisseur non professionnel (au sens de MIF), sont également tenues d'obtenir un agrément es qualité.

En conséquence :

– les personnes en dessous des Critères AIFM et dont aucun des porteurs des FIA gérés n'est un investisseur non professionnel ne sont pas réglementées. Elles sont seulement tenues de s'enregistrer auprès de l'AMF et de remplir un certain nombre d'obligations de reporting ;

– les personnes en dessous des Critères AIFM mais dont un des FIA gérés compte un investisseur non professionnel sont tenues d'obtenir un agrément SGP et ledit FIA est tenu de désigner un dépositaire. Cet Autre FIA est toutefois soumis à des obligations plus légères que les FIA classiques ;

– les personnes remplissant les Critères AIFM sont tenues d'obtenir un agrément SGP et leurs FIA tenus de désigner un dépositaire. Ces Autres FIA sont soumis à des obligations équivalentes à celles des FIA classiques.

Ainsi, à moins de bénéficier de l'une des dérogations prévues par l'Ordonnance (notamment celle pour les FIA intragroupes), ces «nouveaux acteurs» (qui peuvent déjà conduire leur activité depuis des dizaines d'années) seront tenus d'obtenir un agrément de gestionnaire de FIA lequel, s'il est moins exigeant que celui des pures SGP, constitue sans hésitation un coût. A cet égard, il faut souligner que la nature des actifs, qu'il s'agisse de biens immobiliers, de tableaux, de quotas d'émissions de gaz ou d'autres actifs, importe peu.

Enfin et au-delà des acteurs français directement responsables de la gestion d'un FIA, leurs délégataires sont également concernés puisqu'ils sont eux-mêmes soumis, du seul fait de cette délégation, à certaines des obligations applicables aux gestionnaires de FIA, notamment, en matière de rémunération.

Le renforcement de l'encadrement du secteur

L'Ordonnance, en phase avec l'AIFM, introduit bien sûr de nouvelles obligations à la charge des SGP et, en particulier, celle de désigner un dépositaire pour les FIA dont elles assurent la gestion. Ainsi, les organismes de placements collectifs qui n'étaient pas précédemment

tenus de faire conserver leurs actifs par les dépositaires (par exemple, les SCPI) y sont désormais obligés. Toutefois, cette obligation de garde ne s'étend qu'aux instruments financiers pouvant faire l'objet d'une telle conservation, le dépositaire n'ayant pour obligation que de tenir le registre de ces actifs et de s'assurer qu'ils sont bien la propriété du FIA.

Enfin, en sus des obligations déclaratives et d'abstention en cas de prises de participation dans des sociétés non cotées², l'Ordonnance et le règlement général de l'AMF modifié rappellent les principes en matière de rémunération des gestionnaires de FIA lesquels, s'ils sont dans la droite ligne des évolutions récentes en la matière, vont obliger les acteurs existants (et leurs délégués) ainsi que les nouveaux acteurs à mettre en place des politiques de rémunération efficaces afin d'aligner les intérêts des investisseurs sur ceux du gestionnaire de FIA³.

Pour conclure, si l'Ordonnance est d'application immédiate, les SGP et les nouveaux acteurs entrant dans le champ de la nouvelle réglementation ont jusqu'au 22 juillet 2014 pour prendre les mesures en vue d'obtenir l'agrément de gestionnaire de FIA. ■

1. Article L. 532-9 du code monétaire et financier («CMF»).

2. Article L. 214-24-22 du CMF.

3. Voir en ce sens les Dispositions communes sur les politiques de rémunération au sein des sociétés de gestion – novembre 2010 – AFG/ASPIM/AFIC.

La notion de «société holding» au sens de la directive AIFM



Par **Christophe Blondeau**,
avocat associé, spécialisé
en droit des sociétés.

Il couvre l'ensemble des
questions relatives aux opérations
transactionnelles.
christophe.blondeau@cms-bfl.com

La directive AIFM vient d'être transposée en droit français par l'ordonnance 2013-676 du 25 juillet 2013. Elle vise un double objectif : d'une part, réguler les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs («FIA»); d'autre part, surveiller et limiter les risques systémiques. A cette fin, elle introduit l'obligation pour tout gestionnaire de FIA d'être agréé et de se conformer à une série de règles harmonisées. La directive AIFM définit les FIA comme étant des organismes de placement collectif qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt des investisseurs et qui ne sont pas soumis à la directive OPCVM IV. Sont assujettis, à la directive AIFM les gestionnaires qui gèrent, à travers un ou plusieurs fonds non couverts par la directive OPCVM, plus de 100 millions d'euros en cas de recours à l'effet de levier ou plus de 500 millions d'euros en l'absence de recours à l'effet de levier et de blocage des rachats pour une période de cinq ans suivant l'investissement initial.

Ainsi, les critères proposés par la directive AIFM pour définir un FIA restent larges, ce qui soulève des questions d'interprétation. En ce qui concerne les sociétés holdings, la directive (transposée en France à l'article L. 532-9 V 7° du code monétaire et financier) exclut de son champ d'application les sociétés «détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés dont l'objet commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme et qui est une société :

- a) opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union, ou
- b) n'étant pas créée dans le but principal de

produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou de ses sociétés associées, comme en témoignent son rapport annuel ou d'autres documents officiels».

L'AMF a publié en juillet 2013 un guide dans lequel elle a apporté, avant même la transposition de la directive, un certain nombre de réponses aux questions sur les modifications envisagées par la directive. L'annexe III de ce guide, notamment, comporte un tableau récapitulatif des différents véhicules constituant ou non un FIA. S'agissant des sociétés holdings, ce tableau rappelle que l'analyse doit se faire au cas par cas mais que «sont exclues du champ de la FIA les sociétés suivantes :

- les sociétés cotées sur un marché réglementé (exemple : Eurolist) répondant à la définition de la société holding de la directive ;
- les sociétés agissant pour leur propre compte ;
- les holdings de groupe industriel ou commercial, animatrices ou passives, dont les holdings de LBO ;
- les holdings patrimoniales qui rejoindraient ainsi l'exclusion des family offices».

Rappelons que, selon la directive, ne sont pas des FIA les véhicules d'investissement des family offices, si ces véhicules sont strictement dédiés à une famille et ne lèvent pas de capitaux en dehors du cercle de la famille.

De même pour les sociétés holdings cotées, seules sont expressément exclues celles cotées sur un marché réglementé. Les sociétés holdings cotées sur un système multilatéral de négociations ne peuvent donc pas, au sens strict de la directive, être considérées comme bénéficiant elles aussi de l'exclusion.

La question du sort des sociétés holdings non cotées reste quant à elle plus ouverte et nécessitera une analyse au cas par cas sur la base des principes de la directive. Une vigilance toute particulière sera de mise lors de la création de sociétés dans le cadre d'opérations qui ne relèveraient pas strictement des cas d'exclusion rappelés par le guide de l'AMF. ■

«Les critères proposés par la directive AIFM pour définir un FIA restent larges, ce qui soulève des questions d'interprétation.»

Encadrement spécifique de AIFM sur les prises de participation et de contrôle par les fonds

La directive AIFM¹, rendue effective en droit français par une ordonnance et un décret en date du 25 juillet 2013², vient créer de nouvelles obligations pour les fonds d'investissements alternatifs (FIA).

Jusqu'à l'entrée en vigueur de la directive AIFM, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) avaient l'obligation d'indiquer à l'AMF l'identité de leurs actionnaires directs et indirects ainsi que le montant de leur participation, conformément aux dispositions de l'article 312-5 du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, l'article 312-11 de ce règlement reprenait les dispositions du code monétaire et financier en disposant que toute opération permettant à une personne agissant seule ou de concert avec d'autres personnes afin d'acquérir, d'étendre, de diminuer ou de cesser de détenir, directement ou indirectement, une participation dans une société de gestion de portefeuille devait être notifiée par cette ou ces personnes à l'AMF avant sa réalisation.

Ces dispositions avaient vocation à s'appliquer aux changements d'actionariat de toutes les SGP, qu'elles relèvent du régime de la directive OPCVM n° 85/611/CEE, du régime de la directive MIF n° 2004/39/CE ou de la directive AIFM.

La directive AIFM oblige désormais les fonds à respecter certaines obligations déclaratives lors de l'acquisition d'une participation ou du contrôle d'une société non cotée. En effet, le FIA qui cède ou détient des droits de vote d'une société non cotée devra informer l'AMF de la part des droits de vote détenus dans tous les cas où cette part atteint, dépasse ou descend sous les seuils de 10 %, 20 %, 30 %, 50 % et 75 %³.

La notion de contrôle telle qu'énoncée dans la directive⁴ signifie «la détention de plus de 50 % des droits de vote de la société» étant précisé que pour le calcul des droits de vote détenus

par le FIA, il sera tenu compte des droits de vote que détiennent les entreprises contrôlées par le FIA ainsi que des droits de vote détenus par une personne physique ou morale agissant en son nom propre mais pour le compte du FIA ou pour le compte d'une entreprise contrôlée par le FIA. Par ailleurs, «le pourcentage des droits de vote est calculé en fonction de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, même si l'exercice de ceux-ci est suspendu». La prise de contrôle, individuelle ou conjointe, par un FIA d'une société non cotée devra être notifiée à l'AMF mais également à cette société et à ses actionnaires dans les 10 jours ouvrables⁵ de sa réalisation. La directive se rapproche ainsi

«La directive AIFM oblige désormais les fonds à respecter certaines obligations déclaratives lors de l'acquisition d'une participation ou du contrôle d'une société non cotée.»

du droit boursier en ce qu'elle exige du gestionnaire du FIA qu'il procède à une déclaration d'intention en ce qui concerne l'avenir des opérations de la société et les possibles répercussions sur l'emploi⁶. Notons toutefois que la directive prévoit que cette obligation de notification ne «s'applique pas lorsque les sociétés non cotées en question sont : des petites et moyennes entreprises au sens de l'article 2, paragraphe 1, de l'annexe à la recommandation 2003/361/CE de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises ; ou des entités à vocation particulière créées en vue de l'acquisition, de la détention ou de la gestion de fonds immobiliers». ■



Par **Christophe Lefaillet**, avocat associé, spécialisé en droit des sociétés et en fiscalité (droits d'enregistrement et ISF). Il couvre l'ensemble des questions relatives aux opérations transactionnelles. christophe.lefaillet@cms-bfl.com

1. Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 dite directive.
2. Ordonnance n°2013-676 et décret n° 2013-687.
3. Article L. 214-24-22 du code monétaire et financier et AIFM article 27.1 modifié par l'article 6 de l'ordonnance susmentionnée.
4. Article L. 214-24-21 du code monétaire et financier et AIFM article 26.5 modifié par l'article 6 de l'ordonnance susmentionnée.
5. Article D. 214-32-7-1 du code monétaire et financier et AIFM article 27.5 modifié par l'article 8 du décret susmentionné.
6. Article D. 214-32-7-8 du code monétaire et financier et AIFM article 28.4 modifié par l'article 8 du décret susmentionné.

Les impacts fiscaux du «Passeport Gestion»



Par **Laurent Hepp**, avocat associé, spécialisé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity. laurent.hepp@cms-bfl.com



et **Jean-Charles Benois**, avocat, spécialisé en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity. jean-charles.benois@cms-bfl.com

Bien que de nature principalement réglementaire, la directive AIFM soulève de nombreuses questions fiscales, dont certaines restent à ce jour sans réponse. Si tant la directive Alternative Investment Fund Managers (la «Directive») que les textes de transposition parus au Journal officiel du 25 juillet 2013 introduisent une réforme réglementaire à droit fiscal constant (sous réserve des modifications de coordination du Code général des impôts (CGI)), l'internationalisation croissante de l'industrie de la gestion d'actifs que va faciliter la délivrance de «Passeports Gestion» (et, dans une moindre mesure, de «Passeports Commercialisation») aux sociétés de gestion des fonds d'investissement alternatifs (les «FIA») pose, elle, de nombreuses questions fiscales.

Certaines ont d'ores et déjà été levées. C'est notamment le cas de celle relative à l'éventuel risque d'imposition en France des FIA étrangers gérés par des sociétés de gestion françaises. L'administration fiscale a en effet confirmé,

«Des interrogations paraissent toujours posées, voire renforcées par la Directive.»

dans un rescrit daté du 26 septembre 2012 délivré par la Direction de la Législation fiscale (la «DLF») à l'Association française des investisseurs pour la croissance (l'«AFIC»), que le droit interne français ne permettait pas de considérer un FIA de droit étranger géré depuis la France comme exploité en France, de sorte que les profits réalisés par ce dernier devraient rester hors du champ territorial de l'impôt sur les sociétés. Cette position s'applique tant pour des FIA européens que pour des FIA établis dans des Etats tiers, sous réserve qu'ils répondent aux critères posés respectivement par les articles 33 et 34 de la Directive. Les sociétés de gestion françaises ne devraient donc pas être traitées comme des établissements stables des FIA étrangers qu'elles gèrent. En outre, il est intéressant de noter que cette position a été prise au visa de l'article 209 du CGI, de sorte qu'il nous semble qu'elle permet également d'exclure le risque d'identification par l'Administration d'un cycle commercial complet en France réalisé par un FIA établi dans un Etat non conventionné¹.

D'autres interrogations paraissent toujours posées, voire renforcées par la Directive. C'est par exemple le cas du traitement fiscal en

France de l'association des équipes de gestion françaises à la plus-value de FIA étrangers (*carried interest*). Pour rappel, ce gain est éligible au traitement des plus-values lorsque certaines conditions, dites «Arthus», sont remplies². Or, ces conditions et l'interprétation qu'en fait l'administration ne paraissent pas toujours adaptées au mouvement d'internationalisation de la gestion d'actifs désormais promu par la Directive. Ainsi, si le texte admet la détention des parts de *carried interest* via des personnes interposées, l'administration considère que seules les entités translucides peuvent être considérées comme telles. Le sort fiscal des investissements dans les FIA réalisés par les équipes de gestion au travers de sociétés imposables à l'IS (ou à un impôt équivalent) reste donc à sécuriser. Or, ce type de structuration est

très fréquent à l'étranger, notamment dans le cas des *limited partnerships*.

Plus généralement, les dispositions de la Directive relatives aux rémunérations des équipes de gestion de FIA soulèvent de nombreuses difficultés. C'est notam-

ment le cas de l'obligation qu'au moins 50 % de la rémunération variable de ces équipes consiste dans des parts du FIA géré. Cette condition pose tout d'abord des difficultés techniques s'agissant des FIA fermés, comme l'a d'ailleurs récemment rappelé l'Autorité des marchés financiers³. Elle pose également des questions fiscales délicates, comme par exemple celle de savoir si l'attribution de ces parts de FIA pourrait constituer un fait générateur de l'impôt sur le revenu, alors même que ces parts seront le plus souvent, à la date de leur attribution, incessibles.

Il faut souhaiter que le Parlement se saisira de ces questions dès l'examen du Budget 2014 afin de préserver l'attractivité du site France pour les sociétés de gestion, car d'autres juridictions (par exemple le Luxembourg, ou le Royaume-Uni) ont déjà ouvert la compétition fiscale pour attirer les gestionnaires d'actifs. ■

1. Au demeurant, l'application de la théorie du cycle commercial complet à des fonds reste contestée, ces derniers poursuivant une activité civile.

2. Voir article 150-0 A, II., 8 du CGI. Ces conditions consistent notamment dans (i) la souscription ou l'acquisition des parts de *carried interest* par les équipes de gestion à leur valeur réelle, et pour une somme représentant au moins 1% du montant total des souscriptions dans le fonds (sauf exceptions fixées par décret) (le «Ratio de 1%»), (ii) la répartition de la plus-value au moins cinq ans après la souscription des Parts, et (iii) la perception d'une rémunération normale par les équipes de gestion.

3. Directive AIFM – Guide Rémunération, AMF, Août 2013, concernant la position AMF 2013-11, du 14 août 2013, relative aux Politiques de rémunération applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

Les nouvelles règles de rémunération au sein des fonds d'investissement alternatifs

Après les traders pour compte propre des banques, les preneurs de risques des gestionnaires d'actifs voient à leur tour leurs rémunérations encadrées afin de «limiter les prises de risques excessives». Entrée en vigueur le 22 juillet dernier, la directive Alternative Investment Fund Managers (AIFM) a ainsi pour objectif de réguler les activités des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (GFIA) et de réduire les risques liés à leurs méthodes de gestion.

A cet effet, le texte prévoit notamment certaines règles encadrant les rémunérations applicables aux personnels des gestionnaires (article 13 et annexe II). En complément de ce texte, l'Autorité européenne des marchés financiers a publié des orientations se rapportant aux politiques de rémunération au sein de fonds d'investissement alternatifs.

Un objectif de limitation des prises de risques par l'encadrement des rémunérations

L'article 13 de la directive AIFM fait ainsi référence à une «gestion saine et efficace des risques» au travers de politiques et de pratiques de rémunération pour les personnels des fonds d'investissement alternatifs. Sont plus précisément concernés les collaborateurs «dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur les profils de risque» du GFIA.

Considérant que la rémunération de ces acteurs est de nature à influencer négativement sur leur comportement en incitant à une prise de risque excessive, s'imposent désormais un équilibre entre les rémunérations fixe et variable, la mesure des performances ainsi que l'ajustement au risque de la rémunération variable. La politique de rémunération doit en particulier être alignée sur les intérêts à long terme du GFIA.

La conciliation des intérêts du gérant avec celui de son client investisseur

La rémunération fixe doit être équilibrée de façon à garantir une rémunération variable pleinement souple, c'est-à-dire la possibilité de ne payer aucune composante variable.

Un seuil de 50 % est applicable en matière de composition de la rémunération variable : dans le cas où la gestion du FIA présente au moins 50 % du portefeuille total du gestionnaire, au moins 50 % de sa rémunération variable doit consister en des

parts ou actions du FIA. De plus, le paiement d'une part d'au moins 40 % de la rémunération variable doit être différé en tenant compte du cycle de vie et de la politique de remboursement du FIA. Le report doit être ainsi d'au moins trois à cinq ans.

La rémunération variable ne doit cependant pas prendre la forme d'instruments ou de méthodes visant à contourner ces règles.

Gouvernance de la rémunération

Autre innovation importante : la création d'un comité de rémunération pour les GFIA importants, lequel doit être en mesure d'agir indépendamment des dirigeants. A cet effet, la majorité de ses membres dont le président ne peut exercer de fonction exécutive.

La fonction de surveillance du GFIA doit par ailleurs intégrer le respect de la politique de rémunération telle que définie et être responsable de son approbation. Elle doit garantir la compatibilité de la politique choisie avec la gestion saine et efficace du risque. Les fonctions de contrôle doivent également jouer un rôle dans l'élaboration, la surveillance et l'évaluation des politiques de rémunération. Son personnel doit être rémunéré en fonction de la réalisation de ses objectifs et non pas selon les résultats des secteurs qu'il contrôle. En outre et au minimum une fois par an, la politique de rémunération du GFIA doit faire l'objet d'une évaluation interne, centrale et indépendante.

Une application des règles à l'aune du principe de proportionnalité

Ces nouvelles règles d'encadrement ont été gouvernées par le principe de proportionnalité. Point d'uniformité donc des modalités retenues : selon la taille, l'organisation interne, la nature, la portée et la complexité de leurs activités, certains GFIA devront faire preuve de plus de rigueur que d'autres. Cependant, chaque exclusion de règles relatives à la rémunération doit pouvoir être justifiée par le GFIA auprès des autorités compétentes.

Une question enfin qui n'est pas abordée par les textes, celle de la parfois délicate articulation de ces règles avec les principes régissant la rémunération contractuelle des salariés en droit français. La mise en œuvre de dispositions analogues pour les traders a en effet révélé les complexités d'une telle combinaison, s'agissant notamment des incidences des départs sur les droits différés... ■



Par **Pierre Bonneau**, avocat associé, spécialiste en droit social. Il est notamment le conseil de plusieurs établissements bancaires et financiers et intervient régulièrement sur des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises. pierre.bonneau@cms-bfl.com

TVA : exonération de la gestion de certains FIA



Par **Elisabeth Ashworth**, avocat associé, responsable des questions de TVA au sein du département de doctrine fiscale de CMS Bureau Francis Lefebvre. elisabeth.ashworth@cms-bfl.com



et **Corinne Reinbold**, avocat, spécialisé en TVA. corinne.reinbold@cms-bfl.com

Parmi les dispositions de coordination de l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 transposant la directive 2011/61 UE du 8 juin 2011, figure un aménagement du dispositif d'exonération de TVA de la gestion des organismes de placement collectif prévu par l'article 261-C-1°-f du Code général des impôts. Outre la gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des fonds communs de créances, est désormais exonérée la gestion «des placements collectifs relevant des paragraphes 1, 2 et 6 de la sous-section 2, du paragraphe 2 ou du sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de la sous-section 3, ou de la sous-section 4 de la section 2 du chapitre IV du titre 1^{er} du livre II du code monétaire et financier».

En langage intelligible, l'exonération de TVA est étendue à la gestion des FIA suivants : fonds d'investissements à vocation générale, FCPR, FCPI, FIP, fonds de fonds alternatifs, fonds professionnels à vocation générale, fonds professionnels spécialisés et fonds professionnels de capital investissement ainsi que FCPE et SICAVAS.

Sont en revanche exclus du périmètre de l'exonération les fonds immobiliers par nature (OPCI, SCPI, Sociétés d'épargne forestière) et les SICAF.

Parmi les organismes de titrisation, seuls les FCT bénéficient, comme auparavant, de l'exonération.

La directive TVA 2006/112 n'a pas été aménagée lors de l'adoption de la directive AIFM. Est exonérée, selon l'article 135 paragraphe 1 sous g de la Directive, dont sont issues les dispositions nationales, «la gestion des fonds commun de placement tels qu'ils sont définis par les Etats membres».

Suivant l'éclairage donné par la Cour de justice de l'Union européenne, le pouvoir de définition conféré aux Etats membres ne leur permet pas de sélectionner parmi les fonds ceux qui bénéficient ou non de l'exonération, mais seulement de définir dans leur droit interne les fonds qui correspondent à la notion de «fonds communs de placement» visés par la directive. L'exoné-

ration ne doit en revanche pas être limitée aux OPCVM régis par la directive 2009/65. Le principe de neutralité impose en effet qu'elle s'applique quelle que soit la forme juridique des fonds communs de placement (CJUE, aff. C-169/04, arrêt du 4 mai 2006, Abbey national) sous réserve toutefois que les fonds en cause soient à ce point similaires aux fonds régis par la directive OPCVM qu'ils se trouvent avec eux dans un rapport de concurrence (CJUE, aff. C/363/05, arrêt du 28 juin 2007, JP Morgan Fleming Claverhouse Investment Trust plc et aff. C/424/11, arrêt du 7 mars 2013, Wheels common investment fund Trustees Ltd).

Ainsi, si elle se réfère aux directives OPCVM, la Cour de justice de l'Union européenne n'en admet pas moins que l'exonération s'applique aussi aux fonds qui présentent les mêmes caractéristiques appréciés au regard de l'objectif de cette disposition qui, selon la Cour, facilite aux investisseurs le placement dans des titres au moyen d'organismes de placement, en excluant

les coûts de la TVA et assure la neutralité du système commun de TVA quant au choix entre le placement direct en titres et celui qui intervient par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif. Les dispositions de la directive TVA relatives aux opérations financières n'ayant pas été

modernisées depuis leur adoption il y a près de quarante ans, c'est à cette jurisprudence qu'il convient donc de se référer pour apprécier la portée de l'exonération relative à la gestion de fonds et, en l'occurrence, le sort des fonds alternatifs.

Dans ce contexte, l'ajout par le législateur de certains FIA à la liste des fonds dont la gestion est exonérée offre aux opérateurs une sécurité juridique.

Demeure toutefois le risque, à défaut pour les Etats membres de l'Union européenne d'avoir établi ensemble la liste des fonds alternatifs couverts par l'exonération de TVA, de voir appliquer ce régime différemment dans les différents Etats de l'Union. ■

«L'ajout par le législateur de certains FIA à la liste des fonds dont la gestion est exonérée offre aux opérateurs une sécurité juridique.»

Qualification fiscale des management packages : le comité de l'abus de droit fiscal donne le «la»

La qualification des management packages de LBO est au cœur de l'actualité fiscale : après une récente décision très controversée de la cour administrative d'appel de Paris¹ ayant jugé que le gain réalisé par un dirigeant investisseur à la suite de l'exercice d'une promesse de vente d'actions présentait la nature d'un salaire et devait être imposé comme tel, c'est au tour du comité de l'abus de droit fiscal, organe consultatif présidé par un magistrat au Conseil d'Etat, de se pencher sur le sujet.

Dans les affaires soumises à l'avis du comité, des cadres salariés de la société actionnaire et de la société opérationnelle d'un groupe sous LBO avaient été invités à souscrire respectivement des actions de préférence et des actions à bons de souscription d'actions dites «ABSA ratchet», émises par des holdings dédiées à l'opération de LBO. Ces schémas de co-investissement étaient classiquement assortis d'un effet de levier subordonné, permettant aux investisseurs de réaliser une plus-value importante au-delà d'un certain seuil de performance de l'opération, en contrepartie de la perte intégrale de leur investissement si ce seuil n'était pas atteint.

Quatre ans plus tard, l'opération de LBO ayant été débloquée avec succès, les cadres investisseurs ont réalisé d'importantes plus-values, exonérées d'impôt dans le cadre de leur PEA. L'administration fiscale a toutefois considéré que ces contribuables avaient transféré sur leur PEA une rémunération déguisée en plus-value, entraînant la remise en cause de cette exonération fiscale sur le terrain de l'abus de droit.

Par une série d'avis rendus les 23 mai et 13 juin derniers², le comité a décidé de ne pas suivre la position de l'administration fiscale. Constatant que les contribuables avaient acquis leurs titres «*au moyen de leurs propres deniers*» et que cet investissement effectif représentait «*une part significative des revenus qu'ils avaient perçus l'année précédant cette acquisition*», le comité en a déduit que ces contribuables avaient pris un véritable «*risque encouru en tant qu'investisseurs et n'agissaient pas en tant que salariés*».

Cette solution fait écho aux principes jurispren-

tiels établis par le Conseil d'Etat, et généralement appliqués par les juges du fond, selon lesquels les gains résultant de cessions de titres relèvent, sauf exception, du régime d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières, quand bien même l'actionnaire exercerait par ailleurs des fonctions dans la société.

La requalification d'une plus-value réalisée par un salarié, fût-il dirigeant, doit ainsi rester exceptionnelle : comme le souligne le comité, l'Administration doit établir la preuve que le cédant aurait été assuré, en droit ou en fait, de n'encourir «*aucun risque*» sur son investissement initial. Tel ne saurait être le cas lorsque le contribuable ne bénéficie d'aucune assurance de récupérer les sommes investies et que ces sommes sont considérées comme significatives au vu de ses revenus. A cet égard, en prenant le soin d'apprécier l'importance de ce risque à la date de la réalisation effective de l'investissement, le comité prend le juste contre-pied de l'arrêt dissonant précité de la cour administrative d'appel de Paris qui avait fondé sa requalification sur le caractère «*modique*» du prix de l'option d'achat apprécié a posteriori au regard du gain de cession réalisé cinq ans plus tard.

Certes, l'Administration a indiqué ne pas se ranger à ces avis, laissant ainsi penser qu'elle entend poursuivre ses actions de requalification dans des situations comparables.

Il reste néanmoins que ces avis circonstanciés du comité, qui s'inscrivent dans la continuité d'un précédent avis³ rendu en octobre 2012 relatif

à des BSA souscrits en PEA dans le cadre d'une opération de LBO, présentent l'intérêt de proposer une grille d'analyse claire de la qualification du gain en capital réalisé par un investisseur salarié, en harmonie avec la jurisprudence dominante. Espérons donc qu'ils préfigurent l'analyse que pourrait adopter le Conseil d'Etat lorsqu'il sera appelé à trancher cette question. ■

Par **Laurent Hepp**, avocat associé, spécialisé en fiscalité.
laurent.hepp@cms-bfl.com



et **Philippe Gosset**, avocat spécialisé en fiscalité. Il intervient en matière de fiscalité des entreprises et de groupes de sociétés, notamment dans le cadre d'opérations d'acquisition et de restructuration. Il est chargé d'enseignement dans le master 2 finance d'entreprise de l'Université Paris Dauphine.
philippe.gosset@cms-bfl.com

«Les avis circonstanciés du comité présentent l'intérêt de proposer une grille d'analyse claire de la qualification du gain en capital réalisé par un investisseur salarié, en harmonie avec la jurisprudence dominante.»

1. Voir *Qualification fiscale des management packages : fausse note dans la jurisprudence*, par Laurent Hepp et Jean-Charles Benois, dans la Lettre des Fusions-Acquisitions et du Private Equity du 2 avril 2013.

2. CADF/AC n°3/2013 ; CADF/AC n°5/2013.

3. CADF/AC n° 4/2012, affaire n° 2012-38.

Garantir des risques fiscaux : un marché en pleine croissance pour les assureurs



Par **Thierry Granier**, avocat associé, spécialisé en fiscalité internationale. Il intervient en matière de private equity dans les opérations de financement et d'acquisition dans un contexte international. Il assiste plusieurs fonds d'investissement et établissements financiers dans leurs opérations à dimension internationale.
thierry.granier@cms-bfl.com



et **Chloé Delion**, avocat, spécialisée en fiscalité internationale. Elle intervient en matière de private equity dans les opérations d'acquisition et de restructurations dans un contexte international. Elle intervient également en fiscalité des entreprises pour une clientèle de groupes internationaux.
chloe.delion@cms-bfl.com

En des temps encore proches, conclure avec une compagnie d'assurance un contrat ayant pour objet de garantir la survenance d'un risque fiscal aurait pu prêter à sourire, voire paraître saugrenu. De nos jours toutefois, le crédit apporté à ce nouveau produit d'assurance est tel que peu de contrats de cession de titres de sociétés ne se signent outre-Manche sans que ne soit intervenu à l'acte un assureur. Ce dernier y joue ainsi le rôle de substitut aux traditionnelles clauses de garanties de passif qui étaient jusque-là prévues dans les contrats de cession. Cette tendance qui est quasiment devenue la règle dans les opérations de cessions menées par nos voisins britanniques, et qui s'est par ailleurs étendue à diverses situations internes aux groupes, va vraisemblablement s'imposer aux opérations qui seront réalisées dans les mois à venir en France.

L'assurance des risques fiscaux : un nouvel outil de gestion pour les directions financières...

De manière générale, les entreprises peuvent avoir recours aux services d'un assureur en vue de se garantir sur les risques fiscaux inhérents à la réalisation de certaines opérations autres que des opérations transactionnelles. A titre d'exemple, lors de la mise en place ou, surtout, lors du débouclage d'une opération purement interne à un groupe, certaines incertitudes peuvent exister sur le traitement fiscal de cette opération et sur l'interprétation que pourrait en faire l'administration dans le cadre d'un contrôle fiscal.

Plutôt que de conserver cette situation inconfortable et dans une perspective de trouver une alternative à une demande officielle de rescrit auprès de l'administration fiscale, une direction financière peut alors décider de surmonter cet obstacle en se rapprochant d'un assureur pour qu'il couvre la société contre la survenance de ce risque fiscal. La mission de l'assureur sera alors d'auditer l'opération envisagée, d'évaluer la probabilité de survenance du risque, d'apprécier la force des arguments qui pourraient être soutenus soit face à l'administration soit face à un juge, puis enfin d'estimer le risque de rehaus-

sement en termes de risque d'occurrence et de quantum. Bien entendu, la police d'assurance ne pourra par principe jamais couvrir les risques correspondant aux amendes ou aux sanctions pénales.

Le montant de la prime sera fonction des sommes garanties par la police d'assurance et de la période au titre de laquelle la garantie pourra être mise en jeu (cette période correspondant en principe à la période non encore prescrite). De même, à l'image des polices d'assurance traditionnelles, le contrat prévoira normalement une franchise, un plafond, les modalités de mise en jeu de la garantie, ainsi que des motifs d'exclusion si, notamment, certains éléments n'ont pas été volontairement révélés à l'assureur lors de la souscription. Par ailleurs, des frais supplémentaires liés à une prestation de courtage sont également à prévoir.

Si l'intérêt de se prémunir contre les risques fiscaux liés à la réalisation d'une opération en particulier peut aisément être perçu, il pourrait néanmoins être objecté que la souscription de cette police d'assurance met d'autant plus en relief la zone de risque en cause lors d'une prochaine vérification de comptabilité. Sans doute, certaines directions financières plus conservatrices préféreront-elles alors ne pas courir ce risque en termes de réputation et choisiront dans ce cas de ne pas s'assurer sur ce type de risques.

... et une alternative aux traditionnelles clauses de garanties de passif

Dans un contexte économique tendu où les transactions se font plus rares et les exigences des parties aux négociations plus élevées, le recours à une assurance couvrant les risques fiscaux de la cible offre la possibilité à l'acquéreur et au vendeur de réunir leurs intérêts naturellement divergents : le vendeur y trouve une opportunité de minimiser les risques résiduels postérieurs à l'acquisition tandis que l'acquéreur se prémunit contre les risques – notamment de recouvrement – inhérents à la mise en œuvre des garanties fiscales prévues au contrat.

Dans sa forme traditionnelle, l'assurance

intervient au bénéfice du vendeur qui se voit indemnisé lorsque la garantie fiscale prévue au contrat est mise en œuvre par l'acquéreur. Cette pratique a toutefois évolué en ce que l'acquéreur lui-même est de plus en plus fréquemment amené à souscrire une police d'assurance couvrant les risques fiscaux de la cible. L'intérêt de l'opération consiste alors non seulement à se prémunir contre le risque de recouvrement de l'indemnité auprès du vendeur mais également, le cas échéant, à étendre la garantie fiscale prévue au contrat de cession en couvrant les risques liés à l'application des divers mécanismes de limitation de cette garantie (seuils de déclenchement, franchise, plafonnement, etc.). Pour l'acquéreur, l'assurance des risques fiscaux peut également être un outil particulièrement

efficace dans le cadre des transactions dites de «locked box» où le prix de cession est fixé de manière définitive au jour de la signature du contrat d'acquisition sans pouvoir faire l'objet d'ajustements postérieurs. Dans ces opérations, l'acquéreur est en effet dépourvu de voies de recours contre le vendeur en cas de survenance d'un passif fiscal relatif à la période préalable à l'acquisition.

Dans d'autres situations, le recours à une assurance peut se limiter à la couverture des risques fiscaux liés à la période écoulée entre la date de signature du contrat d'acquisition et la date de transfert effectif de propriété. Il est en effet souvent ardu d'obtenir des déclarations et garanties satisfaisantes de la part du vendeur au titre de cette période.

Malgré ses attraits évidents, ce nouveau produit d'assurance peine encore à se développer dans la pratique transactionnelle française où l'on observe des réticences face à l'intervention d'un assureur dans le cadre d'un processus déjà complexe d'acquisition. Certains praticiens y voient ainsi une source de ralentissement des négociations et du calendrier de la transaction.

Par ailleurs, à l'image des craintes liées à la couverture de risques fiscaux hors opérations transactionnelles, d'autres s'inquiètent encore de l'impact négatif de cet outil sur la perception des vérificateurs en cas de contrôle fiscal et, plus généralement, sur l'image et la réputation de la société qui aura eu recours aux services d'un assureur pour couvrir ses risques fiscaux dans un contexte actuel de défiance face aux pratiques fiscales agressives.

Quelle que soit l'option choisie, la réalisation des travaux d'audit fiscal demeure en tout état de cause indispensable dans le cadre des processus d'acquisition, le recours à une assurance ne permettant pas de s'en exonérer. L'assureur lui-même procédera à une analyse détaillée des risques fiscaux dont dépendront évidemment

les conditions financières de son intervention.

Si les assureurs anglais ont rapidement saisi l'intérêt de proposer ce produit d'assurance sur un marché toujours plus exigeant, il semble que la France soit quant à elle légèrement en retard.

Entre l'offre des assureurs français qui n'est pas encore véritablement structurée et une demande des entreprises qui reste fort timorée de crainte de s'attirer les mauvaises grâces de l'administration fiscale dans le cadre d'une vérification de comptabilité, ce produit ne pourra

vraiment prendre son essor que par l'action combinée d'un changement de mentalité et, certainement, d'une véritable reprise du marché transactionnel. ■

«Malgré ses attraits évidents, ce nouveau produit d'assurance peine encore à se développer dans la pratique transactionnelle française où l'on observe des réticences face à l'intervention d'un assureur dans le cadre d'un processus déjà complexe d'acquisition.»

Garantie de passif ou révision de prix : à chaque clause son traitement fiscal



Par **Stéphane Bouvier**, avocat.
Spécialisé en fiscalité,
il conseille divers fonds pour
la structuration de leurs
acquisitions en France
et à l'étranger.
stephane.bouvier@cms-bfl.com

Le Conseil d'Etat vient de réaffirmer pour la première fois depuis 1981 que les sommes perçues par l'acquéreur d'un actif en application d'une clause de garantie de passif constituent un produit imposable et non une minoration du prix de revient de cet actif (CE 26 juin 2013, 8e et 3e s.-s., n° 350451, M.A.). Si du point de vue de l'acquéreur, cette solution peut sembler économiquement discutable, elle doit être appréhendée à la lumière des différentes options qui s'offrent aux parties lors de la négociation des garanties conventionnelles. En effet, tandis que les sommes versées à l'acquéreur en exécution d'une garantie de passif sont assimilées à des indemnités et constituent à ce titre des produits imposables (et des charges déductibles pour le cédant), celles payées en exécution d'une clause de révision de prix se traduisent bien par une minoration du prix de revient de l'actif (et une diminution du résultat de cession pour le cédant). Le régime fiscal des sommes perçues par

l'acquéreur dépend ainsi de la nature et de l'étendue des garanties qui lui ont été accordées par le cédant, étant précisé que le juge de l'impôt se sent rarement lié par la qualification retenue par les parties. A titre d'exemple, l'octroi d'une garantie d'un montant supérieur à celui pour lequel l'actif est cédé ne pourrait justifier l'application du régime fiscal applicable à une clause de révision de prix, et ce quand bien même elle en porterait le nom. Pour ces raisons, une attention toute particulière doit être apportée à la rédaction des clauses de garanties conventionnelles.

Enfin, notons que si l'imposition des indemnités perçues en exécution d'une garantie de passif ôte à la clause une partie substantielle de son effet utile pour l'acquéreur (remettre les choses dans l'état qui aurait été le leur si les actifs et passifs avaient été correctement évalués lors de l'acquisition), il reste toujours possible de préciser que le montant de l'indemnité s'entend net de taxes. ■

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

1-3 villa Emile Bergerat
92522 Neuilly sur Seine Cedex
Tél. 01 47 38 55 00

Retrouvez toutes les informations relatives à notre activité en Private Equity :



Si vous souhaitez contacter les auteurs de cette lettre, vous pouvez vous adresser à la rédaction qui transmettra aux personnes concernées. Vous pouvez également vous adresser à :

M^e Elisabeth Ashworth, elisabeth.ashworth@cms-bfl.com
M^e Christophe Blondeau, christophe.blondeau@cms-bfl.com
M^e Pierre Bonneau, pierre.bonneau@cms-bfl.com
M^e Thierry Granier, thierry.granier@cms-bfl.com
M^e Laurent Hepp, laurent.hepp@cms-bfl.com
M^e Christophe Lefaillet, christophe.lefaillet@cms-bfl.com
M^e Jérôme Sutour, jerome.sutour@cms-bfl.com



Supplément du numéro 1238 du 30 septembre 2013

Option Finance - 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. 01 53 63 55 55

SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327

Directeur de la publication : Jean-Guillaume d'Ornano

Service abonnements : 123, rue Jules Guesde - CS 70029 - 92309 Levallois Perret Cedex Tél. 01 44 84 80 45

Impression : Megatop - Naintre - N° commission paritaire : 0416 T 83896