

12 La transmission du *carried interest*



Fabrice LUZU,
notaire associé, DIX SEPT 68 notaires à Paris et à Lyon,
chargé d'enseignement aux universités Paris II
Panthéon-Assas et Dauphine PSL

1. - LE CARRIED INTEREST DES FONDS « ANGLO-SAXONS », LA TRANSMISSION D'UN DROIT PERSONNEL

- A. - La nature juridique du droit au *carried interest*
- B. - La transmission d'une créance
- C. - Fiscalité de la transmission

2. - LE CARRIED INTEREST À LA FRANÇAISE, LA TRANSMISSION D'UN DROIT RÉEL

- A. - Les conditions fiscales du régime « *Arthuïs* » et la transmission
- B. - Les clauses du pacte et la transmission
- C. - Les stratégies patrimoniales de transmission

Dans la présente étude consacrée à la transmission du *carried interest*, la distinction est faite entre le *carried interest* de fonds anglo-saxons où la transmission est analysée comme une transmission de droits personnels et le *carried interest* à la française, pour lequel la transmission est analysée comme la transmission d'un droit réel.

1 - L'inventivité des techniques et supports financiers des dernières décennies rend parfois l'exercice d'analyse et de classification pour le juriste complexe et incertain.

2 - Les nouveaux instruments qui forment le « *management package* » financier du dirigeant d'entreprise ou de fonds d'investissement sont de nature hybride. En complément de la rémunération versée, certains reposent aussi sur une promesse ou un droit à la valeur créée par l'entreprise, qui peut être actionné au bout d'un délai (*vesting*¹ si certaines conditions sont réunies. Il en est ainsi des stock-options ou des actions gratuites attribuées dans les grands groupes. Il en est ainsi des parts de BSPCE attribuées dans les *start* ou *scale-up*. Il en est encore ainsi du *carried interest* attribué dans les fonds de *private equity*.

3 - Le *carried interest* est un intéressement à la performance, octroyé à l'équipe qui gère un fonds, lui permettant de percevoir une quote-part des profits générés². Ce droit est, d'une part, consenti en contrepartie d'un investissement financier des membres de l'équipe (généralement 1 % de la taille du fonds) et, d'autre part, subordonné à la réalisation de certaines conditions. La vocation de l'équipe ne peut s'exprimer qu'une fois que les apports effectués par les investisseurs ont été remboursés, que la société de gestion a perçu sa rémunération (les commissions de gestion sont en général de 2 %) et qu'un taux de rendement annuel cible a été atteint, le *hurdle*³. Le surplus, qui forme donc la performance du fonds, est généralement réparti dans la

proportion de 80 % pour les investisseurs et de 20 % pour l'équipe du fonds. Ce sont ces 20 % qui constituent le *carried interest*.

4 - Comme souvent, le législateur fiscal s'est montré plus prompt à approcher, définir et encadrer ces nouveaux instruments⁴. Pour faire simple, ce qui est vertueux (c'est-à-dire l'éloge du temps long, l'investissement à la croissance de l'entreprise, le risque partagé et supporté en capital...) est fiscalisé en plus-value au prélèvement forfaitaire unique⁵ majoré le cas échéant de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus.

En revanche, ce qui s'apparente à une rémunération complémentaire et ne respecte pas certaines conditions est fiscalisé au barème de l'impôt sur le revenu majoré d'une contribution sociale spécifique de 30 % à la charge du bénéficiaire et de la CEHR⁶.

5 - Au plan juridique, s'agissant du *carried interest*, la frontière entre droit personnel et droit réel est parfois ténue. En effet, c'est bien en sa qualité de membre de l'équipe du fonds ou de personne qualifiée que la vocation au *carried interest* est attribuée à son détenteur.

6 - En droit anglo-saxon, les différents titulaires vont se partager des droits concurrents sur la fraction de la valeur créée et dédiée au *carried*. Ces droits reposent sur un contrat, naturellement source d'obligations réciproques, qui lie le fonds, la société de gestion et l'équipe. Il s'agit alors d'un droit personnel attaché à chaque membre de l'équipe.

1. La période dite de « *vesting* » correspond à la durée pendant laquelle le titulaire des droits doit rester dans l'entreprise pour pouvoir les exercer. Cette période permet à la fois d'écarter des opérations trop spéculatives et de court terme et de fidéliser dans le temps les équipes au projet.

2. On pourra se référer à la définition plus complète et à la présentation du mécanisme comprise dans l'étude précédente : S. Gomis, E. Bimbeau et P.-E. Floc'h, *Les aspects fiscaux du carried interest : un enjeu capital en matière de structuration de fonds* : Actes prat. strat. patrimoniale 2021, n° 2, dossier 11.

3. Le *hurdle* est le taux de rendement attendu qui doit être servi aux investisseurs. Celui-ci est en général de 7 % par an.

4. V. S. Vansteenkiste et R. Béra, *L'imposition du carried interest : évolution et questions en suspens* : Dr. fisc. 2010, 294. – Et supra S. Gomis, E. Bimbeau et P.-E. Floc'h, *Les aspects fiscaux du carried interest : un enjeu capital en matière de structuration de fonds* : Actes prat. strat. patrimoniale 2021, n° 2, dossier 11.

5. Voir, pour les parts souscrites avant le 1^{er} janvier 2018, au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement pour durée de détention.

6. Si le bénéficiaire n'est pas membre de l'équipe de gestion du fonds, le gain peut même être taxé dans la catégorie des bénéfices non commerciaux.

7 - Pour autant, en droit français, le titulaire de parts de *carried* est un authentique investisseur qui affecte une fraction de son patrimoine à la souscription de droits sociaux. C'est une logique de prise de risques financiers partagés entre le fonds, la société de gestion et l'équipe qui préside. Les intérêts et risques de chacun sont parfaitement alignés. Le titulaire du *carried* détient des actions de préférence. Son droit lui est certes consenti en fonction de sa qualité ou de sa compétence, mais il détient bien un droit réel d'actionnaire.

8 - La *summa divisio*, droit personnel / droit réel, autrement dit ici droit anglo-saxon / droit français, entraînera naturellement une approche juridique différente de la question de sa transmission par son détenteur. Dans le premier cas, le droit reposera principalement sur les prévisions du pacte d'actionnaires, tandis qu'en droit français, il conviendra de traiter de la transmission d'actions de préférence.

1. Le *carried interest* des fonds « anglo-saxons », la transmission d'un droit personnel

A. - La nature juridique du droit au *carried interest*

9 - Un *limited partnership*. – Dans les pays anglo-saxons, les fonds de *private equity* prennent généralement la forme de *limited partnerships*, qui ne sont pas dotés de la personnalité morale et définissent librement à la fois leur politique d'investissement mais aussi leurs modes de fonctionnement⁷.

Les équipes bénéficiaires de *carried interest* peuvent être amenées à intervenir sur plusieurs fonds. Dans une optique de partage homogène de valeur, elles sont parfois intégrées dans des véhicules mutualisés : les *CarryCo*.

10 - Une équipe. – Les droits au *carried interest* de l'équipe reposent donc exclusivement sur le contrat qui aura été établi entre cette dernière, le fonds de *private equity* et la société de gestion. Ces droits sont consignés dans le règlement du fonds ou dans un pacte d'actionnaires qui est conclu entre les différentes parties.

Ces droits sont octroyés à un membre de l'équipe parce qu'il est amené à participer directement et personnellement à la réussite :

- de plusieurs fonds ;
- voire d'un fonds seulement ;
- voire d'une opération isolée.

Un *carried interest* peut en effet être attribué à un expert ou une personnalité extérieure qui ne sera pas opérationnel dans la conduite de la politique du fonds, mais qui a pu avoir un rôle déterminant ou facilitateur dans le projet. Cette personnalité « extérieure » n'est donc pas salariée de la société de gestion ou du fonds.

Ces droits sont conférés à l'équipe en place au moment de la création du fonds. Mais pour ne pas se priver de recrutements de talents pendant la durée de vie du fonds, des parts de *carried* peuvent parfois être réservées pour de futurs entrants.

11 - Un dispositif contractuel. – L'intégralité du dispositif est d'ordre conventionnel. Les droits patrimoniaux au *carried interest* sont alors établis dans la documentation constitutive du fonds (règlement du fonds ou pacte d'actionnaires). On y trouvera notamment :

- la durée de *vesting* ;

- les clauses de *good et bad leavers*⁸ ;
- les éventuelles interdictions de disposer ;
- les droits politiques et financiers attachés aux différentes catégories d'acteurs ;
- l'ordre de distribution et de liquidation de ces droits ;
- les clauses de réserve (*escrow*)⁹ ;
- le *catch up*¹⁰ ;
- les conditions spécifiques au *carried* (taux d'intéressement, *hurdle rate*)¹¹.

B. - La transmission d'une créance

12 - Juridiquement, la transmission du *carried interest* proposé par les fonds anglo-saxons sera donc assimilée à une transmission de créance, celle née du pacte d'actionnaires ou du règlement du fonds à l'égard de chaque membre de l'équipe de gestion. La faisabilité de cette transmission, subie en cas de décès ou organisée en cas de transmission, reposera alors sur l'analyse des clauses du pacte.

13 - Comme toute créance, celle-ci pourrait en théorie être démembrée, pour n'en transmettre que la nue-propriété, le titulaire du *carried interest* s'en conservant alors l'usufruit.

14 - De manière formelle, cette transmission de créance devra, comme toute autre cession, être signifiée (*C. civ.*, art. 1690). Cette démarche risque d'être compliquée lorsque le fonds n'est pas doté de la personne morale. Il conviendra dans cette hypothèse de s'adresser au *general partner* du fonds qui porte la responsabilité du fonds et en assure la gestion, ou le faire intervenir dans l'acte authentique de donation.

C. - Fiscalité de la transmission

15 - Fiscalement, il conviendra d'être très attentif au traitement qui sera réservé à la transmission du *carried interest*. En effet, il est fort peu probable que le fonds anglo-saxon « qualifié » en droit français, c'est-à-dire qu'il réponde à chacune des conditions posées par le dispositif dit « *Arthuis* ». Il ne faut pas y voir un esprit frondeur des fonds de *private equity* anglo-saxons qui vise à se soustraire des principes édictés par la fiscalité française. En réalité, les grands fonds interviennent sur de nombreux pays et sur plusieurs continents et leurs équipes sont elles aussi mobiles et amenées à intervenir en fonction de leurs compétences sur différentes zones géographiques. De manière pragmatique, il leur est impossible de créer des fonds français, dédiés exclusivement à leurs équipes résidentes fiscales françaises et aux seules opérations à intervenir sur le territoire national...

8. Par exemple, un manager qui a respecté chacun de ses engagements dans le temps, sera considéré lors de son retrait comme *good leaver*. Aucune pénalité financière ne lui sera alors appliquée. Le décès ou l'incapacité des membres de l'équipe doivent en logique être assimilés à des hypothèses de *good leaver*.

En revanche, si un manager venait à quitter l'équipe de gestion avant la date prévue, il serait considéré comme *bad leaver*, a fortiori s'il ambitionne de rejoindre les équipes d'un fonds concurrent. Dans cette hypothèse, des pénalités (généralement dégressives dans le temps) sont appliquées. L'échelle des sanctions peut aller de la perte totale de ses droits au *carried interest* à des pourcentages de décotes. Le surplus est généralement partagé entre les membres de l'équipe qui restent.

9. Lesquelles interdisent, par exemple, la distribution du *carried interest* tant que le fonds n'a pas achevé son cycle d'investissement.

10. Qui est une sorte de droit prioritaire aux distributions en faveur des opérationnels de l'équipe de gestion, mais néanmoins subordonné au fait que le *hurdle* ait été atteint en faveur des investisseurs.

11. Pour disposer d'une vue d'ensemble de la liquidation des droits financiers revenant lors de la distribution aux différentes catégories d'investisseurs, et donc aux détenteurs de *carried interest*, les professionnels utilisent le terme de *waterfall*. Celle-ci se présente généralement sous la forme de feuilles de calculs Excel qui procèdent à la répartition théorique et composite de distribution de la performance en fonction des priorités de chacun.

7. D. Abellard et A. Bordes, *Le financement des fonds d'investissement : RD bancaire et fin.* 2008, dossier 19.

16 - **Fiscalité internationale.** – Même si fiscalement, donc, le fonds ne « qualifie » pas en droit français pour le calcul de l'impôt sur le revenu, la transmission des parts de *carried interest* sera, quant à elle et en tant que transmission portant sur une créance, assujettie aux droits de mutation à titre gratuit en France, dès lors que l'article 750 ter du CGI serait applicable.

Autrement dit, des droits de donation ou de succession seront dus en France si soit le défunt ou le donateur, soit l'héritier ou le donataire sont résidents fiscaux en France (CGI, art. 750 ter, 1° et 3°).

Les droits de transmission pourront encore être dus en France et à due concurrence si le *carried interest* représente, directement ou indirectement, une créance ou une part d'intérêt d'une société qui a en France son siège social ou le siège de sa direction effective, ou dont l'actif est principalement composé d'immeubles ou de droits immobiliers situés en France (CGI, art. 750 ter, 2°, al. 3 et 4).

17 - **Calcul des droits de transmission.** – L'assiette des droits sera constituée par la valeur de la créance de *carried* détenue par le manager et estimée à la date de la transmission (CGI, art. 760). La méthode de valorisation de cette créance peut s'avérer relativement empirique car la performance du fonds et, donc, la détermination de la part de *carried* ne sera en réalité connue qu'à la fin du fonds. En outre, le *carried*, en tant que droit subordonné, ne se déclenche qu'une fois franchis plusieurs paliers successifs (le remboursement des investisseurs, la commission de gestion de la société de gestion, le *hurdle*...). Dès lors et de manière concrète, il pourra être demandé, au fonds ou à un évaluateur, une note de valorisation à la date de la transmission.

La valorisation pourra, si elles sont justifiées, tenir compte de décotes à pratiquer :

- pendant la période de *vesting*, décote de *bad leaver* ;
- pendant la période de constitution du fonds, décote due aux versements non encore appelés et à venir. En règle générale, un fonds investit en moyenne 20 % par an.

18 - **Risque de cumuls d'imposition.** – Précaution classique en présence de situations internationales, il faudra naturellement veiller à éviter les doubles impositions en fonction du réseau de conventions fiscales que la France a su établir avec de nombreux autres pays.

Mais un autre cumul d'impositions sera aussi à considérer avec l'impôt sur le revenu au barème progressif du gain généré. En effet, si le fonds ne qualifie pas, les gains qui en seront retirés seront taxés en tant que revenus et non comme des plus-values relevant du prélèvement forfaitaire unique. Deux situations peuvent se présenter :

- soit le titulaire a attendu le remboursement de ses droits par le fonds avant de le transmettre au donataire, et alors l'impôt sur le revenu est dû, majoré des prélèvements sociaux forfaitaires de 30 % dus par le bénéficiaire du *carried*, voire de la CEHR ;
- soit le titulaire donne, avec l'accord de la société de gestion, avant d'avoir perçu son *carried interest*, et cela signifie que c'est le donataire qui appréhendera directement le *carried*. Or, comme celui-ci n'a pas la qualité de membre de l'équipe de gestion, le risque est qu'il supporte alors une taxation dans la catégorie des bénéfices non commerciaux.

Dans ces deux hypothèses, la transmission supportera par ailleurs les droits de mutation à titre gratuit. Seule l'assiette de ces droits diffère. Dans le premier cas, les droits seront dus sur le net perçu ; dans le second, sur le brut mais avec une assiette plus faible, en raison des éventuelles décotes évoquées ci-dessus.

La transmission, bien que soumise aux droits de mutation à titre gratuit, n'évacuera pas davantage la taxation à l'impôt sur le revenu, comme pour n'importe quel autre gain et revenu lié à une activité professionnelle.

2. Le *carried interest* à la française, la transmission d'un droit réel

A. - Les conditions fiscales du régime « Arthuis » et la transmission

19 - Pour « qualifier » en droit fiscal français, et donc relever du régime dit « Arthuis », un certain nombre de conditions ont été posées¹². Certaines de ces conditions méritent ici d'être évoquées car elles auront une incidence directe sur la transmission des parts de *carried interest*.

20 - **L'émission de parts sociales.** – Les droits au *carried interest* reposent sur une catégorie spécifique d'actions qui, en pratique, sont des actions de préférence. Tandis que les investisseurs classiques du fonds souscrivent des actions de « Catégorie A », les titulaires de *carried interest* vont quant à eux généralement souscrire des actions de « Catégorie C ».

Un registre des titres est établi et chaque titulaire devient détenteur d'actions. La transmission porte alors sur des valeurs mobilières définies et identifiées.

Les parts de *carried interest* doivent représenter une catégorie homogène et octroyant les mêmes droits. Mais si plusieurs parts de *carried interest* devaient être souscrites ou acquises dans le temps par un même titulaire, il serait sans doute judicieux que ces actions soient numérotées afin de pouvoir isoler chaque génération. Cela permettra naturellement de pouvoir computer les durées de détention pour le respect de la durée de *vesting*, mais aussi, le moment venu, celles objet de la donation ou celles conservées pour le calcul des droits de donation ou de la plus-value.

21 - **Investir en capital.** – Le titulaire de *carried interest* doit personnellement investir en capital aux côtés des investisseurs. Le taux minimum d'investissement de l'équipe est de 1 %¹³. Ce qui signifie, par exemple, que 3 managers d'une équipe qui souhaitent lever un fonds de 150 000 000 € devront chacun investir au moins 500 000 €.

Cette somme leur est généralement appelée au fur et à mesure des investissements du fonds au rythme d'environ 20 % par an sur 5 ans.

S'ils ne disposent pas de cette somme, ils auront éventuellement recours à l'emprunt pour la financer. Le risque financier pris par l'équipe est de perdre cette somme d'argent.

En cas de transmission des parts de *carried interest*, il conviendra de se poser à minima deux questions :

- si la totalité de la somme n'a pas été appelée au moment de la transmission, les donataires (par exemple, les enfants) seront-ils en mesure de faire face aux engagements et échéances futures ? Pour y faire face, des donations complémentaires de sommes d'argent pourront alors être envisagées ;
- si la somme a été empruntée, qui remboursera le prêt ?

22 - **Être salarié ou mandataire social.** – L'obligation d'être salarié d'une structure spécifique (SCR, Société de gestion, FCPR, FCPI, FIP, FPCI...) et de percevoir de cette activité une rémunération « normale » s'apprécie au moment de la souscription ou de l'acquisition des parts de *carried interest*. Le titulaire de ces actions pourra donc procéder à une donation en faveur de ses enfants ou de son conjoint sans craindre une remise en cause du régime de faveur si ces derniers n'ont pas la qualité de salarié.

12. V. *supra* S. Gomis, E. Bimbeau et P.-E. Floc'h, *Les aspects fiscaux du carried interest : un enjeu capital en matière de structuration de fonds : Actes prat. strat. patrimoniale 2021, n° 2, dossier 11.*

13. 0,5 % pour les fonds à large capitalisation (supérieure à 1 Md €).

B. - Les clauses du pacte et la transmission

23 - Les parts de *carried interest* sont, en droit français, des actions. Toutefois, ce sont des actions dont la disposition n'est pas totalement libre car encadrée par un pacte d'actionnaires. Avant donc d'envisager leur transmission, il conviendra d'étudier les clauses restrictives du pacte et, dans les faits, de se rapprocher fréquemment du fonds ou de la société émettrice pour obtenir son autorisation écrite à la réalisation et aux conditions de la transmission.

24 - **Le respect du pacte.** – Corrélativement, il conviendra aussi de rassurer le fonds ou la société émettrice sur le fait que l'arrivée des donataires n'affaiblira pas nécessairement les prévisions du pacte.

Le premier moyen d'y parvenir est de prévoir dans l'acte de donation une information des donataires sur les conditions du pacte et une obligation faite aux donataires d'en respecter chacune des prévisions. Afin de s'assurer du parfait respect de cette obligation, il sera prudent de prévoir dans l'acte de donation le bénéfice de l'action révocatoire. Autrement dit, si l'un des donataires venait à ne pas respecter le pacte d'actionnaires, le manager donateur aurait la possibilité de révoquer la donation consentie.

25 - **Les donataires mineurs.** – L'inquiétude du fonds ou de la société émettrice est parfois légitimement renforcée en présence de donataires mineurs, ce qui sera fréquent lorsque les managers du fonds sont encore jeunes. La crainte que le juge des tutelles n'ait un jour à intervenir dans le pacte d'actionnaires peut conduire à interdire des donations à des enfants mineurs. Pourtant, il est possible d'anticiper cette situation en prévoyant de nommer dans l'acte de donation un administrateur *ad hoc* avec pour mission de représenter les intérêts des enfants mineurs (C. civ., art. 384). Cet administrateur tient ses pouvoirs de l'acte de donation, lequel devra alors être précis sur les prérogatives qui lui sont conférées car elles primeront l'intervention du juge des tutelles. Le donateur ne peut être administrateur *ad hoc* mais il peut confier cette mission d'accompagnement jusqu'à la majorité des enfants à l'autre parent.

26 - **La durée de vesting.** – Le pacte d'actionnaires prévoit une durée de *vesting* pendant laquelle le titulaire du *carried* ne peut faire valoir ses droits. Cette interdiction a pour objectif de sécuriser le régime fiscal applicable aux gains, mais elle repose aussi sur des raisons financières afin d'éviter des demandes de remboursement à un moment inopportun du cycle d'investissement. Afin de s'assurer du respect de cette période par le donataire, il conviendra de prévoir une interdiction d'aliéner, de disposer ou d'exercer les droits au *carried interest* pendant toute la durée de *vesting* restant à courir. On rappelle que cette interdiction, pour être valable, doit, dans la rédaction de l'acte de donation, être limitée dans le temps (la durée de *vesting*) et justifiée (par l'obligation de maintenir l'alignement d'intérêts entre les différentes catégories d'investisseurs et par le caractère subordonné du droit au *carried interest*).

27 - **Bad leaver / good leaver.** – Les clauses de *bad leaver* / *good leaver* sont déterminantes car elles conditionnent la faisabilité de la transmission. En effet, si la transmission entre dans le champ du « *bad leaver* », le risque pour le titulaire du *carried interest* est, au mieux, de se voir appliquer une décote sur le montant de son *carried* et, au pire, d'en perdre entièrement le bénéfice.

Logiquement, l'incapacité médicalement constatée ou le décès du manager devraient être analysés comme des cas de « *good leaver* », mais ce point est naturellement à valider dans le pacte d'actionnaires.

Passé la période dite de *vesting*, qui en pratique correspond fréquemment aux 5 années prévues dans le dispositif dit

« *Arthuis* », les opérations sur les *carried* (pourvu qu'elles soient permises) ne sont plus considérées comme des cas de « *bad leaver* ».

En revanche, une donation qui interviendrait durant la période de *vesting* pourrait être assimilée par le pacte à une cession relevant du régime de « *bad leaver* ». C'est alors sur ce point qu'il conviendra d'obtenir une autorisation dérogatoire du fonds ou de la société émettrice, compte tenu du caractère familial et patrimonial de l'opération projetée.

C. - Les stratégies patrimoniales de transmission

28 - **Purger la plus-value ?** – Si les parts de *carried interest* « *qualifiant* » au plan fiscal, c'est-à-dire que les conditions du dispositif dit « *Arthuis* » ont été respectées, les gains perçus à l'occasion des distributions opérées par le fonds seront taxés en plus-values, pourvu toutefois que ces distributions proviennent elles-mêmes de plus-values réalisées par le fonds. En revanche, si les gains distribués provenaient initialement de dividendes ou d'intérêts que le fonds aurait lui-même reçus, ceux-ci seraient alors taxés en revenus de capitaux mobiliers.

29 - Cette divergence de catégories d'imposition a récemment fait l'objet d'une décision¹⁴. En 2011, un dirigeant de fonds d'investissement avait consenti avec son épouse une donation à ses trois enfants de parts de *carried interest* dans plusieurs FCPR. Les enfants avaient ensuite perçu des distributions provenant de ces parts, lesquelles avaient été déclarées comme des plus-values de cession de valeurs mobilières. En raison de leur âge, les enfants dépendaient toujours du foyer fiscal des donateurs. Considérant que les enfants n'avaient pas la qualité de membres de l'équipe de gestion des FCPR concernés, l'administration fiscale estimait qu'ils ne pouvaient bénéficier du régime des plus-values mais que les gains en question devaient être imposés dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers, majorés des pénalités pour manquement délibéré. Mais la Cour a conforté la position du contribuable et, donc, l'imposition des distributions dans la catégorie des plus-values.

30 - L'enjeu n'était pas forcément la différence de taux d'imposition (qui, d'ailleurs aujourd'hui, s'est estompée avec le prélèvement forfaitaire unique) entre les plus-values et les revenus de capitaux mobiliers, ni même la pénalité de manquement délibéré. En réalité, le vrai enjeu était sans doute l'assiette d'imposition. En effet, la donation consentie préalablement à la cession des parts de *carried* a eu pour effet mécanique de rehausser le prix de revient fiscal des mêmes parts entre les mains des donataires. Il s'agit d'une donation-cession de parts de *carried*.

31 - Pour comprendre le mécanisme, imaginons un manager de fonds qui crée un fonds de 100 M €. À la création, il acquiert des parts de *carried* de catégorie C moyennant le prix de souscription de 1 M €. Dix ans plus tard, le fonds a réalisé son cycle d'investissement et s'apprête à clôturer et répartir ses gains. Après avoir remboursé les autres investisseurs, rémunéré la société de gestion et servi de *hurdle*, il reste un boni à répartir de 15 M €. Le *carried* représentant 20 %, le manager s'apprête donc à percevoir son gain en capital de 3 M € (20 % de 15 M €). La plus-value générée est donc de 2 M €. Cette plus-value est en théorie d'abord taxable au taux de 30 % de PFU majoré de la CEHR. Si ce manager souhaite en faire bénéficier ses enfants, il devra ensuite payer les droits de donation (admettons, à un taux moyen de 30 %¹⁵). En revanche, s'il inverse l'ordre des opérations et consent la donation avant le rachat de ses parts de *carried*, il supportera toujours les droits de donation, mais l'impôt de plus-

14. CAA Paris, 7^e ch., 26 janv. 2021, n° 19PA00766, inédit, Lamyline.

15. Il s'agit en pratique d'un barème à taux progressif par tranches de 0 à 45 %, applicable après un abattement de 100 K € par parent et par enfant.

value aura été comprimé. En effet, le prix de revient des parts de *carried* entre les mains des enfants sera de 3 M €, égal à leur valeur de rachat.

32 - Bien connue des spécialistes de l'ingénierie patrimoniale, la technique de la donation-cession appliquée aux parts de *carried* mérite d'être pratiquée avec précaution, même si elle semble consacrée par cette récente décision. En effet, la nature du gain perçu sur les parts de *carried* peut être hybride. Lorsque qu'il s'agit de gains réalisés en capital, à l'occasion par exemple de la cession ou du rachat des parts détenues dans le fonds, ou de la répartition d'actifs en contrepartie du rachat des parts de *carried*, l'impact d'une donation précession semble pouvoir opérer. En revanche, si le gain devait se matérialiser par une simple distribution réalisée par le fonds, la donation ne permettrait sans doute pas de le gommer.

33 - **Le calendrier de la donation.** – Pour définir le bon calendrier de réalisation d'une donation portant sur des parts de *carried*, leur titulaire hésitera sans doute entre plusieurs stratégies :

- **Donner tôt.** – Si la donation intervient tôt dans le cycle d'investissement du fonds, l'assiette de calcul des droits de donation sera elle-même restreinte. Ainsi, tant que le fonds n'a pas réalisé d'investissement, voire de plus-value latente sur ses investissements, les parts de *carried* des managers ne valent en réalité que le montant en capital qu'ils auront investi pour les souscrire. Les donner à cette date et pour cette valeur permettra de transmettre à terme et sans droit aux enfants tout l'enrichissement généré.

Parfois, l'investissement en capital des managers n'est appelé qu'au fur et à mesure du temps, en pratique à mesure des investissements à réaliser par le fonds. Deux optiques se présentent alors : soit attendre, pour donner, que l'engagement d'investissement du manager soit entièrement libéré, c'est sans doute l'option la plus simple ; soit procéder immédiatement à une donation à terme correspondant à la valeur cumulée des engagements à libérer, mais le manager prend alors le risque d'avoir acquitté des droits pour transmettre des parts d'un fonds qui, finalement, ne réalise pas les levées escomptées et ne va pas au bout de son projet initial.

- **Donner en milieu de cycle.** – Si la donation intervient au cours du cycle d'investissement du fonds, se posera la nécessaire question de la valorisation des parts. Il conviendra alors de se référer à la dernière valeur liquidative connue ou de demander au fonds ou à un évaluateur un avis de valeur. Concernant la valeur, se posera alors la question de l'application de décotes en fonction des dispositions du pacte d'actionnaires (décote de *bad leaver*, notamment).

- **Donner tard.** – Les droits de donation seront plus élevés, mais une donation qui interviendrait à une date proche de la liquidation du fonds permettra peut-être de purger la plus-value acquise.

34 - **Démembrer les parts de *carried interest*.** – Comme toute action ou part sociale, les parts de *carried interest* peuvent faire l'objet d'un démembrement de propriété. Le manager donne la nue-propriété tout en se réservant l'usufruit de ses parts. Cette technique permet de préparer la transmission du *carried* en n'acquittant les droits de donation que sur la valeur de la nue-propriété¹⁶. À 50 ans, l'usufruit a une valeur de 60 %, de sorte que les droits de donation ne seront perçus que sur les 40 % de valeur de la nue-propriété. Au jour du décès de l'usufruitier, l'usufruit s'éteindra sans droit entre les mains des enfants (CGI, art. 1133).

16. Définie à l'article 669 du CGI.

L'acte de donation devra prévoir les modalités d'exercice des droits, entre l'usufruitier et le nu-proprétaire, à l'égard du fonds et, donc, du pacte d'actionnaires.

Pour qualifier fiscalement, le fonds doit renoncer à distribuer pendant 5 ans. En revanche, les distributions qui interviendraient au-delà de ce délai reviendraient au manager usufruitier.

Lors de la liquidation du fonds et du rachat des parts de *carried*, le prix ou le boni pourront donner lieu soit à une répartition entre usufruitier et nu-proprétaire, soit à un quasi-usufruit, soit à un emploi dans d'autres actifs eux-mêmes démembrés. Cette option sera sans doute celle fréquemment retenue.

35 - **Constituer une holding familiale.** – Les parts de *carried interest* peuvent être détenues au moyen d'une personne interposée, donc d'une société holding. En première approche, cette perspective est bienvenue car l'intérêt d'une holding pour structurer une transmission familiale n'est plus à démontrer. Toutefois, ici, les conditions posées sont relativement restrictives :

- la holding doit exercer une activité civile, donc de simple gestion de ses participations ;

- et doit relever du régime fiscal des sociétés de personnes.

La possibilité de détenir des parts de *carried* par une holding a sans doute été envisagée dans une optique de cohésion de l'équipe de gestion, pour créer une sorte de « CarryCo » à la française.

36 - Dans les faits, le recours à la holding peut aussi être pertinent pour organiser la transmission familiale des parts de *carried*. Outil de structuration patrimoniale, cette dernière permet de dissocier l'avoir et le pouvoir, c'est-à-dire de transmettre tout en conservant un certain nombre de prérogatives. Le pacte social facilite par ailleurs la gouvernance des actifs que la holding peut posséder (nomination du président, agrément, préemption...).

Mais en pratique, si une holding doit être envisagée, elle prendra sans doute la forme juridique d'une société civile familiale. Il ne pourra pas s'agir d'une holding animatrice car celle-ci aurait une activité commerciale.

Fiscalement, le choix en faveur d'une détention des parts de *carried* par l'intermédiaire d'une holding devra s'effectuer dès la souscription. En effet, apporter ses parts de *carried* dans un second temps présenterait deux difficultés :

- d'abord, le régime du report d'imposition lors de l'apport ne serait pas applicable puisque la holding concernée ne peut pas relever du régime de l'impôt sur les sociétés, la plus-value latente portée par les parts de *carried* deviendrait immédiatement exigible ;

- ensuite, il conviendrait que la holding ainsi constituée adhère *a posteriori* au pacte d'actionnaires.

Une dernière limite se présente enfin : une stratégie de donation-cession de parts de *carried* détenues par une holding sera fiscalement inopérante en raison de l'assujettissement de la holding au régime des sociétés de personnes.

37 - **Donner à charge de rembourser le prêt pour l'investissement initial.** – L'investissement initial que doit effectuer le manager pour souscrire ses parts de *carried interest* peut s'avérer très significatif. Cinq constituants d'un fonds de 200 M € devront par exemple chacun apporter à sa création au minimum 400 000 €. S'ils ne disposent pas de cette somme d'argent, ils pourront l'emprunter. Mais lors de la donation des parts de *carried*, se posera la question du sort de cette dette :

- soit le manager donne ses parts et rembourse personnellement la dette. Il réservera alors des parts de *carried* qu'il ne donnera pas pour les céder à cet effet ;

- soit le manager consent une donation à charge pour le donataire de rembourser la dette souscrite. Les droits de donation seront alors calculés sur la valeur des parts de *carried* minorée du montant de la dette d'acquisition (CGI, art. 776 bis).

Pour bénéficier de la déduction du montant de la dette, pour le calcul des droits de donation, quelques conditions doivent être remplies :

- la dette doit avoir été souscrite auprès d'un établissement de crédit et en vue de la souscription des parts de *carried* (objet du prêt) ;
- l'acte de donation doit prévoir la prise en charge de cette dette, laquelle est notifiée au créancier ;

- la dette doit enfin être effectivement supportée par le donataire.

On notera que, pour le calcul de la plus-value future sur les parts de *carried*, la déduction de la dette n'a pas à être prise en compte pour la détermination du prix de revient. ■

Mots-Clés : Private equity - Transmission - Carried interest