

La pricaf privée: un organisme de placement collectif à l'avenir prometteur?

Jean-Philippe Smeets¹ et Sabrina Scarnà²

| | |
|--|-----|
| I. Introduction | 464 |
| II. Le cadre légal et réglementaire relatif à la pricaf privée | 465 |
| A. Généralités | 465 |
| B. Définition de la pricaf privée: positionnement parmi les autres organismes de placement collectif de droit belge | 465 |
| C. Forme juridique, durée et objet social limités | 466 |
| a) Forme juridique | 466 |
| b) Durée | 466 |
| c) Objet social limité | 466 |
| D. L'actionnariat de la pricaf privée: un club fermé et non familial | 467 |
| a) Notion d'investisseurs privés | 467 |
| b) Interdiction de certains liens de parenté ou de filiation entre les actionnaires et les associés | 468 |
| c) Nombre d'actionnaires et règle de majorité spéciale à l'assemblée générale | 468 |
| E. Cession et acquisition de titres d'une pricaf privée | 469 |
| F. Gestion de la pricaf privée et politique d'investissement | 469 |
| G. Inscription de la pricaf privée auprès du SPF Finances, contrôle de la pricaf privée et radiation | 470 |
| III. Le régime fiscal de la pricaf privée et de ses actionnaires | 470 |
| A. Régime fiscal de la pricaf | 470 |
| B. Régime fiscal des personnes physiques, actionnaires d'une pricaf privée | 471 |
| a) Les dividendes | 471 |
| b) Les plus-values | 471 |
| c) Le boni de liquidation | 471 |
| C. Régime fiscal des sociétés, actionnaires d'une pricaf privée | 471 |
| a) Les dividendes | 471 |
| b) Les plus-values | 472 |
| D. Ventilation entre revenus distribués provenant de plus-values sur actions ou parts réalisées par la pricaf et autres revenus | 472 |

RÉSUMÉ

En avril 2003, la Belgique s'était dotée d'un nouvel organisme de placement collectif sous la forme de la pricaf privée. Conçue comme un véhicule destiné à permettre à des investisseurs "privés" de se regrouper pour offrir, à des conditions fiscalement très avantageuses pour eux, une source de financement alternative aux petites et moyennes entreprises non cotées, la pricaf privée n'a pas rencontré le succès dont ses pères avait rêvé pour elle. Là où dans d'autres pays européens les véhicules de private equity explosaient, les investisseurs auxquels se destinait la pricaf privée belge se sont rapidement désintéressés de cette dernière. La cause de ce désintérêt: un cadre juridique beaucoup trop rigide et complexe, dénoncé par de nombreux professionnels ou investisseurs potentiels. Par un arrêté royal du 23 mai 2007, le législateur a donc décidé de réagir en assouplissant grandement les règles gouvernant le fonctionnement de la pricaf privée et en perfectionnant son régime fiscal. Un peu moins de deux ans après l'entrée en vigueur de ces nouvelles règles, il nous paraissait utile de faire le point sur la pricaf privée qui, malgré des atouts fiscaux évidents,

¹ Avocat au sein du cabinet Simont Braun.

² Avocate au sein du cabinet Simont Braun, chargée de conférences à la Solvay Business School (ULB) et à la licence spéciale en planification patrimoniale (CEFIAD, FUCAM).

reste un véhicule d'investissement très largement inconnu du grand public et voire même des praticiens du droit. Le présent article tend à résumer les règles fondamentales qui régissent la constitution et le fonctionnement de la pricaf privée. Il tend aussi à résumer, en termes clairs, le régime fiscal très favorable qui s'applique à la pricaf privée et qui constitue sans doute sa principale source d'intérêts.

SAMENVATTING

In april 2003 had België een nieuwe instelling voor collectieve belegging, onder de vorm van de private privak, opgericht. Deze was opgevat als een instrument dat aan particuliere beleggers de mogelijkheid moest bieden om zich te verenigen teneinde tegen fiscaal voordelige voorwaarden een alternatieve financieringsbron te bieden aan niet-beursgenoteerde kleine en middelgrote ondernemingen. Toch beantwoordde de private privak niet aan de verwachtingen van haar oprichters. Daar waar de private equity in andere Europese landen een enorme groei kende, verloren de beleggers al vlug hun belangstelling in de voor hen opgerichte Belgische private privak. Zoals door tal van beroepsmensen of potentiële beleggers werd aangekaart, lag de oorzaak daarvoor bij een te streng en te complex juridisch kader. Bij koninklijk besluit van 23 mei 2007 heeft de wetgever dan ook gereageerd door een grondige versoepeling door te voeren van de regels die de werking van de private privak beheersen en door het fiscale regime ervan te perfectioneren. Iets minder dan twee jaar nadat deze nieuwe regels van kracht werden, lijkt het ons nuttig een stand van zaken over de private privak op te maken, die ondanks de onmiskenbare fiscale troeven, een beleggingsinstrument is dat bij het grote publiek en zelfs bij rechtspractici vrij onbekend blijft. Dit artikel strekt ertoe de fundamentele regels die de oprichting en de werking van de private privak beheersen, samen te vatten. Het strekt er eveneens toe om in duidelijke bewoordingen het zeer voordelige fiscale regime dat van toepassing is op de private privak en dat ongetwijfeld haar belangrijkste bron van belang vormt, samen te vatten.

I. INTRODUCTION

La loi du 22 avril 2003 modifiant la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers visant à créer une nouvelle catégorie d'organismes de placement collectif, dénommée pricaf privée, et portant des dispositions fiscales diverses³ a, il y a un peu plus de cinq ans, doté la Belgique d'un nouvel organisme de placement collectif: la pricaf privée.

Il fallut cependant encore attendre l'entrée en vigueur de l'arrêté royal du 15 mai 2003 relatif à la pricaf privée et modifiant l'arrêté royal du 18 avril 1997 relatif aux organismes de placement investissant dans des sociétés non cotées et en croissance⁴, pour que la première pricaf privée puisse enfin voir le jour. Le succès escompté pour la pricaf privée, conçue comme un outil destiné à améliorer le financement des PME non cotées en rendant accessible aux investisseurs privés le marché du capital à risque sans devoir procéder à la cotation du véhicule d'investissement, ne fut toutefois pas au rendez-vous. Il apparut en effet rapidement que le cadre légal régissant les pricafs privées était beaucoup trop rigide dans sa première version. Seules deux pricafs privées virent ainsi le jour sous le régime de l'arrêté royal du 15 mai 2003⁵.

Compte tenu des nombreuses critiques formulées par la doctrine et les investisseurs privés, mais surtout du manque d'intérêt manifesté par ces derniers pour la pricaf privée, l'arrêté royal du 15 mai 2003 a finalement été abrogé et remplacé, il y a un peu plus d'un an, par l'arrêté royal du 23 mai 2007 relatif à la pricaf privée⁶, dont l'objet affirmé était notamment, selon le rapport au Roi, de *"tenir compte des expériences pratiques acquises depuis l'entrée en vigueur de l'arrêté du 15 mai 2003"*.

Le présent article tend à faire le point sur les règles qui régissent les pricafs privées depuis l'entrée en vigueur de l'arrêté royal du 23 mai 2007. Il tend à décrire de manière générale, après avoir brièvement resitué la pricaf privée parmi les autres organismes de placement collectif de droit belge, tant le cadre légal et réglementaire de cet organisme de placement collectif, que son régime fiscal de faveur.

Il paraissait en effet utile de refaire un point général sur la pricaf privée qui demeure, malgré des atouts évidents, un instrument d'investissement très peu connu du grand public et peu examiné par la doctrine. Le succès de la nouvelle pricaf privée semble a priori déjà au rendez-vous aujourd'hui

³ Publiée au *Moniteur belge* du 9 mai 2003 et ci-après dénommée la "loi du 22 avril 2003".

⁴ Publié au *Moniteur belge* du 12 juin 2003 et ci-après dénommé l'"arrêté royal du 15 mai 2003".

⁵ Pour une description du régime antérieur qui résultait de l'arrêté royal du 15 mai 2003 voy. notamment: F. GOYENS DE HEUSCH, "La pricaf privée à la belge", *Cah. jur.*, n° 1, 2005, pp. 14 et s.; H. LAMON et M. CHALOT, "La pricaf privée: solution belge pour le capital à risque", *R.G.F.*, n° 11, novembre 2003, pp. 12 et s.; B. MALVAUX, "Pricaf privée: un nouvel instrument de financement des sociétés non cotées", *Act. fisc.*, n° 31, septembre 2003, pp. 4 et s.; M. DE MUNTER, "Pricaf privée: approuvée de justesse par le parlement", *Fiscologue*, n° 887, 18 avril 2003, pp. 3 et s.

⁶ Publié au *Moniteur belge* du 12 juin 2007 et ci-après dénommé l'"arrêté royal du 23 mai 2007".

puisque depuis l'entrée en vigueur de l'arrêté royal du 23 mai 2007, cinq "nouvelles" pricafs privées ont déjà été

constituées et inscrites auprès du Service Public Fédéral Finances (ci-après le "SPF Finances")⁷.

II. LE CADRE LÉGAL ET RÉGLEMENTAIRE RELATIF À LA PRICAF PRIVÉE

A. Généralités

Les pricafs privées sont actuellement régies en droit belge par les dispositions:

- des articles 119 à 125 de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement⁸;
- de l'arrêté royal du 23 mai 2007; et
- du Code des sociétés, dans la mesure où il n'y est pas expressément dérogé par la loi du 20 juillet 2004 ou l'arrêté royal du 23 mai 2007.

Après avoir défini la pricaf privée et l'avoir différenciée des autres types d'organismes de placement collectif de droit belge, le présent article décrira successivement:

- les différentes formes juridiques qu'une pricaf privée peut adopter, sa durée et l'étendue limitée de son objet social;
- les règles particulières relatives à la composition de l'actionnariat d'une pricaf privée et au fonctionnement de son assemblée générale;
- les règles particulières régissant la cession et le transfert des titres d'une pricaf privée;
- les règles particulières relatives à la gestion et la politique d'investissement d'une pricaf privée;
- les règles relatives à l'inscription d'une pricaf privée à la liste des pricafs privées tenue auprès du SPF Finances, son maintien à la liste et sa radiation; et
- le régime fiscal de faveur de la pricaf privée.

B. Définition de la pricaf privée: positionnement parmi les autres organismes de placement collectif de droit belge

L'article 119 de la loi du 20 juillet 2004 définit la pricaf privée comme un organisme de placement collectif à nombre fixe de parts qui revêt la forme statutaire dont:

- (i) l'objet exclusif est le placement collectif dans la catégorie des placements visés à l'article 7, alinéa 1^{er}, 8^o de la loi du 20 juillet 2004, conformément aux dispositions de celle-ci, des arrêtés et règlements pris pour son exécution ou des statuts de la pricaf privée;
- (ii) les moyens financiers sont recueillis exclusivement auprès d'investisseurs privés agissant pour leur propre compte, ses titres ne peuvent être acquis que par de tels investisseurs privés ou par d'autres investisseurs dans les conditions déterminées par le Roi; et
- (iii) les parts ne sont pas rachetées à la demande des participants à charge des actifs de l'organisme.

Il résulte de cette définition qu'au même titre qu'une société d'investissement à capital variable ou un fonds commun de placement, la pricaf privée est avant tout un organisme de placement collectif⁹. Elle est donc soumise aux principes de la répartition des risques et de la gestion autonome dans l'intérêt des porteurs de titres émis par la pricaf privée, qui caractérisent tout organisme de placement collectif¹⁰.

La pricaf privée se distingue toutefois de la société d'investissement à capital variable (SICAV) dans la mesure où son capital est fixe et non variable: toute augmentation ou réduction du capital d'une pricaf privée nécessite ainsi, obligatoirement, une modification de ses statuts. La pricaf privée est une société constituée sous une forme de société commerciale (*cf. infra*) et se distingue donc également des fonds communs de placement.

Les sources de financement (de fonds propres) de la pricaf privée étant limitées aux moyens financiers recueillis exclusivement auprès d'investisseurs privés (tels que plus amplement définis au point D ci-après), la pricaf privée se classe dans la catégorie des OPC dits "privés". Elle se différencie ainsi de la pricaf publique, qui peut également, en vertu de la loi du 20 juillet 2004 investir, dans des instruments financiers émis par les sociétés non cotées.

⁷ Pour la liste des pricafs privées voy.: <http://www.fiscus.fgov.be/interfaioiffr/Publicaties/pricafs/index.htm>.

⁸ Publiée au *Moniteur belge* du 9 mars 2005 et ci-après dénommée la "loi du 20 juillet 2004".

⁹ Pour rappel, la loi du 20 juillet 2004 distingue fondamentalement trois types d'organismes de placement collectif (ci-après, en abrégé, des "OPC"): (i) les OPC à nombre variable de parts, (ii) les OPC à nombre fixe de parts et (iii) les OPC en créances, chacun de ces OPC pouvant en principe soit revêtir la forme contractuelle (fonds commun de placement), soit la forme statutaire (sociétés d'investissement). Ces OPC se classent en trois grandes catégories: (i) les OPC publics, qui recueillent leurs moyens financiers, en Belgique ou à l'étranger, en tout ou en partie par la voie d'offre publique de parts, (ii) les OPC institutionnels, qui recueillent leurs moyens financiers, en Belgique ou à l'étranger, exclusivement auprès d'investisseurs institutionnels ou professionnels agissant pour leur propre compte et dont les titres ne peuvent être acquis que par de tels investisseurs et (iii) les OPC privés, qui recueillent leurs moyens financiers, en Belgique ou à l'étranger, exclusivement auprès d'investisseurs privés agissant pour leur propre compte et dont les titres ne peuvent être acquis que par de tels investisseurs ou, éventuellement, par d'autres investisseurs dans les conditions déterminées par le Roi.

¹⁰ Pour un aperçu de la portée de ces principes, qui dépassent le cadre de cette étude, le lecteur pourra se référer à la doctrine générale relative aux organismes de placement collectif.

Ne pouvant, sauf les exceptions prévues par l'arrêté royal du 23 mai 2007, investir que dans des instruments financiers émis par des sociétés non cotées, la pricaf privée se démarque enfin de tous les autres OPC à nombre fixe de parts connus en droit belge (sicaf, sicafi, *sic...*).

Au final, la pricaf privée apparaît ainsi comme un OPC spécifiquement conçu pour permettre de recueillir, auprès d'investisseurs privés, du capital à risque destiné à être investi dans des sociétés non cotées. Elle tend à offrir une nouvelle source de financement pour les petites et moyennes entreprises (PME) à côté des sources traditionnelles de financement que constitu(ent) l'endettement bancaire ou l'introduction en bourse.

C. Forme juridique, durée et objet social limités

a) Forme juridique

Selon l'article 120 de la loi du 20 juillet 2004, une pricaf privée ne peut être constituée que sous la forme soit d'une: (i) société en commandite simple (SCS), (ii) société en commandite par actions (SCA) ou (iii) société anonyme (SA). La situation à cet égard est inchangée par rapport à celle qui prévalait sous l'empire de la loi du 22 avril 2003 et de l'arrêté royal du 15 mai 2003.

Une pricaf privée sera donc toujours une société commerciale, dont les titres seront obligatoirement nominatifs afin de faciliter le contrôle de son statut¹¹. En sa qualité de société commerciale, la pricaf privée est soumise aux dispositions du Code des sociétés, sous réserve toutefois des quelques exceptions prévues par la loi du 20 juillet 2004 ou l'arrêté royal du 23 mai 2007, qui ont essentiellement trait à la tenue de sa comptabilité, au contrôle de ses comptes annuels et à sa liquidation¹².

b) Durée

L'article 120 de la loi du 20 juillet 2004 continue à limiter la durée d'une pricaf privée à douze ans maximum. Cette durée maximale est généralement justifiée, dans la doctrine, par

l'objet même de la pricaf privée, qui est conçue comme un instrument de *private equity*¹³.

Plus fondamentalement, cette durée limitée a clairement pour objet d'assurer aux porteurs de titres d'une pricaf privée une "sortie automatique" de celle-ci dans un délai raisonnable, et ce par le biais de sa liquidation planifiée dès le jour de sa constitution. Rappelons en effet que, contrairement à ce qui prévaut pour une SICAV, la loi du 20 juillet 2004 prévoit que les parts d'une pricaf privée ne sont pas rachetées à la demande des participants à charge des actifs de la pricaf privée (conséquence du capital fixe). La liquidité des titres d'une pricaf privée est donc faible par rapport aux titres d'autres organismes de placement collectif. Cette liquidité est par ailleurs encore réduite par les conditions d'investissement minimum et les limites à la cessibilité des titres d'une pricaf privée fixées par l'arrêté royal du 23 mai 2007 et qui seront plus amplement exposées ci-après.

A priori, rien n'interdirait cependant qu'une pricaf privée, arrivée à son terme statutaire, ne transfère tous ses actifs à une nouvelle pricaf privée constituée pour l'occasion. Moyennant le passage par une liquidation, la structure de la pricaf privée permettrait donc, le cas échéant, des investissements au-delà d'un terme de douze ans.

c) Objet social limité

L'article 119, 1° de la loi du 20 juillet 2004 limite strictement l'objet social de la pricaf privée qui doit notamment insérer dans ses statuts une disposition expresse et spécifique par laquelle elle s'engage à respecter les dispositions légales et réglementaires la régissant¹⁴.

Une pricaf privée ne peut ainsi – sauf exception – investir les moyens financiers qu'elle recueille que dans des "*instruments financiers émis par des sociétés non cotées*"¹⁵. Ces instruments financiers sont définis précisément à l'article 2, 2° de l'arrêté royal du 23 mai 2007. Il s'agit exclusivement de(s):

- (i) actions ou autres valeurs assimilables à des actions émises par des sociétés non cotées;
- (ii) obligations et autres titres de créances émis par des sociétés non cotées;

¹¹ Art. 11 de l'arrêté royal du 23 mai 2007.

¹² Voy. à ce sujet l'art. 121 de la loi du 20 juillet 2004. Selon cet article, une pricaf privée doit ainsi notamment obligatoirement établir ses comptes annuels selon le schéma complet, déposer ses comptes annuels à la Banque Nationale de Belgique, confier le contrôle de ses comptes annuels à un ou plusieurs commissaires (qui ne pourront, en aucun cas, omettre de mentionner dans leur rapport les infractions aux dispositions statutaires relatives au statut en tant qu'OPC dont il aurait eu connaissance), fixer statutairement son mode de liquidation et de désignation du (des) liquidateur(s).

¹³ Secteur dans lequel les investissements ont généralement une durée moyenne relativement courte.

¹⁴ Voy. l'art. 3, 1^{er} et 2^e al. de l'arrêté royal du 23 mai 2007 qui impose à toute pricaf privée d'insérer une clause dans ses statuts précisant que : "*Cette société s'engage à respecter les dispositions de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers qui concernent le statut de pricaf privée ainsi que les dispositions de la loi du 20 juillet 2004, qui concernent les organismes de placement collectif visés à l'article 119, alinéa 1^{er} de cette loi et toutes les modifications éventuelles y apportées, ainsi que les dispositions du présent arrêté royal et toutes ses modifications éventuelles.*" L'insertion de cette clause est l'une des conditions de l'inscription de la pricaf privée à la liste des pricaf privées tenue auprès du SPF Finances conformément à l'art. 123 de la loi du 20 juillet 2004.

¹⁵ Art. 7, al. 1^{er}, 8° de la loi du 20 juillet 2004.

- (iii) parts émises par d'autres organismes de placement collectif non cotés, pour autant que, conformément à leur règlement de gestion ou leurs statuts, ils mènent une politique d'investissement proche de l'objet statutaire de la pricaf privée et pour autant que ces organismes de placement fournissent les informations nécessaires faisant apparaître que les placements répondent à cette politique statutaire de placement;
- (iv) toutes autres valeurs émises par des sociétés non cotées permettant d'acquérir par voie de souscription, d'achat ou d'échange les instruments financiers visés ci-avant; et
- (v) simples prêts, avec ou sans sûretés financières, accordés à des sociétés non cotées.

Cette dernière catégorie de placement autorisé est une nouveauté remarquable introduite par l'arrêté royal du 23 mai 2007. Elle vise à permettre notamment aux pricafs privées de participer à des opérations dites de financement ou prêt "mezzanine", très courantes en matière de *private equity*¹⁶.

À côté de ces catégories d'investissement, l'article 125 § 3 de la loi du 20 juillet 2004 autorise encore la pricaf privée à détenir "accessoirement ou temporairement":

- (i) des placements à terme d'une durée maximale de six mois ou des liquidités;
- (ii) des titres cotés en bourse à certaines conditions strictes; et
- (iii) des instruments financiers dérivés, cotés ou non, sur des actifs matériels ou financiers sous-jacents, cotés ou non, dans le cadre d'opérations de couverture.

L'article 16 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 précise ce qu'il y a lieu d'entendre par "*accessoirement ou temporairement*": il s'agit de la détention, à compter de la troisième année, des placements à terme, liquidités, titres et instruments financiers dérivés (tel que plus amplement définis ci-avant) à concurrence d'un montant global de 30% maximum du bilan, tel qu'il apparaît en application des règles comptables de droit commun, ou pour une durée maximale de deux ans¹⁷. La détention temporaire ou accessoire des instruments précités cesse néanmoins d'être autorisée durant la période de liquidation de la pricaf privée. Il s'agit d'un assouplissement du régime antérieur également.

Pour autant que de besoin, l'article 120 de la loi du 20 juillet 2004 rappelle enfin qu'une pricaf privée ne peut exercer d'autres activités que celle d'OPC dans les catégories d'investissement limitativement énumérées ci-dessus et ne peut posséder d'autres actifs que ceux nécessaires à la réalisation de son objet statutaire. En pratique, une pricaf privée

ne fera donc qu'acquérir, détenir ou céder des participations et/ou octroyer des prêts.

D. L'actionnariat de la pricaf privée: un club fermé et non familial

N'étant pas soumise, sauf marginalement, au contrôle de la Commission bancaire financière et des assurances (ci-après la "CBFA"), il était inconcevable que les titres d'une pricaf privée puissent être offerts à tout investisseur. Un premier corps de règles a ainsi été mis en place dans la loi du 20 juillet 2004 pour restreindre l'accès à l'actionnariat d'une pricaf privée aux seuls "*high net worth individuals*"¹⁸.

Un second corps de règles relatives à la structure de l'actionnariat et à la politique d'investissement d'une pricaf privée prévues par l'arrêté royal du 23 mai 2007 a ensuite été mis en place pour empêcher l'utilisation impropre d'une pricaf privée en tant que société holding. Le régime fiscal très favorable de la pricaf privée (voy. la partie II de cet article ci-après) présente en effet un intérêt évident pour tous ceux qui auraient eu l'idée d'utiliser celle-ci comme un simple instrument de contrôle d'un groupe de sociétés.

Les règles prévues par l'arrêté royal du 15 mai 2003 pour proscrire l'usage impropre d'une pricaf privée en société holding s'étaient avérées beaucoup trop contraignantes en pratique. Elles avaient, par leur complexité et rigidité, dissuadé beaucoup d'investisseurs de recourir à la pricaf privée. L'arrêté royal du 23 mai 2007 a heureusement largement assoupli ces règles, tout en maintenant l'impossibilité d'user de la pricaf privée comme d'une société holding.

a) Notion d'investisseurs privés

Conformément à l'article 119, alinéa 1^{er}, 2^o de la loi du 20 juillet 2004, les actionnaires ou associés d'une pricaf privée doivent obligatoirement être des "*investisseurs privés, agissant pour leur propre compte, ou d'autres investisseurs dans les conditions déterminées par le Roi*".

L'article 2, 1^o de l'arrêté royal du 23 mai 2007 définit les "*investisseurs privés*" comme tous investisseurs (personnes physiques ou morales) qui acceptent, ou ont accepté, pour leur propre compte les offres suivantes de titres émis par une pricaf privée: (i) les offres de titres qui requièrent une contrepartie d'au moins 50.000 EUR par investisseur et par catégorie de titres et (ii) les offres de titres dont la valeur nominale s'élève à 50.000 EUR au moins.

¹⁶. Le "financement mezzanine" est généralement défini comme un financement à long terme d'une durée de cinq à dix ans qui est subordonné par rapport aux crédits bancaires habituels tant du point de vue du remboursement que sur le plan des garanties. On y recourt fréquemment dans les opérations de buy-out.

¹⁷. Cette exception permet désormais à une pricaf privée de demander en toute sécurité juridique la libération intégrale de son capital dès sa constitution et de conserver ainsi temporairement les liquidités dégagées par cette libération.

¹⁸. Ce terme est toutefois utilisé ici pour désigner toute personne physique ou morale capable d'investir un montant minimal qui était initialement de 250.000 EUR pour la première mouture de la pricaf privée et qui a ensuite été porté à 50.000 EUR.

L'arrêté royal du 23 mai 2007 a ainsi abaissé, de manière conséquente, le seuil d'entrée dans une pricaf privée. L'arrêté royal du 15 mai 2003 exigeait en effet, antérieurement, un investissement minimum de 250.000 EUR. Cet abaissement de seuil s'inscrit naturellement dans la ligne de la loi du 16 juin 2006 qui a notamment redéfini la notion d'offre publique d'instruments de placement en droit belge.

Selon le rapport au Roi, l'arrêté royal du 23 mai 2007 permettrait aussi désormais des investissements dans une pricaf privée sous forme d'apport en nature, ce qui était jusqu'ici impossible.

b) Interdiction de certains liens de parenté ou de filiation entre les actionnaires et les associés

L'article 4 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 interdit toujours en principe aux actionnaires ou associés disposant du droit de vote au sein d'une pricaf privée d'avoir entre eux des liens au sens de l'article 11 du Code des sociétés. Cette interdiction est cependant assouplie: les actionnaires ou associés concernés peuvent désormais, à la condition d'en informer la pricaf privée, décider d'être considérés ensemble comme une personne pour l'application des règles relatives à l'actionnariat de la pricaf privée. Il n'y a donc plus d'obligation pure et simple pour ces personnes de se retirer de la pricaf privée à brève échéance, comme c'était le cas sous le régime de l'arrêté royal du 15 mai 2003.

De la même manière, les actionnaires ou les associés disposant du droit de vote qui ont un lien familial ou de parenté entre eux jusqu'au quatrième degré, sont automatiquement considérés ensemble comme une personne pour l'application de ces mêmes articles¹⁹. Ces règles visent à prévenir l'utilisation de la pricaf privée comme une holding familiale.

Enfin, on notera que l'interdiction de tout lien entre un actionnaire de la pricaf privée et une société dans laquelle elle investit, qui était antérieurement prévue par l'arrêté royal du 15 mai 2003, est quant à elle levée.

c) Nombre d'actionnaires et règle de majorité spéciale à l'assemblée générale

L'article 5 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 impose que toute pricaf privée compte, en principe, un minimum de six actionnaires ou associés, là où l'arrêté royal du 15 mai 2003 imposait antérieurement un minimum de cinq et un maximum de vingt investisseurs privés.

Ces six actionnaires (au minimum) sont désormais presque totalement libres de se répartir, comme ils l'entendent, entre eux les titres avec droit de vote de la pricaf privée. L'arrêté royal du 23 mai 2007 ne fixe en effet plus directement de pourcentage de participation minimum ou maximum à déterminer dans une pricaf privée. Pour rappel, l'arrêté royal du 15 mai 2003, nettement plus contraignant, prévoyait en substance que chacun des investisseurs privés d'une pricaf privée devait détenir une participation de minimum 4% et de maximum 16%.

L'article 6 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 prévoit toutefois que "*en sus des dispositions du Code des sociétés, les assemblées générales [d'une pricaf privée] ne peuvent décider que moyennant des majorités d'au moins quatre actionnaires ou associés qui ensemble disposent de plus de 50% des droits de vote liés à tous les titres donnant droit au vote*".

Cette disposition, très simple, permet de s'assurer qu'un investisseur privé ne pourra jamais contrôler seul une pricaf privée: toute décision de l'assemblée générale d'une pricaf privée requerra en effet toujours le vote de minimum quatre actionnaires ou associés (sur six au minimum), quand bien même un d'entre eux détiendrait toutes les actions de la pricaf privée, sauf trois détenues chacune par un autre investisseur.

Théoriquement, un actionnaire ou associé d'une pricaf privée pourrait toutefois désormais détenir plus de 51% de l'ensemble des titres avec droit de vote émis par celle-ci. La détention d'une telle participation n'aurait toutefois qu'un intérêt restreint d'un point de vue du contrôle: elle lui permettrait tout au plus de paralyser le fonctionnement des organes de la pricaf privée mais jamais d'imposer ses vues.

Les articles 7 et 8 de l'arrêté royal du 23 mai 2007, prévoient toutefois deux dérogations à l'application des principes précités relatifs à la structure de l'actionnariat de la pricaf privée en cas de présence dans son actionnariat d'un ou plusieurs investisseur(s) "institutionnel(s)"²⁰.

Tout d'abord, les dispositions des articles 5 et 6 précités de l'arrêté royal du 23 mai 2007 cessent de s'appliquer dès le moment où la pricaf privée compte, parmi ses actionnaires ou associés, au moins un (i) organisme de placement collectif belge ou étranger²¹, ou (ii) une société visée à l'article 4, alinéa 3, 2° de la loi du 20 juillet 2004, (iii) un fonds de pension et de retraite belge ou étranger et leur société de gestion²² ou (iv) une société qui, en prenant une participation dans une pricaf privée, donne par ce biais exécution à des missions particulières qui leur sont confiées dans le cadre de la mise en œuvre de la politique économique d'un pouvoir public sur la base d'une réglementation décrétée par ce pou-

¹⁹. Pour rappel, l'arrêté royal du 15 mai 2003 interdisait lui, purement et simplement, tout lien familial ou de parenté entre les investisseurs privés.

²⁰. Qui s'expliquent par la professionnalisation accrue de la gestion que permet en général l'entrée d'un tel investisseur et la crédibilité qu'il permet d'apporter à la pricaf privée.

²¹. Visé(s) à l'art. 4, al. 1^{er} de la loi du 22 juillet 2004 ou tout autre organisme de placement collectif étranger.

²². Visées à l'art. 6 de la loi du 27 octobre 2006 relative au contrôle des institutions de retraite professionnelle.

voir public, à condition que cette personne morale ou entité détienne au moins 30% des droits de vote liés à l'ensemble des titres donnant droit au vote et peut détenir pareilles participations sur la base de leur règlement ou de leurs statuts.

Ensuite, la règle spéciale de majorité prévue à l'article 6 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 précité ne s'applique pas ou plus lorsque la pricaf privée compte parmi ses actionnaires ou associés au moins (i) une des personnes morales ou entités suivantes dont question à l'alinéa ci-dessus ou (ii) un établissement de crédit belge ou étranger²³ ou (iii) une entreprise d'investissement belge ou étrangère²⁴ et lorsqu'une ou plusieurs de ces personnes morales ou entités détiennent minimum 20% et maximum 30% des droits de vote liés à l'ensemble des titres donnant droit au vote et peu(vent) détenir pareilles participations sur la base de leur règlement ou de leurs statuts.

En cas d'application des articles 7 et 8 précités, notons encore que l'article 9 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 précise qu'aucun actionnaire ou associé non visé par ces articles ne peut exercer de contrôle sur la pricaf privée.

E. Cession et acquisition de titres d'une pricaf privée

L'article 12 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 dispose que les titres d'une pricaf privée ne peuvent être acquis que par (i) un investisseur privé, (ii) une personne qui, dans le cadre d'un contrat de droit privé, a versé une contrepartie d'au moins 50.000 EUR pour l'acquisition d'un ou plusieurs titres d'une même catégorie de la pricaf privée, (iii) une personne qui, par le biais d'une opération sur un marché organisé, a payé un prix de 50.000 EUR au moins pour l'acquisition d'un ou plusieurs titre(s) d'une même catégorie de la pricaf privée ou (iv) les héritiers du détenteur des titres. Il simplifie le régime qui s'appliquait déjà sous l'empire de l'arrêté royal du 15 mai 2003.

Ces restrictions à la cessibilité des titres d'une pricaf privée ont évidemment pour but de maintenir en toutes circonstances le caractère "privé" de celle-ci. Elles sont, sous réserve de la modification du montant minimum d'investissement et de simplification, dans la ligne de celles qui prévalaient sous l'arrêté royal du 15 mai 2003. Sans entrer ici dans les détails, précisons encore que l'arrêté royal du 23 mai 2007 prévoit,

de manière détaillée, les formalités à remplir par le cédant et le cessionnaire de titres d'une pricaf privée lors de chaque cession ou transfert²⁵.

F. Gestion de la pricaf privée et politique d'investissement

L'arrêté royal du 23 mai 2007 a abrogé l'obligation pour une pricaf privée d'être obligatoirement gérée par une société de gestion qui était prévue par l'arrêté royal du 15 mai 2003. Cette abrogation va dans le sens d'une simplification de la structure de gestion d'une pricaf privée et de la réduction des frais y liés. Elle est la bienvenue.

Les plus grandes avancées en matière de gestion d'une pricaf privée sont toutefois à rechercher au niveau de l'extension de sa politique d'investissement et de "l'influence" qu'elle pourra désormais exercer sur les sociétés dans lesquelles elle investit.

Sous l'empire de la loi du 22 avril 2003 et de l'arrêté royal du 15 mai 2003, une pricaf privée ne pouvait – sous réserve de deux exceptions – jamais exercer d'influence sur la gestion ou sur la nomination des administrateurs/gérants d'une société dans laquelle elle investissait. La quantité de titres qu'une pricaf privée pouvait acquérir dans une société dépendait donc directement de la structure de son actionariat. Il s'agit évidemment d'une disposition "anti-holding".

L'article 125 § 2 de la loi du 20 juillet 2004 maintient le principe selon lequel une pricaf privée ne peut, a priori, "*acquérir une quantité de titres d'une même société, telle que compte tenu de la structure et de la dispersion de l'actionariat de celle-ci, ces titres lui permettraient d'exercer une influence sur la gestion de ladite société ou sur la désignation de ses dirigeants*"²⁶.

L'article 14 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 élargit désormais les exceptions à cette interdiction dans quatre hypothèses, dont seules les deux premières existaient sous le régime de l'arrêté royal du 15 mai 2003, soit:

- (i) pour une durée maximale de deux ans ou pour autant que la pricaf privée ne détienne pas de manière directe ou indirecte la majorité des droits de votes attachés à l'ensemble des actions de la société concernée²⁷;
- (ii) pour une société filiale dont l'objet exclusif est de faire des placements à terme ou dans certains instruments

^{23.} Visés à l'art. 1^{er}, al. 2 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit.

^{24.} Dont l'activité habituelle consiste à fournir des services d'investissement au sens de l'art. 46, 1^o de la loi du 6 avril 1995 relative au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement.

^{25.} Ces formalités visant à permettre à la pricaf privée de vérifier le respect des conditions régissant la cession de ses titres et lui permettant de refuser l'inscription de tout transfert non conforme dans son registre des actionnaires ou de suspendre le paiement des dividendes ou intérêts attachés aux titres concernés.

^{26.} On notera que cette définition du contrôle ne correspond pas à celle du Code des sociétés mais est issue de la législation financière. Ceci pourrait donc ouvrir certaines possibilités pour une pricaf privée de détenir plus de 50% des titres d'une société sans toutefois en avoir le contrôle au sens de la loi du 20 juillet 2004.

^{27.} Cette dérogation se justifie notamment par la nécessité légitime pour la pricaf privée de pouvoir, le cas échéant, prendre temporairement le contrôle d'une société dans laquelle elle investit pour protéger son investissement.

- financiers dérivés²⁸;
- (iii) pour autant que les titres qui ne sont pas détenus par la pricaf privée soient détenus par des sociétés, organismes, entreprises ou fonds visés à l'article 7 de l'arrêté royal du 23 mai 2007²⁹; ou
 - (iv) pour autant que la participation dans la société concernée résulte d'une opération dans laquelle tous les dirigeants de la société, ou une partie de ceux-ci, utilisent la pricaf privée comme véhicule de financement par lequel la majorité des droits de vote attachés à l'ensemble des actions, parts ou droits d'associés sont repris d'actionnaires ou d'associés existants et que ces dirigeants sont eux-mêmes présents dans la pricaf privée comme actionnaires ou associés³⁰.

Dans ces quatre cas, une pricaf privée peut également désormais s'engager à voter d'une manière déterminée avec les titres qu'elle gère ou de voter selon les instructions d'autres personnes que les participants réunis en assemblée générale; elle peut également s'engager à ne pas vendre des titres, accorder de droit de préemption ou conclure toute autre convention qui entraverait son autonomie de gestion.

Sans limitation, l'article 13 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 prévoit désormais également qu'une pricaf privée peut, en toutes circonstances, conclure des conventions d'actionnaires qui règlent l'exercice des droits de vote ou qui lui permettent d'exercer une influence sur la gestion ou sur la désignation des dirigeants des sociétés dans lesquelles elle investit. Il autorise désormais également la pricaf privée à souscrire à des restrictions conventionnelles à la négociabilité de titres³¹.

Enfin, notons que l'article 15 de l'arrêté royal du 23 mai 2007 maintient l'interdiction faite à toute pricaf privée de conclure, en ce qui concerne ses actifs, des conventions portant un transfert de propriété avec d'autres organismes de placement collectif, si une même personne assure la gestion au sens de la loi du 20 juillet 2004.

III. LE RÉGIME FISCAL DE LA PRICAF PRIVÉE ET DE SES ACTIONNAIRES

A. Régime fiscal de la pricaf

L'article 185 du CIR 1992 dispose que les sociétés sont imposables sur le montant total des bénéfices y compris les dividendes distribués.

G. Inscription de la pricaf privée auprès du SPF Finances, contrôle de la pricaf privée et radiation

Pour bénéficier du régime fiscal de faveur qui sera décrit au point III ci-après, toute pricaf privée est tenue, en vertu de l'article 3 de l'arrêté royal du 23 mai 2007, de se faire inscrire auprès du SPF Finances sur la liste des pricafs privées prévue par l'article 123 § 1^{er} de la loi du 20 juillet 2004, avant de commencer ses activités. Le principe est repris de l'arrêté royal du 15 mai 2003.

La procédure d'inscription est toutefois devenue remarquablement simple: il suffit, pour la pricaf privée, de demander son inscription à la liste au SPF Finances par lettre recommandée à la poste ou avec accusé de réception, en joignant en annexe une copie conforme de ses statuts³².

Dès qu'une inscription intervient, celle-ci est notifiée par le SPF Finances à la CBFA. Cette dernière est en effet chargée de vérifier que la pricaf privée s'adresse bien exclusivement à des investisseurs privés et ne fasse pas appel à l'épargne publique. En cas de violation du caractère privé de la pricaf, la CBFA peut en effet demander la radiation de la pricaf privée concernée de la liste des pricafs privées (entraînant la perte de son statut fiscal de faveur).

Pour le surplus, le contrôle du respect par une pricaf privée des dispositions de la loi du 20 juillet 2004 et de l'arrêté royal du 23 mai 2007 relève de la compétence exclusive du SPF Finances, qui dispose du pouvoir de la radier de la liste des pricafs privées en cas d'infraction à la loi ou à l'arrêté, mais également en cas de non-respect de ses obligations en matière de déclaration fiscale.

Enfin, la pricaf privée peut évidemment demander à tout moment elle-même sa radiation de la liste des pricafs privées.

L'article 185bis du même code y déroge notamment en ce qui concerne les pricafs privées.

Celles-ci ne sont imposables que sur le montant total des avantages anormaux ou bénévoles reçus et des dépenses et charges non déductibles à titre de frais professionnels, autres que les réductions de valeur et moins-values sur actions ou

²⁸ Le but de cette exception est de permettre à une pricaf privée d'investir, via une filiale, dans des actifs financiers en principe inaccessibles pour elle sans perdre son régime fiscal de faveur.

²⁹ Selon le rapport au Roi précédant l'arrêté royal du 23 mai 2007, cette exception vise l'utilité de la pricaf privée dans le cadre du règlement Arkimedes.

³⁰ Cette dernière dérogation vise concrètement à permettre la réalisation d'opérations de *LMBO* au moyen d'une pricaf privée. Selon le rapport au Roi précédant l'arrêté royal du 23 mai 2007, la condition en est que le management qui souhaite vendre l'actionariat existant organise cette opération de "buy-out" en commençant par rassembler dans une pricaf privée les fonds nécessaires en qualité d'actionnaire ou d'associé et en faisant effectuer le "buy-out" par cette dernière.

³¹ Ces conventions doivent alors naturellement être conformes aux art. 510 à 512 et 551 du Code des sociétés et être ratifiées par l'assemblée générale suivante de la pricaf dans la mesure où elles donnent lieu à un conflit d'intérêt avec les porteurs de titres de la pricaf privée.

³² Contenant la disposition imposée par l'art. 3 de l'arrêté royal du 23 mai 2007.

parts sans préjudice de leur assujettissement à la cotisation spéciale prévue à l'article 219 du CIR 1992.

Conformément à l'article 116 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 1992, il est renoncé totalement à la perception du précompte mobilier sur les revenus mobiliers autres que les dividendes d'origine belge qui sont attribués à des pricaf privées. Afin de pouvoir bénéficier de cette renonciation à la perception du précompte, la pricaf privée devra délivrer au débiteur du revenu une attestation certifiant qu'il s'agit de revenus produits par des avoirs dont elle est propriétaire.

B. Régime fiscal des personnes physiques, actionnaires d'une pricaf privée

a) Les dividendes

Les dividendes attribués à une personne physique en sa qualité d'actionnaire de la pricaf privée, seront soumis à un impôt qui se confond avec le précompte et qui s'élève à 15%³³.

En outre, il est renoncé au précompte mobilier sur la partie des dividendes distribués par la pricaf privée et qui proviennent de plus-values sur actions ou parts réalisées par la pricaf privée³⁴.

Une renonciation au précompte est cependant prévue lorsque la pricaf privée "redistribue" des dividendes provenant d'actions ou parts émises par des sociétés étrangères, au profit d'une société étrangère³⁵. Cette renonciation au précompte vise "à éviter aux sociétés étrangères un impôt supplémentaire qui naîtrait, lorsqu'elles investissent, par le biais d'une pricaf privée"³⁶.

b) Les plus-values

Les personnes physiques sont, en principe, exonérées sur les plus-values réalisées sur les actions qu'elles détiennent dans la pricaf privée.

c) Le boni de liquidation

Les personnes physiques ne sont pas imposables lorsqu'elles réalisent un boni à l'occasion de la liquidation de la pricaf privée.

L'article 21, 2° du CIR 1992 dispose en effet : "Les revenus des capitaux et biens mobiliers ne comprennent pas les reve-

nus (...) d'actions ou parts, payés ou attribués en cas de partage total ou partiel de l'avoir social (...) par une société d'investissement qui bénéficie d'un régime d'imposition distinct exorbitant du droit commun."

Selon l'article 2, 5°, f) du CIR 1992, on entend par société d'investissement, "toute société dont l'objet consiste dans le placement collectif de capitaux".

La pricaf privée est donc une société d'investissement au regard du Code des impôts sur les revenus. Conformément à la disposition citée ci-avant (soit l'art. 21, 2° du CIR 1992), la pricaf privée étant une société d'investissement bénéficiant effectivement d'un régime distinct d'imposition du droit commun, les revenus des actions ou parts attribuées en cas de partage total ou partiel de l'avoir social ne sont pas imposables.

Cette disposition peut donc avoir pour effet qu'une personne physique ne paie aucun impôt lorsqu'elle investit par le biais d'une pricaf privée.

C. Régime fiscal des sociétés, actionnaires d'une pricaf privée

a) Les dividendes

Selon l'article 203 § 2, alinéa 3 du CIR 1992, les sociétés actionnaires d'une pricaf privée pourront bénéficier du régime des RDT lorsque celle-ci leur distribue des revenus dans la mesure où ceux-ci proviennent de plus-values réalisées sur les placements visés à l'article 192 § 3, 1° et 2° du CIR 1992 ou de dividendes provenant de ces placements.

Le régime des RDT s'applique donc si les revenus distribués par la pricaf privée proviennent de plus-values ou de dividendes provenant de placements en:

- (i) actions ou parts dont les revenus répondent à la condition de taxation du régime des RDT³⁷;
- (ii) actions ou parts des pricaf privées.

Les dividendes attribués par la pricaf privée sont en principe soumis au précompte mobilier. Toutefois, il sera renoncé partiellement à la retenue et au paiement du précompte mobilier, dans les mêmes conditions que pour les dividendes attribués à des personnes physiques³⁸. L'actionnaire société de la pricaf privée bénéficiera également de la renonciation au précompte mobilier s'il détient une participation de 15% dans la pricaf privée de manière ininterrompue depuis un an³⁹.

³³. Art. 269, al. 3, b) du CIR 1992 en cas d'apport en numéraire.

³⁴. Art. 106 § 9, a) de l'arrêté royal d'exécution du CIR 1992.

³⁵. Art. 106 § 9, b) tel que remplacé par l'arrêté royal du 23 mai 2007, art. 17.

³⁶. L. MEEUS, "Un nouvel arrêté d'exécution doit ranimer la pricaf privée", *Fiscologue*, 1077, p. 10.

³⁷. Les dividendes ne doivent, en revanche, pas répondre à la condition de participation minimale; art. 202 § 2, al. 4, 3° du CIR 1992.

³⁸. Art. 106 § 9 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 1992.

³⁹. Art. 106 § 6 du CIR 1992. Le seuil de 15% sera réduit à 10% à partir du 1^{er} janvier 2009.

b) Les plus-values

Les plus-values réalisées par l'actionnaire société sur les actions qu'il détient dans la pricaf seront exonérées pour autant que la pricaf privée investisse l'ensemble de ses actifs dans les avoirs suivants⁴⁰:

- (i) dans des actions ou parts dont les revenus éventuels sont susceptibles d'être déduits intégralement des bénéfices en vertu des articles 202 § 1^{er} et 203 du CIR 1992 entrant en considération pour la déduction au titre de revenus définitivement taxés;
- (ii) dans des actions d'autres pricafs privées;
- (iii) à titre accessoire ou temporaire en placements à terme d'une durée de six mois ou de liquidités, pour autant que ces investissements ne dépassent pas, par jour calendrier, 10% du total du bilan au premier jour de la période imposable majoré ou diminué des augmentations ou diminutions du capital libéré, des plus-values et moins-values réalisées ou de dividendes payés et comptabilisés jusqu'à ce jour calendrier, et ce pendant une période qui, par période imposable, est au moins égale à la durée de la période imposable diminuée de six mois.

Dans les autres cas, la plus-value réalisée sera imposable à l'impôt des sociétés.

D. Ventilation entre revenus distribués provenant de plus-values sur actions ou parts réalisées par la pricaf et autres revenus

Dans l'état actuel des textes, aucune règle spécifique n'a encore été édictée en ce qui concerne la pricaf privée.

Certes, l'article 321bis du CIR 1992 a été introduit par la loi portant des dispositions diverses du 27 décembre 2006. Il prévoit que: "*Les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif visées à l'article 3, 11° de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuille d'investissement ou par des dispositions analogues de droit étranger, sont tenues en particulier de fournir, selon les règles déterminées par le Roi, le montant, par catégorie, des revenus attribués ou mis en paiement.*"

Comme nous l'avons vu, la pricaf privée ne doit pas nécessairement être gérée par une société de gestion et en outre, aucun arrêté royal n'a été édicté jusqu'à présent.

Il semble donc que la ventilation doit être effectuée de manière proportionnelle et calculée par la pricaf privée.

L'exonération de retenue de précompte sera donc applicable dans une certaine mesure aux revenus distribués par la pricaf privée. Cette proportion sera le résultat de la fraction composée au numérateur du montant total des revenus reçus par la pricaf privée provenant de plus-values sur actions et au dénominateur du montant total des revenus perçus par la pricaf privée.

Dans ce contexte, il conviendra donc de privilégier, à titre de revenus de la pricaf privée, les plus-values plutôt que la perception de dividendes.

⁴⁰ Art. 192 § 3 du CIR 1992.