

DIRIGEANTS D'ENTREPRISE

Gérer au mieux le cash-out de la cinquantaine

» La stratégie raisonnable issue du nouveau régime des plus-values mobilières porte vers l'OBO

» La restructuration du capital avec l'entrée d'un investisseur n'emporte aucun risque d'abus

Situation du client. Nous supposons un dirigeant détenant 100 % du capital de sa société opérationnelle, une SAS. Une fraction de 60 % du capital est détenue par sa société holding, une SAS également, qu'il possède à 100 %. Les 40 % restants sont détenus à titre personnel. La société est éligible à l'abattement renforcé des jeunes entreprises (150-0 D 1 quater A du CGI). Le dirigeant est marié, sans enfant à charge. Les revenus imposables du foyer s'élèvent à 200.000 euros, avant vente ou distribution.



PIERRE-YVES LAGARDE, associé, Sycomore Family Office, et DAVID SALABI, président, Financière Cambon

Ce que nous allons comparer. Nous allons comparer la vente des 40 % du capital encore détenus à titre personnel avec une politique de distribution des résultats.

La valeur des 40 % est de un million d'euros, que nous traitons intégralement comme une plus-value. La holding souscrit un emprunt de 7 ans, pour le montant total, au taux de 2,50 %. Pour simplifier l'explication, nous allons considérer, pour l'option vente, une répartition moyenne entre intérêts et remboursements du capital afin de raisonner sur un exercice. Nous négligeons également les droits d'enregistrement et les éventuels honoraires de conseil.

Concernant l'option distribution, nous considérons que la fille distribue à ses actionnaires, le dirigeant et la holding, le montant qui serait nécessaire au remboursement du prêt dans l'option vente. La holding distribue ensuite son résultat au dirigeant.

Nous supposons enfin que la richesse captée par le dirigeant, via les distributions ou la vente, est capitalisée pendant la durée de remboursement du crédit, 7 ans, au taux de 3 %. Nous comparerons les stratégies au moyen du chiffre de l'épargne accumulée après 7 ans.

STRATÉGIE 1 : VENTE À UNE HOLDING CONTRÔLÉE PAR LE VENDEUR

Comparaison des stratégies. Voir le tableau

Le risque fiscal encouru. Un arrêt de référence : l'arrêt Bourdon. L'arrêt Bourdon du Conseil d'Etat - 27 janvier 2011 - a jugé qu'une opération d'OBO (owner buy-out), financée pour partie par emprunt bancaire et pour l'autre partie par des dividendes de la cible, n'était pas constitutive d'un abus de droit. L'angle d'attaque de l'administration consistait évidemment à reprocher au contribuable d'avoir « maquillé » des distributions de réserves en plus-values mobilières.

Les conclusions éclairantes du rapporteur public. Selon les conclusions du Rapporteur public sous cet arrêt, « la société [holding] a indéniablement une utilité économique, celle de porter l'emprunt qui permet le rachat [de la cible]. Cet emprunt est la clé : dès lors qu'une banque a accepté de l'accorder, la raison d'être économique de la holding de participation n'est selon nous pas contestable, l'opération ne s'étant pas déroulée en circuit fermé ».

STRATÉGIE 2 : INTERVENTION D'UN INVESTISSEUR

Un contexte favorable. L'industrie du private equity (fonds d'investissement dans les sociétés non cotées) s'est profondément transformée sur les quinze dernières années. Focalisés à l'origine sur les opérations importantes, exclusivement majoritaires (on parle alors de fonds « large cap » : KKR, PAI, Cinven, Apax...), les fonds se sont peu à peu ouverts aux small et mid caps (créneau des 10 à 100 millions) et des spécialistes du minoritaire ont même émergé. La pratique de l'OBO minoritaire s'est ainsi progressivement développée pour devenir une opération désormais courante.

Des investisseurs en nombre représentant une capacité financière colossale. Pour réaliser une opération d'OBO minoritaire offrant au dirigeant un cash-out supérieur à 10 millions d'euros, nous ne dénombrons pas moins d'une quarantaine de fonds d'investissements susceptibles d'être intéressés. Ils représentent chacun une

Gérer au mieux le cash-out de la cinquantaine

capacité d'investissement moyenne de l'ordre de 200 millions d'euros (10 à 20 dossiers par fonds en moyenne), soit une capacité globale de 8 milliards.

La mise en concurrence de ces fonds permet de faire converger les conditions de l'opération vers les meilleures conditions de marché. Elle offre, en outre, un éventail de choix apprécié par l'entrepreneur : fonds régional ou national, fonds expert sectoriel ou généraliste, fonds issus d'institutions prestigieuses ou plus anonymes, capacité à accompagner un programme ambitieux de croissance externe, « fit » humain...

Une appréciation des investisseurs qui n'est plus négative. Les fonds et les banques ont longtemps été réticents à réaliser une opération d'OBO par crainte

Le premier avantage de l'OBO est de sécuriser une partie de la valeur de sa société

de voir le dirigeant perdre de son influx post-opération après avoir réalisé une partie de son patrimoine. Pourquoi le dirigeant vend-il une partie de sa société s'il croit en ses perspectives ? Qu'est-ce qui m'assure de sa motivation pour réaliser le business plan alors qu'il aura suffisamment d'argent pour arrêter de travailler ?

Ce questionnement n'est plus. Le bilan des opérations réalisées depuis quinze ans est largement positif. L'OBO fonctionne manifestement. Il génère, en moyenne, les rendements attendus par les fonds. Il apporte de la sérénité à l'entrepreneur qui, par son biais, a équilibré son patrimoine. Encore majoritairement dans son entreprise, il est surmotivé à poursuivre sur le même pied, voire même à s'exposer davantage, prendre un peu plus de risques, investir davantage, pour accélérer.

Un schéma vertueux de partage de la performance.

Le premier avantage de l'OBO est de sécuriser une partie de la valeur de sa société. C'est un schéma particulièrement bien adapté si l'on n'a pas encore l'âge de transmettre et si l'on croit encore à un potentiel de création de valeur sur sa société. D'autant que sur cette création de valeur future, le fonds est enclin à partager (au-delà d'un certain seuil) sa plus-value avec l'entrepreneur ou avec certaines personnes

clés de la société entrées au capital à l'occasion de l'OBO.

En d'autres termes, le pourcentage de détention du fonds se réduit en fonction de la valorisation atteinte lors de sa sortie. L'entrepreneur et, le cas échéant, ses managers clés, se relaient en fonction de leur performance. Certains schémas prévoient même que, sur une partie de son investissement, le fonds laisse aux autres actionnaires le bénéfice de toute la création de valeur au-delà d'un certain seuil.

Conclusion. La restructuration du capital avec l'entrée d'un investisseur n'emporte évidemment aucun risque d'abus. Le dirigeant retiendra cette option selon la dilution qu'il accepte, mais aussi son souhait de désensibilisation d'une fraction de son patrimoine au risque entrepreneurial.

Au contraire, en cas de vente à la holding contrôlée par le dirigeant, le risque fiscal doit guider toute la réflexion. Il n'est pas envisageable de financer l'opération exclusivement en crédit vendeur. Il n'est pas envisageable de nantir au profit du banquier prêteur tout ou partie du produit de la vente. Et, comme toujours, il serait très pertinent que la création de la société holding initie ou renforce les opérations de transmission.

Rappelons enfin que cette opération a un mérite supplémentaire pour les jeunes entrepreneurs, éligibles à l'abattement renforcé de 85 %, quand ils envisagent de se développer. Si leur société décide de reprendre une activité préexistante, ils perdent le bénéfice de l'abattement renforcé pour basculer dans les 65 % du régime de droit commun. Une vente préalable au développement mérite donc singulièrement d'être étudiée.

Comparaison des stratégies

	Option distribution au bénéfice du dirigeant	Option vente de titres par le dirigeant à la holding
Capacité de distribution de la fille	147.909	147.909
Résultat distribué au dirigeant	59.164	0
Compte de résultat de la holding		
Résultat distribué par la fille	88.745	147.909
Marge sur prestations de services	30.000	30.000
Charges société holding	-20.000	-20.000
Intérêts moyens de l'emprunt	0	-14.638
Résultat avant impôt de la holding	98.745	143.271
Impôt sur les sociétés	-2.166	-414
Résultat de la holding		
Bénéfice de la holding	96.580	142.857
Remboursement moyen de l'emprunt	0	-142.857
Distribution au dirigeant	-96.580	0
Solde de trésorerie	0	0
Richesse appréhendée par le dirigeant		
Distribution brute / an pendant 7 ans	155.743	0
Distribution nette (taxation 38,01%)	96.547	0
Plus-value brute lors de la vente	0	1.000.000
Plus value nette (taxation 21,66%)	0	783.450
Epargne accumulée en 7 années (1)	739.787	963.545

(1) Durée de remboursement du crédit par la société holding.