

La sur-holding dans les LBO

par

Bruno BÉDARIDE

Notaire à PARIS

Chapeau

De plus en plus souvent, les opérations de LBO sont structurées avec une sur-holding située au dessus de la holding de reprise (Newco). La constitution d'une telle sur-holding permet soit de préparer une transmission à titre gratuit au sein du groupe familial sans contrainte fiscale ultérieure, soit d'organiser un tour de table entre le dirigeant et des investisseurs particuliers pour consolider les fonds propres de l'opération. Nous avons demandé à Maître B. Bédaride, Notaire parisien spécialiste de ces opérations, de nous présenter ce montage.

Introduction *

Une opération de LBO est l'occasion pour un futur dirigeant de se constituer un patrimoine professionnel ou d'accroître celui-ci.

Il doit dès avant le stade de l'acquisition, toujours se poser la question d'anticiper ou non la façon dont il envisage de transmettre celui-ci à ses successibles, afin de commencer à organiser sa succession en optimisant celle-ci au plan fiscal.

Par ailleurs, le concours des financiers pour financer l'acquisition de la cible, suppose l'apport de fonds propres dont le futur dirigeant ne dispose pas toujours en quantité suffisante au regard du montant de l'opération ou des risques encourus.

Il lui faudra donc réunir dans un tour de table, parfois des investisseurs particuliers qui lui apporteront les capitaux propres qui lui font défaut.

La constitution d'une société venant coiffer la holding de reprise, qui devra être « animatrice »¹ dans ce cas pour neutraliser l'ISF compte tenu du double degré d'interposition, va permettre soit d'organiser la transmission anticipée de la société cible détenue directement et à 100% par la holding de reprise, soit d'organiser la réunion des investisseurs particuliers à coté du futur dirigeant en permettant dans les deux cas, au

* Cet article est extrait d'un dossier sur les LBO publié dans le numéro 152 d'octobre 2006 de Droit & Patrimoine, pp. 61 et s.

¹ Voir JP Bertrel, la « holding animatrice » dans les LBO, Dr. & Pat, n° 152, octobre 2006, pp. 44 et s..

dirigeant de conserver ses pouvoirs de direction et de contrôle de la holding de reprise à travers cette structure appelée sur-holding.

A notre connaissance, il n'existe pas d'articles de doctrine ou de praticiens traitant du sujet.

Nous allons donc essayer à travers cette étude, de préciser l'intérêt de la constitution d'une sur-holding en tant qu'outil de transmission patrimoniale puis comme structure d'investissement et de voir en fonction des objectifs poursuivis, quelle structure juridique et fiscale appropriée il convient de mettre en place dans chaque cas, outre certains aspects financiers qui méritent d'être développés dans le cadre de la constitution d'un tour de table regroupant des investisseurs.

Nous envisagerons donc successivement la sur-holding en tant qu'outil de gestion patrimoniale (I), puis en tant qu'outil d'investissement (II).

I. La sur-holding, outil de gestion patrimoniale

Avant d'examiner la structure juridique et fiscale à mettre en place, il convient de définir avec le futur dirigeant, le but poursuivi dans le cadre de la transmission envisagée avec ses successibles.

A. Finalité : la transmission immédiate de la cible

Avant d'acquérir les titres de la société cible, le futur chef d'entreprise doit réfléchir pour anticiper ou non sa succession, tant au plan du droit civil, que du droit fiscal.

Il faut toutefois souligner que l'environnement civil et fiscal a évolué et que la transmission anticipée à ce stade pourra paraître prématurée.

En effet, le droit des successions vient d'être réformé par la loi 2006-728 du 23 juin 2006 et plusieurs aspects de cette réforme intéressent les chefs d'entreprises, notamment l'assouplissement de la prohibition des pactes sur successions futures² qui se traduit par la possibilité pour les héritiers réservataires majeurs (en pratique les descendants), de conclure un pacte pour renoncer par avance à exercer l'action en réduction, mais non à la réserve héréditaire³. Cela devrait permettre la constitution de lots entre héritiers réservataires de valeur inégale, surtout lorsque l'entreprise représente l'essentiel du patrimoine du dirigeant, ce qui est souvent le cas.

Mais il n'est pas certain que ces pactes soient faciles à mettre en oeuvre, tant la tradition égalitaire est ancrée dans notre pays depuis l'abolition du droit d'aînesse.

D'autres nouveautés ont été apportées par cette réforme, qui intéressent les entreprises, notamment en matière d'attribution préférentielle dont le domaine d'application a été élargi et

² Article 1130 alinéa 2 nouveau du Code Civil.

³ la renonciation anticipée à l'action en réduction est définie sous les articles 929 à 930-5 nouveaux du Code Civil.

les conditions d'attribution assouplies⁴, ainsi qu'en matière de donations partage, dont le champ d'application a été élargi à ses héritiers présomptifs, lorsque le donateur est sans descendant⁵ ou à ses descendants quelque soit leur degré⁶.

De même les non parents par rapport au donateur qui ne pouvaient recevoir jusqu'à présent qu'une entreprise individuelle, vont pouvoir désormais recueillir des titres sociaux, lorsque l'entreprise est exploitée sous forme de société et que le donateur en est le dirigeant⁷.

Au plan fiscal, indépendamment des réductions de droit commun des droits de mutation à titre gratuit en cas de donation en raison de l'âge du donateur⁸ ou consécutives à un démembrement de propriété (nue-propriété avec réserve d'usufruit ou donation du seul usufruit⁹ et des abattements en ligne directe ou non et entre époux¹⁰, l'assiette des droits de mutation en matière de transmission d'entreprise a été largement réduite dans le cadre du régime de l'article 787 B du Code Général des Impôts.

En effet, les transmissions par décès, donation en pleine propriété avec ou sans réserve d'usufruit ou du seul usufruit sont exonérées de droits d'enregistrement à titre gratuit, à concurrence des trois quarts de la valeur de l'entreprise ou des droits sociaux. De sorte que ne sera taxé qu'un quart de la valeur de l'entreprise ou des droits sociaux à condition que le dirigeant ait pris un engagement de conservation des titres de la société opérationnelle ou de la holding animatrice de groupe assimilée comme telle à une société opérationnelle, s'il détient les droits sociaux en direct.

⁴ article 831 nouveau du Code Civil qui étend l'attribution préférentielle à toutes les entreprises et aux droits sociaux et assouplit avec les articles 832-1 et 2 nouveaux du Code Civil, sur les conditions permettant de demander l'attribution préférentielle de l'entreprise.

⁵ article 1075 nouveau du Code Civil.

⁶ article 1075-1 nouveau du Code Civil.

⁷ article 1075-2 nouveau du Code Civil.

⁸ article 790 du Code Général des Impôts permet :

- pour les donations en nue-propriété consenties à compter du premier janvier 2006, de réduire le taux de droits d'enregistrement à titre gratuit de :

. 35% lorsque le donateur a moins de 70 ans;

. 10% lorsque le donateur à 70 ans révolus et moins de 80 ans.

- pour les autres donations (donations en pleine-propriété ou en usufruit), consenties à compter du premier janvier 2006, de réduire le taux de droits d'enregistrement à titre gratuit de :

. 50% lorsque le donateur a moins de 70 ans;

. 30% lorsque le donateur a 70 ans révolus et moins de 80 ans;

⁹ Application du barème fixé par l'article 669 du Code Général des Impôts.

¹⁰ article 779-I du Code Général des Impôts accorde un abattement de 76.000 Euros entre époux et de 50.000 Euros par enfant du chef de chaque parent qui se régénère à chaque donation faite depuis plus de six ans, en application des dispositions de l'article 784 du Code Général des Impôts et l'article 790 B - C et D accordent un abattement de 30.000 Euros par personne pour les dons aux petits-enfants et de 5.000 Euros par personne pour les dons aux arrière petits-enfants et aux neveux et nièces auxquels s'applique la règle précitée issue de l'article 784 du Code Général des Impôts.

Lorsqu'il y a une société interposée à un ou deux niveaux maximum entre le dirigeant et la société opérationnelle, l'engagement de conservation doit être souscrit par la société qui détient directement les titres de la société opérationnelle. Les participations ne doivent pas être modifiées pendant toute la durée de l'engagement collectif de conservation (les titres de la société interposée n'ont pas à être soumis à un engagement de conservation).

Dans ce cas, l'exonération des droits sociaux détenus directement par le contribuable est limitée à l'actif brut que représente la participation de la société intermédiaire dans la société cible.

Si la holding animatrice qui détient la société opérationnelle est elle-même détenue par une sur-holding, alors l'engagement de conservation doit être souscrit par la sur-holding.

Cet engagement de conservation, c'est-à-dire de non cession des titres sociaux à des tiers non associés de la société objet de l'engagement de conservation, doit être de deux ans à compter de l'enregistrement de l'acte ou de la date de l'acte, s'il est en la forme notariée.

Il doit être souscrit par le dirigeant pour lui et ses ayants cause à titre gratuit avec un ou plusieurs associés personnes physiques ou morales et doit porter sur au moins 34% des titres sociaux (société non cotée).

Au moment de la transmission (décès ou donation), chacun des héritiers ou des donataires doivent à leur tour, souscrire un engagement de conservation de six ans, qui ne commencera à courir qu'à l'expiration du délai initial de conservation de deux ans.

En outre, au moins un des héritiers devra exercer dans les cinq ans dans la société, soit son activité principale s'il s'agit d'une société de personnes, soit une fonction de direction éligible à l'exonération d'impôt de solidarité sur la fortune, définie à l'article 885 O bis du Code Général des Impôts (gérant de SARL, président ou directeur général de SAS, président du conseil d'administration-directeur général, membre du directoire et président du conseil de surveillance dans une société anonyme).

Après ce rapide rappel de l'environnement juridique et fiscal plus favorable aux transmissions d'entreprises à titre gratuit, on peut s'interroger sur l'utilité de procéder à une transmission dès avant le stade de l'acquisition de la société cible par la holding animatrice.

L'intérêt est en fait essentiellement fiscal.

Pour que cet intérêt joue de façon optimale, il faut que la transmission en pratique la donation, intervienne avant l'acquisition de la société cible par la holding animatrice.

En effet, si la transmission intervenait après l'acquisition, l'endettement contracté au niveau de la holding animatrice, viendrait en déduction de la valeur des droits sociaux objet de la mutation, mais l'Administration pourrait contrôler la valeur de l'entreprise.

Aussi, cette façon de procéder permet d'asseoir les droits de mutation à titre gratuit que sur la seule valeur nominale des droits sociaux de la holding animatrice, correspondant à tout ou partie des fonds propres apportés par le dirigeant. Cela permet d'éviter à l'Administration de pouvoir contrôler la valeur de l'entreprise acquise, à condition que la holding animatrice ne soit pas titrée au moment de la donation.

Cela suppose, soit qu'il n'existe pas de protocole d'acquisition préalable, soit que les conditions suspensives affectant le protocole ne sont pas encore levées au moment où s'opère la donation.

Autrement dit, on est exactement dans le même cas de figure d'une donation avant cession de l'entreprise où il convient toujours de veiller à ce que la cession ne soit pas devenue définitive avant que la donation n'intervienne¹¹.

Il faut également souligner le fait que ce mode opératoire permet de transmettre l'entreprise à ses ayants cause à titre gratuit en franchise d'impôt et sans les contraintes de l'engagement de conservation.

La donation devra être faite avec réserve d'usufruit au profit du dirigeant, afin de neutraliser l'impôt de solidarité sur la fortune, de sorte que les donataires seront nus-propriétaires et en veillant à ce que le dirigeant détienne au moins 25% des droits à dividendes et des droits de vote attachés à ses propres titres¹².

On rappellera que les titres détenus par un dirigeant dans une sur-holding qui détient elle-même des titres dans une holding animatrice qui contrôle elle-même la société opérationnelle, sont assimilés à des biens professionnels, dans la mesure où le dirigeant exerce une fonction de direction au sens de l'article 885 O bis du Code Général des Impôts, dans la holding animatrice et qu'il détient directement ou à travers une société interposée (et dans la limite d'un seul degré d'interposition) dans la holding animatrice au moins 25% des droits de vote et des droits à dividendes dans celle-ci¹³.

¹¹ article 779-I du Code Général des Impôts accorde un abattement de 76.000 Euros entre époux et de 50.000 Euros par enfant du chef de chaque parent qui se régénère à chaque donation faite depuis plus de six ans, en application des dispositions de l'article 784 du Code Général des Impôts et l'article 790 B - C et D accordent un abattement de 30.000 Euros par personne pour les dons aux petits-enfants et de 5.000 Euros par personne pour les dons aux arrière-petits-enfants et aux neveux et nièces auxquels s'applique la règle précitée issue de l'article 784 du Code Général des Impôts.

¹² article 779-I du Code Général des Impôts accorde un abattement de 76.000 Euros entre époux et de 50.000 Euros par enfant du chef de chaque parent qui se régénère à chaque donation faite depuis plus de six ans, en application des dispositions de l'article 784 du Code Général des Impôts et l'article 790 B - C et D accordent un abattement de 30.000 Euros par personne pour les dons aux petits-enfants et de 5.000 Euros par personne pour les dons aux arrière-petits-enfants et aux neveux et nièces auxquels s'applique la règle précitée issue de l'article 784 du Code Général des Impôts.

¹³ La prise en compte de la détention indirecte s'applique quels que soient l'importance de la participation détenue dans la société interposée, la forme juridique de celle-ci et son objet social (sociétés ayant une activité professionnelle propre, holding animatrice de ses filiales ou sociétés de portefeuille gérant son patrimoine mobilier ou immobilier)
Inst. 28 avril 1989, 7R-1-89 n° 106; D. adm. 7 S-3322 n° 29, 1^{er} octobre 1999.

Quant aux donataires nus-propriétaires, ils seront exonérés d'impôt de solidarité sur la fortune dans la mesure où, en application des dispositions de l'article 885 G, les biens grevés d'un usufruit sont compris dans le patrimoine de l'usufruitier pour leur valeur en pleine-propriété.

Mais, lorsque le dirigeant prendra sa retraite, il pourra continuer à bénéficier de l'exonération en tant que bien professionnel, quand bien même le démembrement est antérieur à la cessation d'activité (ce qui est le cas en l'espèce), si l'une des fonctions prévues à l'article 885 O bis du Code Général des Impôts, est exercée par un ou plusieurs des nus-propriétaires¹⁴.

Mais, si l'un ou plusieurs des nus-propriétaires n'exerçaient aucune des fonctions de direction éligible à l'exonération d'impôt de solidarité sur la fortune en tant qu'outil professionnel (885 O bis du Code Général des Impôts), alors il faudra recourir à un engagement de conservation en application des dispositions de l'article 885-I bis du Code Général des Impôts, du même type que celui exposé ci-dessus en matière de droits de mutation à titre gratuit pendant une durée minimale de six ans, afin d'avoir droit à une exonération d'impôt de solidarité sur la fortune à concurrence de 75% de la valeur des titres détenus par les nus-propriétaires non dirigeants et à condition au moins que l'un d'eux exerce une fonction de direction dans la holding animatrice, au sens de l'article 885 O bis du Code Général des Impôts.

Au plan civil, il faut recommander la donation-partage car d'une part, elle constitue un partage des biens de l'ascendant dans la mesure où tous les descendants du dirigeant ont été allotés à travers cette donation et d'autre part, le rapport fictif à opérer pour le calcul de la réserve se fera à partir de la valeur des biens au jour de la donation-partage et non au jour de l'ouverture de la succession comme en matière de donation simple.

Toutefois, l'outil de la donation même faite avec réserve d'usufruit est insuffisant.

En effet, il faut permettre au chef d'entreprise de continuer à gouverner, car la donation en nue-propriété à ses enfants leur confère la qualité d'associé et l'aménagement des droits de vote entre le nu-propriétaire et l'usufruitier reste aléatoire depuis la jurisprudence Château d'Yquem¹⁵.

Par conséquent, il suffira que le donateur usufruitier et le ou les donataires nus-propriétaires s'obligent à apporter les parts démembrés à une société qui fera office de sur-holding. Une charge devra être stipulée à cet effet dans la donation, à peine de révocation de celle-ci.

¹⁴ La prise en compte de la détention indirecte s'applique quels que soient l'importance de la participation détenue dans la société interposée, la forme juridique de celle-ci et son objet social (sociétés ayant une activité professionnelle propre, holding animatrice de ses filiales ou sociétés de portefeuille gérant son patrimoine mobilier ou immobilier)
Inst. 28 avril 1989, 7R-1-89 n° 106; D. adm. 7 S-3322 n° 29, 1^{er} octobre 1999.

¹⁵ La prise en compte de la détention indirecte s'applique quels que soient l'importance de la participation détenue dans la société interposée, la forme juridique de celle-ci et son objet social (sociétés ayant une activité professionnelle propre, holding animatrice de ses filiales ou sociétés de portefeuille gérant son patrimoine mobilier ou immobilier)
Inst. 28 avril 1989, 7R-1-89 n° 106; D. adm. 7 S-3322 n° 29, 1^{er} octobre 1999.

Il convient maintenant d'examiner la forme sociale de cette sur-holding, pour mettre en place l'outil de gestion patrimoniale idoine, qui permettra au dirigeant de garder le contrôle de la holding animatrice via la sur-holding, quelque soit le montant des titres sociaux donnés.

B. Choix de la structure juridique et fiscale : la société civile

Avant de choisir la forme sociale au regard de considérations juridique et fiscale, il conviendra de réfléchir avec le futur dirigeant sur la finalité économique de cette sur-holding : aura-t-elle pour objet seulement de gérer les titres de la holding animatrice ou aura-t-elle aussi pour vocation à recueillir des dividendes de la holding animatrice, en vue de les investir dans de l'immobilier ou un portefeuille de valeurs mobilières et ceci dans quelle optique : patrimoniale ou d'entreprise ?

Ces questions doivent être absolument réglées avec le dirigeant ab initio car le choix sera irréversible.

En principe, l'objet de la sur-holding sera civil, puisque l'activité de gestion patrimoniale (portefeuille de valeurs mobilières, de titres sociaux ou d'immeubles) est civile.

Mais l'objet social sera commercial si la holding poursuit une activité économique ou professionnelle.

En principe, le choix d'une société civile est suffisant. Cette forme de société présente l'avantage de pouvoir organiser assez librement les statuts au plan contractuel, notamment quant aux règles de majorité.

Il faudra prévoir la démultiplication des droits de vote en faveur du dirigeant qui devra conserver quelques parts en pleine-propriété dans la société civile, auxquels seront attachés des droits de votes qui lui assureront la majorité dans toutes les décisions sociales à prendre au sein de la société, même s'il est minoritaire.

En effet, dans le silence de la loi, le nombre de voix dont dispose chaque associé est librement fixé par les statuts.

Toutefois, il conviendra d'attirer l'attention du dirigeant sur les risques d'abus de majorité, s'il agit contrairement à l'intérêt social, car les nus-propiétaires minoritaires en voix, peuvent agir et révoquer pour faute dans ce cas.

Mais sous cette réserve, cette solution présente l'avantage de contourner les contraintes liées au démembrement de propriété et au fait que les droits de vote appartiennent au(x) nu(s)-propriétaire(s), sauf pour la répartition des bénéfices, puisque les nus-propiétaires peuvent assister et voter à toutes les assemblées dans la limite de leurs droits.

Cette forme de société permet d'éviter d'avoir recours à un commissaire aux apports pour contrôler la valeur des titres apportés à la société, compte tenu de la responsabilité illimitée de ses associés ou à un commissaire aux comptes¹⁶.

La nature de l'activité de la société ne devrait pas être constitutive d'un danger pour ses associés dont la responsabilité est illimitée.

Mais reste une difficulté à régler en présence de descendants mineurs au regard de cette responsabilité illimitée. Aucune disposition n'interdit à un mineur d'être associé d'une société civile.

Les dispositions de l'article 389-5 du Code Civil prévoient que les deux parents exerçant ensemble l'administration légale pure et simple de leurs enfants doivent néanmoins solliciter l'autorisation du Juge des tutelles en cas d'apport en société d'un immeuble ou d'un fonds de commerce appartenant à un mineur ou en cas de conclusion d'un emprunt au nom du mineur.

Actuellement au regard de ces dispositions, rien ne nécessite l'accord du Juge des tutelles pour autoriser l'apport des titres de la holding animatrice donnés en nue-propiété aux mineurs.

Nous pensons que si l'activité de la société est purement civile et se limite par conséquent à une activité de gestion patrimoniale et si elle ne souscrit aucun endettement directement, il n'y a pas à prendre de précaution particulière, d'autant que les titres donnés portent sur une société holding animatrice dont la forme est celle d'une société par actions simplifiée, dont la responsabilité est limitée aux apports en numéraire réalisés par le donateur avant la donation.

Sorti de ce schéma, la question de l'autorisation du Juge des tutelles pourra se poser et il sera en outre sage de prévoir à titre de contribution à la dette dans les rapports entre associés, que les parties s'obligent à acquitter le passif social qui excéderait le montant de la participation des enfants mineurs dans le capital social.

Ce n'est qu'en cas de danger uniquement que le recours à une société de capitaux sera nécessaire.

Il convient maintenant de voir si la société doit ou non rester une société translucide ou si elle doit opter à l'impôt sur les sociétés ?

Nous rappelons préalablement que l'apport des titres donnés se fera pour leur valeur nominale, puisque la holding animatrice n'a pas encore acquis les titres de la société civile au moment de la donation et de l'apport.

¹⁶ La prise en compte de la détention indirecte s'applique quels que soient l'importance de la participation détenue dans la société interposée, la forme juridique de celle-ci et son objet social (sociétés ayant une activité professionnelle propre, holding animatrice de ses filiales ou sociétés de portefeuille gérant son patrimoine mobilier ou immobilier)
Inst. 28 avril 1989, 7R-1-89 n° 106; D. adm. 7 S-3322 n° 29, 1^{er} octobre 1999.

Par conséquent, il n'est pas nécessaire que la société opte à l'impôt sur les sociétés pour pouvoir bénéficier du sursis d'imposition lors de l'apport des titres à son profit dans le cadre des dispositions de l'article 150-O B du Code Général des Impôts.

Pour savoir si la société doit ou non opter à l'impôt sur les sociétés, il faut en réalité savoir si une fois l'opération de LBO dénouée (dettes amorties), le dirigeant souhaite faire remonter des dividendes dans la société civile pour réaliser des investissements et dans l'affirmative, quel type d'investissement.

Si aucun dividende ne doit remonter dans la société civile, il n'y a aucun intérêt à opter à l'impôt sur les sociétés.

Si des dividendes doivent remonter dans cette dernière, les distributions émanant de la holding animatrice seront soumises au régime des capitaux mobiliers directement dans les mains des associés de la sur-holding en raison de sa translucidité.

Nous rappelons que depuis la suppression de l'avoir fiscal pour les dividendes perçus à compter du premier janvier 2005, les dividendes perçus par une personne physique bénéficient d'une réfaction de 50% ramenée à 40% depuis le premier janvier 2006, auquel s'ajoute un abattement fixe nominal de 1.525 Euros pour les célibataires et de 3.050 Euros pour les couples mariés ou liés par un Pacs soumis à imposition commune, auquel s'ajoute un crédit d'impôt plafonné à 115 Euros pour un célibataire et à 230 Euros pour les couples mariés ou liés par un Pacs.

Par contre, les prélèvements sociaux seront calculés sur la totalité des dividendes distribués.

La contrepartie de l'imposition à l'entrée des dividendes est de leur permettre de pouvoir être appréhendés personnellement par les associés dans la société civile.

Cette solution permet également à la société d'investir les dividendes dans un portefeuille immobilier, tout en restant aux revenus fonciers pour les associés personnes physiques de la société et de bénéficier de l'exonération de plus-value des particuliers au terme d'un délai de quinze ans décompté de l'acquisition de l'immeuble, même si l'investissement est pénalisé par la taxation de la distribution des dividendes à leur entrée dans la société civile.

De même, si les dividendes devaient être investis dans un portefeuille de valeurs mobilières, le choix d'une société non soumise à l'impôt sur les sociétés paraît préférable dans ce cas.

Si la sur-holding est soumise à l'impôt sur les sociétés, elle pourra bénéficier du régime de l'intégration fiscale (a) ou du régime mère-fille (b).

(a) La sur-holding doit détenir au moins 95% du capital de la holding de reprise pour bénéficier du régime de l'intégration fiscale qui permet de faire remonter les résultats chez la mère.

(b) Si la sur-holding détient au moins 5% du capital de la holding de reprise, elle bénéficiera du régime mère-fille qui permet à la société mère d'appréhender les dividendes à recevoir de la holding de reprise sans aucune autre charge fiscale que celle de la réintégration d'une

quote-part de frais et charges à concurrence de 5% du montant brut des dividendes reçus dans son propre résultat.

Aussi, on comprend qu'en optant pour l'impôt sur les sociétés, on fait entrer les dividendes en quasi-franchise d'impôt dans la société civile, imposés à concurrence de 5% dans le cadre du régime mère-fille, qui fait ainsi office de "parking fiscal", qui permettra de réaliser à travers cette structure, de nouveaux investissements.

Mais pour permettre aux associés d'appréhender dans leur patrimoine personnel, les sommes ainsi mises en réserve dans le cadre de cette structure, il faudra qu'ils se distribuent des dividendes au taux marginal de l'impôt sur le revenu ou cèdent leurs titres en étant soumis au régime d'imposition des plus-values propres aux cessions de titres de sociétés à l'impôt sur les sociétés détenues par des personnes physiques relevant de l'article 150-O-A du Code Général des Impôts et assujetties au taux de 16% en vertu de l'article 200A.2 du Code Général des Impôts majoré des prélèvements sociaux au taux de 11%, soit un taux d'imposition total de 27%.

En effet, la liquidation d'une société à l'impôt sur les sociétés est très onéreuse et la cession de la coquille est la seule solution possible pour appréhender les liquidités bloquées dans une telle structure, pour bénéficier d'une imposition allégée par rapport à la liquidation du boni de liquidation.

Par contre, l'option à l'impôt sur les sociétés présente un avantage non négligeable dans l'hypothèse où le dirigeant voudrait céder son entreprise.

En effet, les titres de la holding animatrice détenus depuis plus de deux ans par la société civile soumise sur option à l'impôt sur les sociétés, pourrait bénéficier de l'exonération de plus-value à long terme propre aux titres de participation de société non à prépondérance immobilière, à partir du premier janvier 2007, sous réserve d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du résultat net des plus-values de cession, à inclure dans le résultat imposé dans les conditions de droit commun. Mais l'inconvénient dans ce cas, est d'enfermer le produit de la cession dans une structure à l'impôt sur les sociétés. On se reportera aux inconvénients développés ci-dessus.

Par contre, si la sur-holding n'ayant pas opté à l'impôt sur les sociétés cède des titres de participation, il faut attendre l'écoulement d'un délai de huit ans décompté de l'acquisition des titres de la société cible¹⁷.

Dans notre cas d'espèce, l'exonération portera sur les titres de la holding animatrice assimilée comme telle à une société opérationnelle, quand bien même les titres cédés seraient démembrés.

¹⁷ Il s'agit du nouveau régime institué par l'article 29 de la loi de Finances rectificative pour 2005, qui institue un abattement d'un tiers sur la plus-value de cession de titres de sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés dont le régime est codifié sous les articles 150-O D bis et 150-O D ter du Code Général des Impôts.

Ce régime ne concerne toutefois que les PME employant moins de 250 personnes (au 31 décembre de l'une des trois années précédant la cession), dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'Euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'Euros à la clôture du dernier exercice et qui au cours du dernier exercice clos, étaient détenues à hauteur de 75 % au moins par des personnes physiques ou d'autres entreprises répondant aux mêmes conditions.

En outre, le cédant doit :

- avoir exercé au sein de la société dont les titres ou droits sont cédés, de manière continue pendant les cinq années précédant la cession et dans les conditions prévues au 1° de l'article 885 O bis, l'une des fonctions mentionnées à ce même 1° ;
- avoir détenu directement ou par personne interposée ou par l'intermédiaire de son conjoint ou de leurs ascendants ou descendants ou de leurs frères et soeurs, de manière continue pendant les cinq années précédant la cession, au moins 25% des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres ou droits sont cédés ;
- dans l'année suivant la cession, cesser toute fonction dans la société dont les titres ou droits sont cédés et faire valoir ses droits à la retraite.

Enfin la cession doit porter sur l'intégralité des actions à céder ou sur plus de 50% des droits de vote ou en cas de la seule détention de l'usufruit, sur plus de 50% des droits dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés.

Cette étude démontre que le choix d'une société pour gérer le portefeuille des titres de la holding animatrice, nécessite un grand soin et une définition préalable des objectifs: une situation chiffrée est même souhaitable, même si elle est difficile à réaliser au regard des nombreux paramètres en jeu.

Voyons maintenant l'autre finalité de constitution d'une sur-holding dans une opération de LBO.

II : La sur-holding, outil d'investissement

Il convient ici encore de définir la finalité recherchée pour mettre en place l'outil juridique et fiscal approprié.

A. Finalité : recherche de fonds propres

Une opération de LBO ne saurait s'envisager sans le concours de financiers à travers différents types de financements : dettes senior, junior et mezzanine.

Mais, comme dans toute opération de financement, il est nécessaire de réunir des fonds propres dont le quantum va varier en fonction du risque à financer.

Le montant des fonds propres peut varier de 20 à 40%. On ne saurait d'ailleurs que trop recommander au moment de soumettre aux établissements de crédit ou autres organismes, les dossiers de demande de financement, de soigner le dossier de présentation de l'entreprise, non seulement par un business plan, mais aussi en illustrant la spécificité de son activité, son positionnement par rapport à celle de ses concurrents et la façon dont fonctionne son outil de production.

Malheureusement, ces études préalables sont rarement faites ou sont souvent incomplètes et il n'est pas rare devant les incertitudes révélées par le dossier de présentation, que les financiers exigent une mise de fonds propres plus importante que celle prévue.

Si le futur dirigeant n'a pas les moyens pour couvrir cette demande de fonds propres, il n'aura pas d'autres moyens que de renoncer à son projet ou de rechercher des investisseurs particuliers en leur proposant un rendement élevé des capitaux prêtés, au regard des risques encourus. L'idéal serait de réunir ce tour de table sous l'égide d'un fonds d'investissement professionnel capable d'analyser le risque à encourir.

Mais avant de se lancer dans la recherche d'investisseurs particuliers, il convient de vérifier dans quelles conditions ceux-ci peuvent prêter des fonds au regard de la réglementation des opérations de banques (a) et en matière d'appel public à l'épargne (b).

(a) Les dispositions de l'article L 511-5 du Code Monétaire et Financier énoncent "qu'il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit, d'effectuer des opérations de banques à titre habituel". "Il est en outre interdit à toute entreprise autre qu'un établissement de crédit de recevoir des fonds du public à un ou à moins de deux ans de terme".

Par exception à cette prohibition générale, l'article L 511-7- I-4° du Code Monétaire et Financier, dispose que les interdictions définies à l'article L 511-5 du même Code, ne font pas obstacle à ce qu'une entreprise, quelque soit sa nature, puisse émettre des valeurs mobilières, ainsi que des titres de créances négociables.

Cela signifie que la société peut émettre des obligations ou des actions sans enfreindre la prohibition propre aux opérations de banque.

Toutefois, il convient à ce stade de lever une seconde difficulté qui est celle de la réglementation sur l'appel public à l'épargne.

(b) En effet, l'émission d'instruments financiers (actions et titres donnant accès au capital directement ou non et titres de créances sur la personne morale émettrice), dans le public par publicité, démarchage ou recours à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement, relève de la réglementation sur l'appel public à l'épargne.

Que faut-il entendre par émission dans le public ?

Cette notion a été précisée par la loi du 26 juillet 2005 qui introduit des seuils quantitatifs qui nous intéressent directement.

Ainsi, l'article L 411-2-1° du Code Monétaire et Financier exclut de la notion d'appel public à l'épargne, l'émission des instruments financiers sus-visés, par une société anonyme ou une

société en commandite par actions, pour un montant inférieur à un plafond de 100.000 Euros sans condition et compris entre 100.000 Euros et 2.500.000 Euros dans la limite de la moitié du capital de la société émettrice (article 211-2 du Règlement Général AMF, mis à jour par arrêté du premier septembre 2005).

Autrement dit, il n'y a pas appel public à l'épargne dans la limite de 100.000 Euros et au delà, il faut que l'émission n'excède pas la moitié du capital de la société émettrice (si le capital est de 100.000 Euros, l'émission d'instruments financiers ne sera autorisée que sur 50.000 Euros, soit au total 150.000 Euros avec les premiers 100.000 Euros sans condition).

Ces critères s'apprécient par période de 12 mois par rapport à la première opération.

Mais l'article L 411-2-II-3° et 4° du Code Monétaire et Financier prévoit qu'échappe à la réglementation sur l'appel public à l'épargne, l'émission d'actions ou d'obligations adressée à des investisseurs, soit dont le montant est d'au moins 50.000 Euros par investisseur et par opération distincte, soit dont le montant nominal est d'au moins 50.000 Euros (confère article 211-2 du Règlement Général AMF).

De même, quelque soit la méthode de placement dans le public (démarchage, publicité, prestataire de service d'investissement), l'offre doit s'adresser à un nombre restreint d'investisseurs (L 411-2-II-5° a et d dudit Code). L'article D 411-4 nouveau du même Code précise que le nombre d'investisseurs doit être inférieur à 100.

Autrement dit, la seule façon d'échapper à l'appel public à l'épargne est d'offrir des tickets d'entrée d'au moins 50.000 Euros par opération et par investisseur dont le nombre doit être inférieur à 100.

En bref, le financement à mettre en place ne pourra que se faire sous la forme d'une prise de participation en capital de la structure de reprise soit sous la forme de la souscription à un emprunt obligataire par la structure de reprise avec un ticket d'entrée de 50.000 Euros par investisseur dans la limite de 99 investisseurs par opération, ce qui laisse de la marge.

Jusqu'à ce qu'apparaissent les actions de préférence instituées dans notre droit positif par l'ordonnance du 24 juin 2004¹⁸, qui permettent de modifier les schémas jusque là mis en place, il était d'usage de ne pas associer directement au capital les investisseurs privés, directement dans la holding de reprise ou que celle-ci n'émette pas directement un emprunt obligataire, pour ne pas créer d'interférences avec les banquiers et leur financement, dont le remboursement doit être prioritaire par rapport aux autres investisseurs.

Aussi, la constitution d'une société coiffant la holding de reprise est dans ce cas nécessaire pour isoler les investisseurs privés dans cette structure ad hoc qui apporte les fonds mis à disposition de celle-ci au profit de la holding de reprise par une participation à son capital social, qui constitue la mise de fonds propres réclamée par les financiers.

Les investisseurs pourront prendre une participation au capital de cette structure, soit souscrire à un emprunt obligataire convertible ou non en actions de la société émettrice ou d'une autre

¹⁸ régime défini aux articles L 228-11 à L 228-21 du Code de Commerce.

société détenue directement ou indirectement par la société émettrice ou qui détient directement ou indirectement la société émettrice.

Si la participation au capital peut être une façon de faire fructifier son apport de façon optimale pour un investisseur particulier, ce mode d'investissement est rarement mis en oeuvre, car la sortie de l'investisseur ne sera pas facile à opérer, sauf à organiser une seconde opération de LBO, après le dénouement de la première ou à procéder au rachat des titres de l'investisseur par la société émettrice, en vue d'opérer une réduction de capital, ce qui ne sera pas sans conséquences fiscales, car l'opération est susceptible de dégager une distribution de revenus et une plus-value .

A cette difficulté, s'ajoute celle de la valeur de rachat des actions de l'investisseur lorsqu'il est envisagé d'acquérir ultérieurement d'autres sociétés cibles à travers la holding de reprise, car la valeur des titres de la holding de reprise va s'accroître, sans que l'investisseur privé y soit pour quelque chose, sauf à être obligé de créer une autre structure de reprise, ce que ne souhaiteront pas les financiers et ce qui sera dissuasif quant à l'impôt de solidarité sur la fortune, car la présence d'une holding animatrice de groupe nécessite dans ce cas, une structure en râteau entre la holding animatrice et les différentes cibles.

Pour l'ensemble de ces raisons, il est d'usage par facilité, de recourir à l'émission d'un emprunt obligataire convertible en actions dont la non conversion se traduit par une prime de non conversion alléchante, pour inciter l'investisseur à renoncer à cette conversion.

La sortie ici de l'investisseur va s'opérer par une remontée des dividendes une fois que l'opération de LBO sera dénouée, car les financiers subordonnent le remboursement de leur dette à toute autre dette.

La souscription d'actions de préférence par les investisseurs particuliers directement dans la holding de reprise avec suppression corrélative et définitive de leur droit de vote, devrait se substituer à ce type de montage traditionnel, dans la mesure où, les actions de préférence par leur caractère "traçant" permettent de conférer des droits particuliers dans la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital de la société émettrice ou dans la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital social¹⁹.

Cela signifie qu'il sera possible de donner à l'investisseur des droits financiers directement dans la cible et que sa sortie peut être faite par le rachat de ses propres actions dans la holding de reprise par la société cible, ce qui devrait simplifier ce type de montage et les sécuriser, car actuellement il n'est pas possible de donner directement à l'investisseur des droits particuliers dans la cible autrement que par des remontées successives de dividendes.

Nous allons donc maintenant examiner quelle structure juridique et fiscale il convient de constituer pour réaliser cet apport de fonds propres par les investisseurs.

B. Structure juridique et fiscale : la SAS

¹⁹ régime défini aux articles L 228-11 à L 228-21 du Code de Commerce.

Le choix de la structure juridique devra tenir compte du caractère risqué de l'opération pour l'investisseur, mais aussi de la nécessité de pouvoir assurer le service de la rémunération et le remboursement du capital par la remontée des dividendes de la cible via la holding de reprise.

Au plan juridique, une société de capitaux sera la forme sociale à retenir, car la responsabilité est limitée aux apports faits par les associés ou actionnaires, ce qui sera le cas, si le ou les investisseurs particuliers prennent une participation dans le capital social, bien que leur sortie ne soit pas facile à mettre en place pour les raisons expliquées au sous-titre qui précède.

Mais, lorsque la sur-holding émet un emprunt obligataire, le choix est encore plus restreint.

Seules les sociétés par actions et les SARL peuvent émettre des obligations.

Toutefois, les contraintes liées à l'émission d'obligations par une SARL et la rigidité du statut des SARL, fait que l'on opte pour le choix d'une société par actions simplifiée, compte tenu de la souplesse contractuelle de ses statuts.

La variété des obligations émises est nombreuse. Mais avant de présenter les différentes sortes d'obligations, il faut rappeler que le taux de l'usure n'est pas applicable aux emprunts obligataires, ce qui ressort clairement des dispositions du dernier alinéa de l'article L 313-3 du Code de la Consommation ajouté par l'article 32 de la loi n° 2003-721 du premier août 2003²⁰.

Cela permet d'assurer aux entreprises la recherche de crédits pour financer leurs investissements et de réunir les prêteurs à la hauteur du risque encouru.

On rappellera qu'une obligation est un titre négociable qui dans une même émission, confère les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale, selon la définition posée à l'article L 213-5 du Code Monétaire et Financier, reprise à l'article L 228-39 du Code de Commerce.

On distingue depuis l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004, deux familles d'obligations: les obligations ordinaires dont le capital est amortissable en argent et celles donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances.

A l'intérieur de chacune de ces catégories, il est possible d'aménager contractuellement les modalités d'émission et de remboursement des obligations.

Le capital à rembourser peut être amorti en une ou plusieurs fois, voire par anticipation dans certains cas.

Le remboursement du capital peut aussi se traduire par la conversion de celui-ci en actions de la société émettrice ou de la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital ou de la société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié de son capital.

²⁰ question n° 1827, Réponse Marini: JO Senat Q 2 janvier 2003, p 41 n° 1827.

Cela présente l'intérêt dans notre cas d'espèce de pouvoir offrir des actions de la holding animatrice ou de la société cible. Mais cette possibilité est rarement mise en oeuvre, car sauf exception, les dirigeants veulent après la sortie des financiers, contrôler leur cible à 100%.

D'ailleurs, il faut souligner qu'en pratique nombreux sont les dirigeants à demander la suppression du droit de conversion en actions, immédiatement après la souscription, ce que les investisseurs acceptent sous réserve que le service des intérêts et l'amortissement du capital se déroulent dans les conditions prévues au contrat.

Quant aux intérêts, ils correspondent à un taux actuariel qui tient compte du taux nominal de l'intérêt, mais aussi d'autres paramètres, tels que les modalités de remboursement du capital et du service des intérêts.

En cas de non conversion du capital, une prime de non conversion s'ajoute à l'expiration de l'emprunt obligataire et représente un pourcentage de rémunération aussi important que le service annuel de l'intérêt fixe. Ainsi, il n'est pas rare de voir proposer des taux de rendement interne compris entre 12 et 20%, suivant les risques encourus par les investisseurs.

Le rendement élevé de ce type d'investissement s'explique par la rémunération des risques et l'absence de garantie réelle ou personnelle donnée par le dirigeant.

En effet, les financiers n'acceptent pas que des garanties priment celles dont ils peuvent bénéficier, ce qui explique qu'elles seront consenties au mieux, en second rang.

Par ailleurs, la finalité de cet emprunt étant de permettre la souscription d'actions au capital de la holding de reprise, les dispositions de l'article L 225-216 du Code de Commerce interdisent à toute société par actions de consentir des sûretés sur ses propres actifs. Cela a pour conséquence que si le dirigeant pourra nantir les actions qu'il détient personnellement dans la holding de reprise, aucune garantie ne pourra être donnée sur les titres détenus par la holding animatrice correspondant à ceux de la cible ou sur le ou les fonds de commerce exploités par la cible.

Cela explique que ce type d'investissement doit être réservé à des investisseurs initiés, susceptibles de prendre des risques et de les comprendre.

Il faut également souligner les modalités d'émission de ces obligations.

Le capital de la société émettrice doit être libéré préalablement, conformément au principe posé au second alinéa de l'article L 228-39 du Code de Commerce.

La nomination d'un commissaire à la vérification de la situation financière de la société émettrice est obligatoire pour les sociétés par actions qui n'ont pas encore établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires.

Celui-ci établit un rapport qui doit être déposé au moins huit jours avant la date de l'assemblée générale au siège social et au Greffe du Tribunal de Commerce.

Il existe aujourd'hui un débat en doctrine, pour savoir si cette obligation est également applicable aux sociétés émettant un emprunt obligataire donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances. Le législateur n'ayant pas prévu de dispositions similaires dans la section VI du chapitre VII consacré aux SAS applicables à ces valeurs mobilières donnant accès au capital ou à l'attribution de droit de créances, à celles prévues dans la section V du même chapitre applicables aux obligations, certains auteurs considèrent que cette obligation ne s'applique pas²¹.

Contrairement à l'ANSA²² qui considère que les éléments qui composent cette valeur mobilière, qu'ils soient détachables ou non, celle-ci reste une obligation assujettie aux obligations de l'article L 228-39 précité.

Pour l'émission d'obligations ordinaires, le président peut la décider seul, sauf disposition contraire des statuts, selon les modalités définies à l'article L 228-40 du Code de Commerce.

L'assemblée générale des actionnaires est seule compétente pour autoriser l'émission d'un emprunt obligataire donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances et doit se prononcer au vu d'un rapport de son président et du commissaire aux comptes de la société dans les conditions de droit commun prévus pour les augmentations de capital.

Compte tenu du droit de préférence dont bénéficie les actionnaires pour souscrire à l'émission de l'emprunt obligataire, il sera plus simple de supprimer purement et simplement le droit préférentiel de souscription dans les conditions prévues à l'article L 225-135 du Code de Commerce, plutôt que de faire renoncer les actionnaires à celui-ci.

Les obligataires (souscripteur) d'une même émission, ne sont pas titulaire de droits dans la société, mais d'une simple créance sur celle-ci. Ils ne bénéficient donc pas des mêmes prérogatives que celles des actionnaires.

Pour assurer leur protection, la loi a prévu de les réunir de plein droit dans une masse²³ qui jouit de la personne morale et qui est représentée par trois obligataires au plus nommés aux termes de l'assemblée des obligataires. Cette dernière doit se réunir périodiquement. Les représentants de la masse des obligataires peuvent se faire communiquer les mêmes documents sociaux que ceux dont les actionnaires peuvent obtenir communication et peuvent assister aux assemblées générales des actionnaires sans voix délibérative. Ils réunissent périodiquement l'assemblée des obligataires pour prendre toutes les mesures pour assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt et délibérer sur toutes les propositions relatives à la modification de l'objet ou de la forme de la société, fusion-scission, émission d'un nouvel emprunt obligataire comprenant un droit de préférence, abandon de garanties au profit d'obligataires pour ne citer que les plus importantes.

²¹ voir en ce sens, ingénierie financière, fiscale et juridique Dalloz Action 2006/2007, p 229 n° 22-71.

²² Réunion du comité juridique de l'ANSA du 11 mai 2005 n° 05-037.

²³ prévue à l'article L 228-46 du Code de Commerce pour les obligations ordinaires et L 228-103 du même Code pour les obligations composées.

Il convient maintenant de voir comment va s'opérer les remontées vers la sur-holding en prenant en considération le fait que les financiers vont subordonner le remboursement de leur propre dette à toutes autres dettes, ce qui implique que la sortie des investisseurs se fasse après celle des financiers.

En cas d'emprunt obligataire quelque soit sa forme, celui-ci devra donc être amorti in fine.

Cette subordination interdira toute remontée de dividendes vers la sur-holding, tant que celle-ci perdurera.

Autrement dit, si un service annuel d'intérêt est prévu en cas d'émission d'un emprunt obligataire, il faudra envisager de nommer la sur-holding comme président de la holding de reprise, afin que la sur-holding puisse toucher un revenu à travers la rémunération de sa fonction de présidente de la holding de reprise.

Pour amortir le capital de l'emprunt obligataire, il faudra attendre l'amortissement des dettes des financiers et faire remonter les dividendes vers la sur-holding. Comme celle-ci sera soumise à l'impôt sur les sociétés, on optera pour le régime mère-fille en supposant que la sur-holding détient au moins 5% du capital de la holding de reprise, ce qui permettra de faire remonter les dividendes dans la sur-holding en quasi franchise d'impôt (imposition d'une quote-part de frais et charges fixée à 5% du montant des dividendes reçus).

Il n'est pas souhaitable que l'intégration fiscale se fasse au niveau de la sur-holding, mais reste au niveau de la holding de reprise animatrice de groupe, ce qui paraît plus logique.

Conclusion

Cette étude a eu pour but d'illustrer l'intérêt des sur-holdings coiffant les holdings de reprise dans les opérations de LBO, sous deux aspects très différents, le premier sous l'angle patrimonial, le second sous l'angle d'une structure d'investissement.

Ces finalités doivent être étudiées au cas par cas avec le futur dirigeant. La réunion d'un tour de table doit d'ailleurs être réservée à des investisseurs avertis au regard des risques encourus et à l'absence de sûretés efficaces en contrepartie des fonds avancés. Cela explique le retour sur investissement important qui est favorisé par la non application du taux de l'usure aux financements accordés aux entreprises, sauf exception propre aux découverts en compte.

La différence essentielle entre ces deux types de sur-holding tient à l'impôt sur les sociétés qui ne permettra pas au dirigeant de pouvoir appréhender personnellement les dividendes enfermés dans la sur-holding soumise à l'impôt sur les sociétés, qui fait office de parking fiscal pour recevoir les dividendes en quasi-franchise d'impôt grâce au régime mère-fille en attendant les nouveaux investissements à financer, contrairement à la structure patrimoniale qui doit rester translucide.