

# L'UTILISATION D'UNE HOLDING DANS LA REPRISE D'ENTREPRISE

*L'acheteur qui ne possède pas suffisamment de fonds pour l'achat d'une société peut choisir de constituer une société appelée holding dont l'objet est de racheter les parts ou les actions de la société cible. Le but de ce montage est alors de faire intervenir un partenaire financier (une banque par exemple) qui prête de l'argent à la société holding. Cet emprunt, qui s'ajoute aux fonds apportés par les actionnaires de la holding, permet l'acquisition des titres de la société cible.*

*La constitution d'une holding est à la base d'un montage que l'on appelle un LBO (Leverage buy-out) ou opération à effet de levier. Le LBO est la technique de reprise utilisée pour la prise de contrôle d'une société par une personne physique, par ses salariés ou par une autre société.*

## LA HOLDING

A la holding ne correspond pas une forme juridique spécifique de société : elle revêt le plus souvent la forme de société commerciale (SA, SAS, SARL, etc.), mais il existe également des holdings, sociétés civiles, dont le capital présente la caractéristique d'être détenu par les membres d'une même famille.

Schématiquement, la holding a une fonction de contrôle du capital et un rôle de « manager ». Mais, dans la pratique, on distingue deux types :

- la holding « pure » : société de portefeuille, sa fonction essentielle réside dans la détention et la gestion de participations,

- la holding « mixte » : elle adjoint, à la fonction de détention de titres sociaux, des activités industrielles ou commerciales.

Très fréquemment, les sociétés holding exercent et facturent pour le compte de leurs filiales des activités de conseil, de centralisation de la trésorerie, de tenue de la comptabilité et de diffusion d'informations. Enfin, il faut noter que pour des raisons fiscales, la holding mixte ne peut pas être constituée sous forme civile, si son activité commerciale excède 10% de son chiffre d'affaires.

## LE LBO OU OPERATION A EFFET DE LEVIER

Le LBO est une opération complexe dite d'ingénierie utilisant des techniques juridiques, fiscales ou financières inventées et mises au point par les praticiens de la transmission d'entreprises. Il repose sur quatre idées :

- le recours à une ou plusieurs sociétés holdings de reprise ;

- la recherche d'effets de levier sur les plans juridique, financier et fiscal ;

- l'intervention de partenaires financiers pour mettre immédiatement des fonds à la disposition du repreneur (participations au capital et/ou emprunts), tout en respectant la position d'associé majoritaire de ce dernier dans l'opération de reprise ;

- l'exploitation des fonds provenant des disponibilités financières de la société cible.

L'existence de fonds disponibles au sein de la société cible et la possibilité de leur distribution au profit de la holding pendant la période de financement du montage sont les clés de la réussite de l'opération.

## DESCRIPTION DU MONTAGE

### □ Les effets de levier

Il existe trois effets de levier : financier, fiscal et juridique.

### □ Le levier financier

L'idée essentielle est de pouvoir détenir x euros de capital en apportant seulement la moitié. Exemple : les acquéreurs d'une société dont le prix est fixé à 300.000 euros, ne disposent que de 150.000 euros. Ils décident de les apporter à une société holding. Cette dernière contracte alors un prêt bancaire de 150 K € qui lui permettra de racheter l'intégralité de la société cible.

Le rendement de l'investissement sera d'autant plus important que le montant du capital (ou des fonds propres) mobilisé pour cette acquisition est faible. En conséquence, le repreneur pourra trouver avantage à financer son acquisition par un prêt même s'il dispose des fonds nécessaires.

## □ Le levier fiscal

Les intérêts de l'emprunt sont fiscalement déductibles au niveau de la holding, une partie de la dette d'acquisition pèse ainsi indirectement sur l'Etat.

Afin de parfaire l'effet de levier fiscal, le ou les repreneurs devront choisir de soumettre le groupe ainsi constitué au régime d'imposition le plus adéquat, parmi lesquels, le régime des sociétés mères et filiales (articles 145,146, 216 du Code général des Impôts) et celui de l'intégration fiscale (articles 223A à 223 Q du Code général des Impôts).

## □ Le levier juridique

L'effet levier juridique consiste à utiliser le droit des sociétés pour augmenter l'effet levier financier. La société holding peut ainsi émettre au profit des repreneurs des actions à droit de vote double. Ces derniers peuvent également multiplier leur force de contrôle sur la société cible en procédant à la création de plusieurs sociétés holdings en cascades. Exemple : pour une société dont le prix est de 300.000 euros, les repreneurs ne disposant que 75.000 euros décident de les apporter à la création d'une première société holding. Avec un crédit bancaire de 75.000 euros, cette dernière pourra apporter la somme de 150.000 euros au capital d'une holding intermédiaire. Avec un crédit bancaire de 150.000 euros, cette seconde holding pourra racheter l'intégralité du capital de la société cible.

Il n'y a pas de limite à cette « cascade », il peut être possible de créer autant de holdings que nécessaire. Mais il faut également prendre en compte la lourdeur administrative liée à la gestion de plusieurs sociétés holding. Aussi, certains praticiens recommandent de n'utiliser qu'une holding en choisissant la forme de cette société de manière à accroître le pouvoir de contrôle d'un repreneur minoritaire. Deux formes de société peuvent être ainsi utilisées la Société en commandité par action (SCA) et la Société par actions simplifiée.

Ces deux formes de société peuvent permettre à un associé minoritaire de diriger la société sans risquer d'être révoqué par la majorité des actionnaires. En effet, dans les SCA, les associés commandités peuvent avoir seuls le pouvoir de nommer le gérant ; dans les SAS, une clause statutaire peut limiter à un groupe d'associés minoritaires ou non le pouvoir désigner le président.

## □ La structure du financement

Les banquiers exigent a minima que le repreneur s'engage avec des fonds propres à hauteur de 30 % des besoins de financement ; ce qui implique un taux d'endettement maximum de 70 %. Ce taux est supérieur au ratio prudentiel de 50 % au delà duquel la banque hésite à s'engager. Le repreneur et son banquier, soucieux de la réussite de l'opération, peuvent décider in fine de faire intervenir un financier "mezzanine" à hauteur de 10 ou 20 % de la dette.

Le dette mezzanine (de l'italien mezzo : « au milieu de ») présente la qualité de se situer entre les capitaux propres et la dette principale d'acquisition appelée dette senior. L'intérêt de ce mode de financement provient de ce que la dette mezzanine est remboursée en capital et intérêts après la dette senior.

Les avantages pour le financier « mezzanine » sont les suivants :

- le taux d'intérêt de sa créance est majoré par rapport à celle du banquier senior ;
- il lui est réservé une faculté d'entrée au capital de la holding, sous forme d'options, ce qui lui permet de réaliser une éventuelle plus-value sur la cession de la cible.

## LES RISQUES

Les risques d'échec de la reprise par le système de la holding peuvent avoir une origine juridique, fiscale ou financière.

## ❑ Les risques juridiques

La responsabilité des repreneurs peut apparaître notamment dans deux cas : l'appauvrissement de la filiale et la fusion prématurée entre la holding et la cible.

## ❑ L'appauvrissement de la filiale

Si les prélèvements de la holding sur la filiale deviennent excessifs et qu'ils mettent en danger l'équilibre financier de cette dernière, voire la continuité de son exploitation, les actionnaires minoritaires pourront invoquer devant la justice la notion d'abus de majorité.

En cas de cessation de paiement de la filiale, la responsabilité de la holding pourra être engagée au titre de l'extension du redressement judiciaire. Une action en comblement de passif peut également être intentée à l'encontre des dirigeants responsables de cette situation.

Ces derniers peuvent faire l'objet de sanctions pénales si un abus de biens sociaux est caractérisé (ex., cf. Cass. crim. 5 mai 1997, n°96-81.482, Bull. Joly 1997, p. 953).

Pour éviter ces risques, la pratique recommande une gestion raisonnable des distributions de dividendes et, en tout état de cause, de ne pas procéder à la distribution de plus de 50 % des bénéfices de la société cible.

## ❑ La fusion prématurée

La fusion entre la holding et sa filiale constitue l'aboutissement normal de l'opération de transmission. Cependant, une fusion prématurée entre la holding et la filiale peut être sanctionnée si elle alourdit la charge financière qui pèse sur la société cible. Elle peut donc faire l'objet de la part des actionnaires minoritaires de la cible de différentes actions en responsabilité, notamment fondées sur l'abus de majorité.

Pour sanctionner ce dernier, la jurisprudence (ex., cf. : Cass. com., 6 juin 1990, n°88-19.420, Rev. Sociétés 1990, p. 607) exige la réunion d'un double critère :

- il faut que la décision de fusionner soit contraire à l'intérêt général de la société ;

- et, qu'en outre, cette décision soit tout à la fois préjudiciable aux minoritaires et procède de l'intention des majoritaires de s'avantager directement ou indirectement.

Si les sociétés concernées par la fusion sont des SA, SCA, SAS ou SARL, leurs créanciers peuvent former une opposition dans les trente jours à compter de la dernière en date des publications prévues pour les opérations de fusion. Cette opposition, qui n'empêche pas la fusion, permet soit la constitution de garanties soit le remboursement des créances (article 236-14 du Code de commerce).

## ❑ Les risques fiscaux

L'administration fiscale peut intervenir notamment en cas d'abus de droit ou de d'acte anormal de gestion.

## ❑ L'abus de droit

En application de l'article 64 du Livre des Procédures Fiscales, l'administration fiscale peut restituer sa véritable qualification à un acte juridique lorsqu'elle l'estime fictif ou déguisé, le but poursuivi étant d'éluider l'impôt. Cependant, l'acquéreur poursuivi pourra, pour se défendre, démontrer que sa motivation n'est pas seulement fiscale mais qu'elle est aussi d'ordre économique. La sanction de l'abus de droit est une pénalité de 80% qui vient s'ajouter aux droits éludés en sus des intérêts de retard.

En cette matière, la question a été posée dans le cas de la "fusion à l'envers", où la société déficitaire absorbe la société bénéficiaire. La jurisprudence a estimé que, si la fusion répondait à un intérêt économique, les parties étaient libres d'en choisir le sens qui leur est le plus favorable. (Conseil d'Etat, 21 mars 1986, RJF 1986 n°5, p. 286)

## ❑ L'acte anormal de gestion

Cette notion utilisée par l'administration fiscale est d'origine jurisprudentielle, elle permet de lui rendre inopposable les actes qui sont contraires à l'intérêt social. La contrepartie financière de ces actes n'est alors pas déductible fiscalement.

L'acquisition d'une société suivie d'une fusion avec sa holding peut être constitutif d'un acte anormal de gestion si la fusion est effectuée trop rapidement et

si le niveau de capitalisation de la holding est faible et son endettement très élevé.

## ❑ Les risques financiers

La société cible peut ne pas réaliser les performances économiques et financières qui ont été envisagées dans le plan de financement, soit en raison d'aléas tenant à la situation économique générale ou spécifiques au marché sur lequel elle se positionne, soit en raison d'une mauvaise estimation de sa valeur. Cette situation peut aboutir, au mieux, à une restructuration financière du montage et, au pire, à l'exclusion du ou des repreneurs alors contraints de vendre la holding aux financiers pour un euro symbolique.

En conclusion, si la constitution d'une holding pour acheter les titres d'une société présente des avantages indéniables du point de vue financier ou fiscal, il est néanmoins recommandé de prendre en compte le scénario de l'échec du plan de financement dans le montage juridique.

### Eric CEMPURA

*INFOREG, Service d'Information Réglementaire de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris*

*www.inforeg.cci.fr – 08 92 705 100 (0,34€/min)*

*Source : L'Actualité Réglementaire et Économique de l'Entreprise – N°112 – Février 2004 - ISSN 1251-9448*

### **Je souhaite transmettre ma société, le recours à une société holding présente-t-elle des avantages ?**

Le recours à une société holding peut présenter, au regard de la transmission d'une société, deux avantages importants :

- il permettra d'éviter, en cas de décès du principal associé, l'éclatement du capital entre ses divers héritiers,
- au point de vue financier, la société holding pourra percevoir la quasi-intégralité des dividendes versés par sa filiale, sans prélèvement fiscal complémentaire, si bien qu'elle pourra affecter cette trésorerie au remboursement de l'emprunt qu'elle aura pu contracter pour financer l'acquisition des titres (1).

Ainsi, la création d'une société holding peut faciliter la transmission de l'entreprise au sein de la famille.