

# Matinales Eponymes

## Pourquoi et comment la liquidité intra-familiale ?

Paris, le 4 novembre 2014

# Organisation de la présentation

---

- Propos introductifs
- Pourquoi et comment la liquidité : enjeux et questions à se poser
- 5 thématiques à traiter :
  - juridique
  - fiscalité
  - valorisation
  - financement
  - gouvernance

# Propos introductifs

---

- Caractéristiques des sociétés familiales : verrouillage, illiquidité, réinvestissement substantiel du résultat, long terme
  - ➔ La liquidité est l'exception à ces caractéristiques
- En l'absence de liquidité organisée, la liquidité intrafamiliale n'existe pas, sauf pour le(s) majoritaire(s)
- Organiser la liquidité est un moyen de renforcer l'*affectio familiae* et de faire adhérer la famille à l'entreprise, sans la subir

Une liberté qui ne doit pas être absolue ni de plein droit afin d'éviter que le lien famille-entreprise ne se perde
- Distinction entre 2 grands types de liquidité :
  - mécanismes organisés de liquidité (respiration nécessaire dans des moments critiques – positifs : eg. création d'entreprise - ou négatifs e.g. décès)
  - et les opérations dites de « cash-out » à caractère opportuniste, traditionnellement financées par l'entrée d'un partenaire financier, d'une cession partielle ou encore de la réalisation d'une opération relative pour l'entreprise en terme de trésorerie (cession d'une filiale)

# Pourquoi et comment la liquidité ?

---

- Offrir à l'actionnariat familial une liquidité sur les titres de l'entreprise par nature illiquides
- Questions à se poser :
  - Pour quels événements (bénéficiaires, timing et fréquence, quantum) ?
  - Dans quel périmètre (composition de l'actionnariat familial, existence de pactes Dutriel, de holdings, présence d'actionnaires non familiaux)
  - Selon quelles modalités (cession à une holding, rachat de titres par la société...)
  - Quelle valorisation des titres ? Quelles conséquences en terme de fiscalité (ISF, DMTG, IPV) ?
- Événements à distinguer :
  - Liquidité choisie = prévue : financement de projets personnels, sortie programmée de certains actionnaires familiaux, diversification patrimoniale, divorce, décès, ISF non optimisable
  - La liquidité peut être une stratégie de plafonnement des impositions personnelles (financement à crédit, création de comptes courants...)
  - Liquidité subie = imprévue, souvent liées à des circonstances exceptionnelles : succession non ou mal préparée ; ISF mal optimisé, apparition d'un conflit
- Il n'y a pas de schéma type : à chaque famille sa liquidité → le sur-mesure est essentiel
- Bien que recouvrant des thématiques complexes, bien préparée et discutée, la liquidité n'est pas difficile à mettre en œuvre : l'anticipation est la clé de sa réussite

# Juridique

---

- Phase préliminaire essentielle : réalisation d'un audit de la structure de détention :
  - Géographie de l'actionnariat
  - Existence de clauses statutaires ou conventionnelles d'illiquidité, d'agrément, de préemption
  - Existence de pacte Dutreil (ont-ils été activés, délais restant à courir)
  - Existence ou non de holdings familiales patrimoniales
  - Existence de plans d'intéressement salariés...
  
- 4 grandes modalités de réalisation :
  - Politique de distribution annuelle ou exceptionnelle de dividendes (expression la plus simple de la liquidité)
  - Rachat par la société de ses propres titres
  - Cession de titres à une holding de rachat
  - Bourse interne : cession entre les membres de la famille (expression la plus complexe et la plus rare), induit en principe une fréquence plus forte de la liquidité (mais pas nécessairement)

# Juridique

---

- Détermination des modalités de réalisation de la liquidité :
  - D’après quelle valeur « juridique » (à distinguer du travail de valorisation proprement dit) :
    - Sur la base d’une valorisation objective du prix
    - Sur la base d’une valorisation forfaitaire
    - Sur la base d’un carnet d’ordre fixant un prix d’équilibre
  - Dans la limite d’une enveloppe maximale ou d’une quotité maximale du capital (notions très proches)
  - Nature des droits cessibles (pleine propriété uniquement) ? – dépend du mécanisme envisagé

# Juridique

- Exemple de fonctionnement d'un carnet d'ordres

Enveloppe consacrée : 80 M€ - prix unique par actions au maximum de 50 K€

## 1. Collecte des ordres de vente

COLLECTE DES ORDRES DE VENTES					
Actionnaires	Nombre de titres détenus		Actionnaires	Nombre de titres offert à la vente	Prix de vente minimum souhaité (€)
Actionnaire 1	500		Porteur 5 - Tranche 1	200	15 500
Actionnaire 2	1 500		Porteur 4 - Tranche 1	240	20 000
Actionnaire 3	100		Porteur 2 - Tranche 1	400	25 000
Actionnaire 4	400		Porteur 2 - Tranche 2	600	27 000
Actionnaire 5	1 300		Porteur 1 - Tranche 1	500	34 000
Actionnaire 6	200		Porteur 6 - Tranche 1	200	36 000
Actionnaires restants	6 000		Porteur 5 - Tranche 2	800	41 000
			Porteur 2 - Tranche 3	500	43 000
			Porteur 5 - Tranche 3	200	50 000
Nombre total d'actions	10 000				

# Juridique

- Exemple de fonctionnement d'un carnet d'ordres
  2. Détermination du prix d'équilibre  
Le prix d'équilibre est de 36 K€ par parts

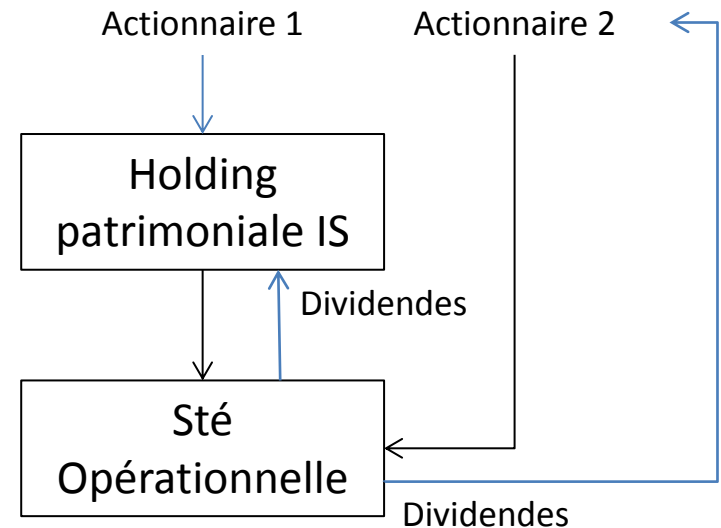
DETERMINATION DU PRIX D'EQUILIBRE						
Actionnaires	Nombre de titres offert à la vente	Prix de vente minimum souhaité (€)	Valeur par tranche	Valeur cumulée	Montant du rachat si prix 36 K€	Montant cumulé du rachat global à 36 K€
Porteur 5 - Tranche 1	200	15 500	3 100 000	3 100 000	7 200 000	7 200 000
Porteur 4 - Tranche 1	240	20 000	4 800 000	7 900 000	8 640 000	15 840 000
Porteur 2 - Tranche 1	400	25 000	10 000 000	17 900 000	14 400 000	30 240 000
Porteur 2 - Tranche 2	600	27 000	16 200 000	34 100 000	21 600 000	51 840 000
Porteur 1 - Tranche 1	500	34 000	17 000 000	51 100 000	18 000 000	69 840 000
Porteur 6 - Tranche 1	200	36 000	7 200 000	58 300 000	7 200 000	77 040 000
Porteur 5 - Tranche 2	800	41 000	32 800 000	91 100 000	28 800 000	105 840 000
Porteur 2 - Tranche 3	500	43 000	21 500 000	112 600 000	18 000 000	123 840 000
Porteur 5 - Tranche 3	200	50 000	10 000 000	122 600 000	7 200 000	131 040 000
Actions rachetées :	2140					
Actions non rachetées :	1500					



# Juridique

Distributions de dividendes :

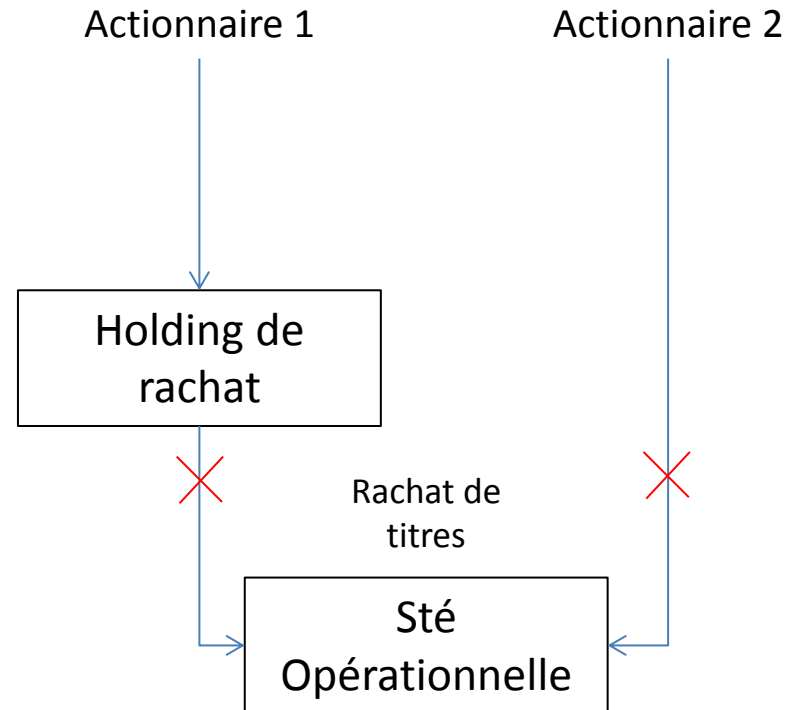
- Avantages : simplicité, souplesse du calendrier, profite à tous, financement supporté par l'entreprise, récurrence forte
- Inconvénients : concerne tous les actionnaires, fiscalité, mécanisme dilutif de trésorerie, confère une valeur de rendement à l'entreprise, optimisation limitée
- Simplicité du remède : création de holdings patrimoniales dédiées pour ceux qui souhaitent capitaliser (nécessite au moins 5% de détention)



# Juridique

## Rachat de ses propres titres par la société

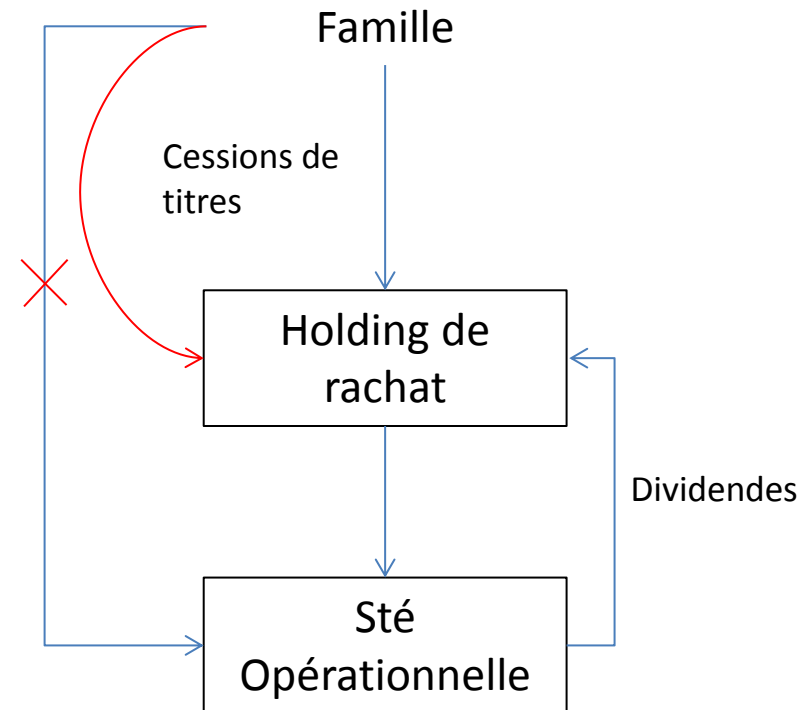
- Avantages : simplicité, schémas d'optimisation des plus-values, souplesse du calendrier, ciblage précis des bénéficiaires, financement supporté par l'entreprise
- Inconvénients : maîtrise impérative des pactes Dutreil, récurrence faible
- Optimisation : création de holdings patrimoniales de capitalisation (cf. page 12)



# Juridique

## Utilisation d'une holding de rachat

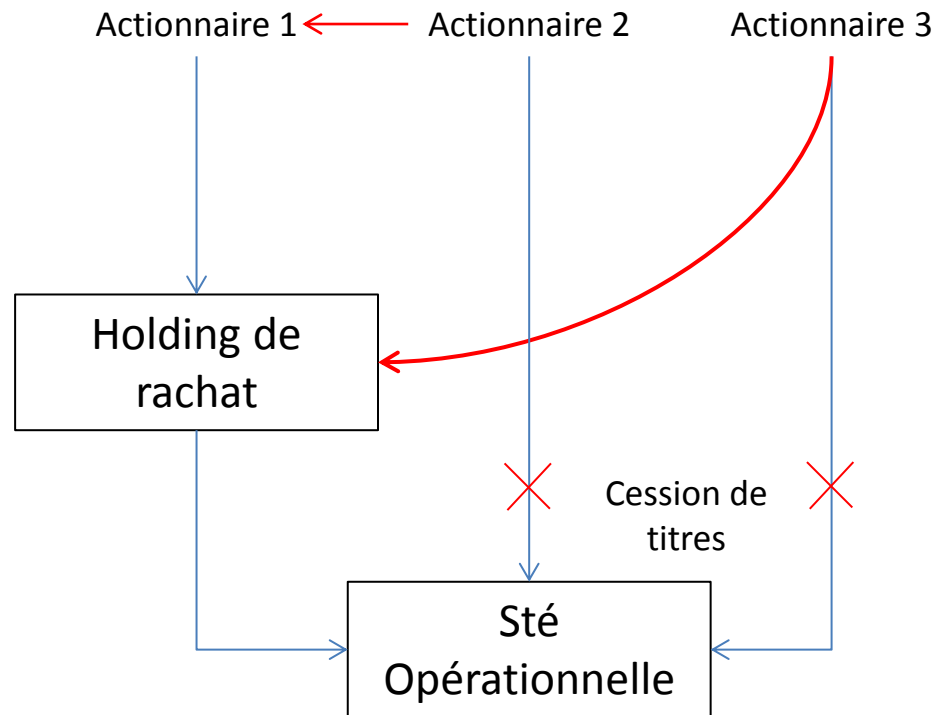
- Avantages : schémas d'optimisation des plus-values, souplesse du calendrier, ciblage précis des bénéficiaires, financement par l'entreprise
- Inconvénients : implique idéalement de concentrer le financement sur la holding, maîtrise impérative des pactes Dutreil
- Optimisation : création de holdings patrimoniales de capitalisation (cf. page 12)



# Juridique

## Bourse interne

- Avantages : liquidité fréquente, schémas d'optimisation des plus-values, souplesse du calendrier, ciblage précis des bénéficiaires, système très contrôlé
- Inconvénients : complexité, valorisation permanente de la société, gestion des pactes Dutreil, financement à la charge du cessionnaire, système très contrôlé
- Optimisation : création de holdings patrimoniales de capitalisation ou d'une société de rachat (cf. page 12)



# Fiscalité

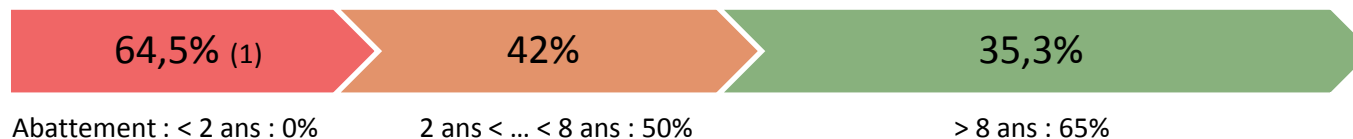
## Plus-values de cession de valeurs mobilières

Barème de l'IRPP après application d'un abattement variant selon la durée de détention et prélèvements sociaux (15,5%)

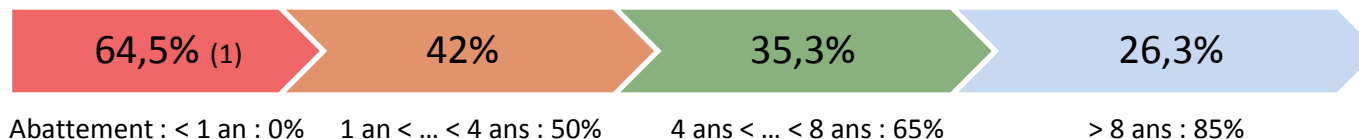
Sont visés : Les cession de titres de sociétés mobilières stricto sensu, le gain résultant d'une d'une réduction de capital non motivée par des pertes, le produit de rachat de ses propres titres par la société en vue d'une attribution aux salariés (art. L 225-208 Cce)

Deux régimes d'imposition :

- Le régime « normal » : applicable aux parts et actions de sociétés et certains OPC (composés de + de 75% actions »)



- Le régime « incitatif » : titres de PME de moins de 10 ans au jour de l'acquisition, départ en retraite des dirigeants de PME, cessions intrafamiliales et cessions de jeunes entreprises innovantes



(1) Taux marginal d'imposition avec prise en compte de la CEDH mais sans prise en compte de la déductibilité partielle de la CSG

# Fiscalité

## ■ Dividendes et produit d'une réduction de capital

Avant décision (QPC du 14 avril 2014) :

- Différence entre prix rachat et prix d'acquisition (si > aux apports) = RCM (dividende)
- Différence entre prix d'acquisition et valeur des apports (si > au prix d'acquisition) = plus ou moins value

### Exemple 1 :

Prix de rachat : 200

Montant des apports : 150

Prix d'acquisition : 110

➡ Dividende : 50 (200 – 150)

➡ Plus-value : 40 (150 – 110)

### Exemple 2 :

Prix de rachat : 200

Montant des apports : 150

Prix d'acquisition : 170

➡ Dividende : 30 (200 – 170)

➡ Plus-value : 0 (200 – 170 – 30)

	Personne physique	Holding à l'IS	
		Régime mère-fille	Sans régime mère-fille
Dividende distribué :	100	100	100
IS :	n/a	-1,7	-33,3
Dividende redistribué :	n/a	98,3	66,7
IRPP + PS* :	-42,4	-41,7	-28,3
Net :	57,6	56,6	38,4
<b>Imposition effective:</b>	<b>42,4%</b>	<b>43,4%</b>	<b>61,6%</b>

\* Taux marginal d'imposition avec prise en compte de la CEDH et de la déductibilité partielle de la CSG

# Fiscalité

## ■ Dividendes et produit d'une réduction de capital

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014 et sous réserve de la loi de finances rectificative pour 2014 (ou LF 2015 pour les années 2015 et suivantes)

– Le gain est taxé comme une plus-value :

- Différence entre prix rachat et prix d'acquisition (si > aux apports) = plus ou moins value
- Différence entre prix d'acquisition et valeur des apports (si > au prix d'acquisition) = plus ou moins value

### Exemple 1 :

Prix de rachat : 200

Montant des apports : 150

Prix d'acquisition : 110

➡ Plus-value : 90 (200 – 110)

### Exemple 2 :

Prix de rachat : 200

Montant des apports : 150

Prix d'acquisition : 170

➡ Plus-value : 30 (200 – 170)

	Dividende	Personne physique		
		PV (régime normal)		
		< 2 ans	2 ans > < 8 ans	> 8 ans
Dividende distribué :	100	100	100	100
IRPP + PS* :	-42,4	-64,5	-42,0	-35,3
Net :	57,6	35,5	58,0	64,7
<b>Imposition effective:</b>	<b>42,4%</b>	<b>64,5%</b>	<b>42,0%</b>	<b>35,3%</b>

\* Taux marginal d'imposition avec prise en compte de la CEDH et de la déductibilité partielle de la CSG

# Fiscalité

---

- Conclusions :
  - Dividendes plus avantageux si titres détenus < 2 ans (42,4 % vs. 64,5%)
  - Dividendes et plus-values quasi-comparables entre 2 et 8 ans de détention (42,4% vs.42%)
- Mise en place possible de régimes dits « optimisant » :
  - Donation/Cession ; apport/cession ; donation partage avec soulte
- Recours à des holdings de capitalisation afin d'éviter une trop forte dilution de la distribution de dividendes nécessaire au financement et/ou afin d'éviter de servir les actionnaires qui ne veulent pas appréhender de dividendes (capitalisation, plafonnement de l'ISF...)
- Problématiques fiscales à gérer ou à anticiper :
  - Externalisation d'une valeur (ISF, DMTG)
  - Pacte Dutreil (DMTG ou ISF) activé
  - Cessions entre signataires ou non signataires
  - Conséquences de la déchéance de l'engagement (pour l'intéressé, pour les autres membres de la famille signataires – engagement collectif avant ou après transmission / engagement individuel)



# Valorisation

---

- La valorisation des entreprises familiales n'est pas le point le plus complexe de l'organisation de la liquidité des groupes familiaux, mais une question centrale sur laquelle les associés familiaux doivent converger.
- Principe d'une bourse intrafamiliale : liquidité particulière permettant des transactions sur les titres dans un cadre réservé à la famille et régulé : timing, prix, quotités dans le respect de la gouvernance familiale et des principes transposés dans le pacte...
- Le dispositif doit être adapté :
  - à la taille de la société (ou du groupe de sociétés) et à sa complexité,
  - à la « taille » et à la « complexité » de la famille (nombres de générations représentées au capital, puissance ou faiblesse du cercle familial...)
- La valorisation de la société doit répondre à un (parfois difficile) équilibre entre :
  - une valorisation équitable pour les sortants /restants / entrants,
  - une valeur « défendable » dans les déclarations fiscales (mutation ou ISF),
  - un support aux outils d'intéressement pour les managers non familiaux ou familiaux.

# Valorisation

---

- Quelques principes importants à respecter :
  - Une méthodologie reconnue et acceptée par les associés familiaux
  - La permanence des méthodes
  - Une méthodologie compatible avec le Guide de l'Administration : « l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés ».
  
- Quelques questions importantes à traiter :
  - Minoritaires et/ou bloc majoritaire
  - Cas d'une cohabitation d'actifs cotés et non cotés
  - Actifs cotés avec faible flottant
  - La volatilité
  
- Valeur et prix
  
- La liquidité de la liquidité : fond de liquidité nécessaire dans le véhicule familial ad'hoc

# Valorisation

---

- La valorisation des entreprises familiales :
  - Un processus permettant de renforcer l'affectio familiae (l'entreprise vue comme un point de réunion des familles) : l'entreprise doit être un matériau chaud non une matière froide
    - I. Réunions thématiques autour de l'entreprise au-delà des assemblées générales (souvent annuelles) : les produits, les innovations, les challenges...
    - II. Partage du modèle économique et des constituants de la valeur
    - III. Présentation (en général annuelle sauf évènement exceptionnel) de la valeur et de ses principaux constituants
  - Un outil de communication entre les associés familiaux et les managers non familiaux et familiaux
- Le cas des entreprises familiales dotées de FCPE (Fonds Commun de Placement d'Entreprise) au bénéfice des managers et salariés de l'entreprise
- La valorisation proprement dite des sociétés dans une bourse intrafamiliale est fondée sur les principes généraux de recherche d'une valeur des actions qui soit aussi proche que possible d'une valeur de marché.
- Valorisation généralement annuelle en liaison avec la période de liquidité prévue dans le pacte familial.

# Valorisation

---

- Valorisation par un expert « indépendant » [question accessoire : qu'est ce qu'un expert indépendant ?] :
  - Par le déploiement des méthodes d'évaluation (approches analogiques et approches intrinsèques) et par examen des références d'évaluation (recommandation AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 27 juillet 2010),
  - Par la mise en œuvre d'un modèle d'évaluation en lien avec le modèle économique de l'entreprise du type de ceux développés dans le cadre des FCPE investis en titre d'entreprises non cotés (cf ci-après).
  
- Valorisation en valeur de marché :
  - par le déploiement des méthodes d'évaluation
    - I. les approches analogiques consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques,
    - II. les approches intrinsèques consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux futurs de trésorerie – DCF, des flux de dividendes et dans certains cas, l'actif net réévalué).

# Valorisation

---

- et par examen des références d'évaluation : les références de valorisation complètent l'analyse de la valeur en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :
  - I. la valeur comptable des actifs ;
  - II. le cours de bourse de la société ;
  - III. les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;
  - IV. les cours-cibles des analystes pour les sociétés cotées.
  
- Valorisation par développement d'un modèle d'évaluation composant plusieurs paramètres, par exemple :
  - si applicable, valeur patrimoniale : actif net réévalué
  - valeur fondée sur une rentabilité moyenne ou normative (multiple x EBITDA ou EBIT moyen ou normatif), un cash flow moyen ou normatif (multiple x CF opérationnel avant investissements)
  - Valeur fondée sur un modèle EVA (Economic Value Added)
  - tous paramètres particuliers de valorisation de l'entreprise.
  
- Toutes ces méthodologies se fondent sur une distinction entre la VE (valeur d'entreprise = valeur intégrant la position financière nette i.e. dette financière nette ou trésorerie nette) et la valeur des capitaux propres (ou des actions) = VE +/- Position financière nette.

# Valorisation

---

- La question des primes et des décotes par rapport à une valeur de marché :
  - Etude très complète de la SFEV (publié en septembre 2008) qui fait référence sur ce sujet
  - Différents décotes (les plus usuelles) :
    - I. Décote de minorité et d'illiquidité
    - II. Décote de taille
    - III. Décote de holding
    - IV. Décote de conglomérat
  - Les primes de contrôle
- Modèle de valorisation : le cas des sociétés dotées d'un FCPE (1/2) :
  - Mode de valorisation selon le dispositif fixé par le Code du travail :
    - La méthode de valorisation des titres de l'entreprise est fixée au moins tous les cinq ans par un expert indépendant. Celui-ci doit définir une nouvelle méthode de valorisation en cas d'évolution substantielle de l'activité de l'entreprise, ou lorsqu'un changement exceptionnel est intervenu dans sa situation. Le calcul de la valeur du titre est effectué lors de chaque exercice sous le contrôle du(des) commissaire(s) aux comptes.
    - Lorsque les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, le prix de cession est déterminé conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise.

# Valorisation

---

- Modèle de valorisation : le cas des sociétés dotées d'un FCPE (2/2) :
  - Valorisation minoritaire
    - 1/ applicable à des minoritaires familiaux sauf cas particuliers
    - 2/ non applicable en l'état à des associés majoritaires.
  
- Intérêt et limites des modèles de valorisation :
  - Intérêt :
    - 1/ permanence des méthodes et des critères d'évaluation (modalités d'évaluation identiques du prix d'entrée et du prix de sortie)
    - 2/ volatilité pour partie gommée (pour les FCPE, volonté du législateur de faire coïncider, autant que possible, la création de valeur avec les performances de l'entreprise)
    - 3/ en cas de modèle stabilisé (sous réserve de validation régulière, cf ci-après), appropriation par les associés.
  
  - Limites : nécessité de valider régulièrement la pertinence du modèle par rapprochement avec une évaluation financière de marché.

# Financement

---

- Financement de la liquidité :
  - Fonds propres
  - Dette externe
  - Crédit-vendeur
  
- Capacités d'autofinancement
  - Adapter la liquidité (montant et timing) à la capacité financière de l'entreprise
  - Le plafonnement de l'ISF rend à nouveau possible le financement par crédits-vendeurs (liquidité immédiate à hauteur de l'impôt à prévoir)
  
- Comparatif avec les FCPE
  
- La liquidité n'est pas une fin en soi, elle doit rester exceptionnelle et être la plus maîtrisée possible
  
- En principe prévue dans la Charte ou les Pactes
  
- Réalisée dans le respect de l'équité (selon qu'elle est choisie ou subie)



# Gouvernance

---

- Son principe et son mécanisme doivent être exprimés de façon commune et transparente :
  - Discussion préalable lors du Conseil de famille et/ou à l'assemblée générale (annuelle ou extraordinaire)
  - Courrier à tous les actionnaires décrivant l'opération (importance de la note d'information et de la documentation) – question de la confidentialité
  - Respect de délais de prévenance (selon le nombre d'intéressés)
  - Organisation d'une réunion ad hoc afin de répondre aux questions
  - Selon l'importance de la famille, mise en place d'une « hotline » technico-fiscale
  
- A chaque famille sa gouvernance malgré une « boîte à outils » commune
  
- Il est essentiel que la famille adhère à son modèle de gouvernance pour que cela soit pérenne :
  - Le processus doit être traité dans la confiance et donc dans la transparence
  - la détention à long terme des participations doit être favorisée
  - l'actionnaire ne doit pas se sentir prisonnier de l'entreprise familiale
  
- Il est essentiel que la famille adhère à son modèle de gouvernance pour que cela soit pérenne

# Biographies

---

- Pascal de Roquigny
  - Associé et directeur général délégué de BM&A (anciennement Bellot Mullenbach & Associés), cabinet indépendant d'audit et de conseil, qui dispose d'expertises à forte valeur ajoutée dans le domaine du support opérationnel aux directions financières et du conseil financier, BM&A se situant notamment comme l'un des tous premiers acteurs de l'expertise de valeur d'entreprise en France, Pascal de Rocquigny réalise depuis une trentaine d'année des missions très variées dans le domaine de l'audit (d'entreprises cotés et non cotés, de PME, d'associations...), de l'expertise (de valeur, de préjudices...) et du conseil aux entreprises et aux chef d'entreprise.
  - Ce sont ses activités d'évaluation d'entreprise et d'expertise indépendante qui l'ont conduit à s'intéresser aux entreprises familiales et aux questions de valorisation et de liquidité propres à ces entreprises. Il intervient régulièrement sur ces problématiques dans des groupes familiaux en qualité de conseil ou d'expert indépendant.

Contact: +33 1 40 08 99 50 – [p.de.rocquigny@bma-paris.com](mailto:p.de.rocquigny@bma-paris.com)

# Biographies

---

## ▪ Marc Vaslin

- Vaslin & Associés est un cabinet d'avocats français indépendant et exclusivement dédié aux entreprises familiales, à la clientèle privée et aux chefs d'entreprises. Présent à Paris, Genève et Bruxelles, le cabinet composé d'une dizaine d'avocats apporte son expertise dans un contexte national et international.
- Avocat aux Barreaux de Paris, Genève et Bruxelles, Marc est spécialisé depuis plus de 15 ans, sur toutes les questions juridiques et fiscales patrimoniales et conseille à ce titre une clientèle privée composée notamment :
  - d'entreprises familiales, cotées ou non, lors de leurs phases de développement, de leur transmission à titre gratuit, de leur cession partielle ou totale, ou de la mise en place de la gouvernance familiale
  - de grandes fortunes françaises ou étrangères, à l'occasion de toutes les étapes de leur vie et notamment, lors de l'organisation des structures de détention d'actifs financiers ou immobiliers, de gestion de leur patrimoine, de sa diversification, de sa protection et de sa transmission aux générations suivantes.

Contact : +33 1 73 03 16 61 – [mvaslin@vaslin-associes.com](mailto:mvaslin@vaslin-associes.com)