



CE QU'IL FAUT SAVOIR SUR ...

LA RÉDUCTION DE CAPITAL NON MOTIVÉE PAR DES PERTES : L'ACTIONNAIRE SATISFAIT ET REMBOURSE

Technique de politique financière répandue dans les groupes cotés, la réduction du capital est souvent présentée comme un moyen pour les actionnaires d'appréhender un excédent de liquidités, en l'absence de projet d'investissements significatif. L'offre publique de rachat d'actions en vue de leur annulation lancée récemment par Chargeurs est un exemple de cette stratégie.

Ce type d'opération ne constitue pas encore en France une alternative ordinaire à la distribution de dividendes, comme il l'est par exemple aux Etats-Unis, du fait notamment de son coût fiscal prohibitif pour les actionnaires personnes physiques. En effet, si la réduction de capital ne s'inscrit pas dans un plan de rachat d'actions en vue de les attribuer aux salariés ou un plan de rachat d'actions sur un marché réglementé, c'est le régime des distributions, sans avoir fiscal, qui s'applique aux revenus imposables.

En d'autres cas, la réduction de capital procèdera simplement d'une logique de désinvestissement d'actionnaires minoritaires. L'offre de rachat d'actions pourra ainsi préluder à une offre publique de retrait, telle celle pratiquée par Naf Naf en 2003.

Cependant rien n'interdit à l'actionnaire majoritaire d'une société non cotée de s'inspirer de ces pratiques pour faciliter la sortie d'un ou de plusieurs actionnaires. La réduction du capital opérée par le moyen d'un rachat d'actions combine alors un double intérêt politique et financier : offrir une sortie aux actionnaires minoritaires et rémunérer cette sortie par la trésorerie de la société.

Modalités pratiques hors le cas de rachat par une société de ses actions en bourse

Si ces opérations présentent un intérêt financier manifeste, leur mise en œuvre doit garantir l'égalité des actionnaires et préserver le droit de gage des créanciers. Elle est, par conséquent, subordonnée au respect d'un formalisme contraignant en comparaison d'une cession directe de titres.

L'offre de rachat requiert l'intervention de l'assemblée générale extraordinaire de la société émettrice appelée à statuer sur un rapport spécial du commissaire aux comptes. Elle doit en principe être proposée à tous les actionnaires et maintenue pendant une période minimum de vingt jours, mais selon la majorité des auteurs il est envisageable, par une résolution prise à l'unanimité des actionnaires, de réserver le rachat d'actions à un seul ou plusieurs actionnaires convenus à l'avance.

Les créanciers, y compris les obligataires, peuvent, quant à eux, former opposition à la réduction de capital dans le délai de vingt jours à compter du dépôt au greffe de la décision de réduire le capital. La réalisation de l'opération sera ensuite, le cas échéant, suspendue jusqu'au règlement du sort des oppositions par le tribunal de commerce.

Une fiscalité éventuellement attractive pour les personnes morales mais pénalisante pour les personnes physiques

Pour les personnes morales, si le gain éventuel avait résulté d'une cession directe, l'imposition aurait été établie suivant le régime des plus-values sur titres imposables au taux - majoré des contributions - soit de 33^{1/3}%, soit de 19% si les titres répondent à la qualification de titres de participation et sont détenus plus de deux ans. **En revanche, en cas de rachat par une société de ses propres titres, l'actionnaire pourra bénéficier d'une exonération fiscale à hauteur de 95% du produit du rachat si les conditions d'application du régime des sociétés mères et filiales sont remplies (détenion de 5% de la société émettrice notamment). Seul le solde de 5%, afférent à la quote-part forfaitaire de frais et charges, reste taxable entre les mains de l'actionnaire.**

Le recours à une opération de rachat par une société de ses propres titres est en revanche, aujourd'hui, pénalisant pour les actionnaires personnes physiques. Le gain qu'ils réalisent est, en effet, taxé comme un revenu mobilier, sans avoir fiscal, selon le barème progressif de l'impôt sur le revenu alors que le régime fiscal des plus-values sur titres (taux fixe de 16% plus contributions sociales de 10%) est généralement plus favorable. A compter de 2005, toutefois, la charge fiscale serait atténuée dans la mesure où le nouveau régime applicable aux revenus mobiliers prévoit d'accorder un abattement de 50% aux personnes physiques bénéficiaires des revenus.

CORPORATE

Ordonnance du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales

Cette ordonnance, prise en application de l'article 26 de la loi du 2 juillet 2003 habilitant le Gouvernement à simplifier le droit, modifie significativement le régime des valeurs mobilières. Parmi les principales innovations, nous relevons :

L'unification et l'assouplissement du régime des actions assorties de droits particuliers, sous la nouvelle dénomination d'**actions de préférence**. Ces actions, dont les caractéristiques sont librement déterminées par les statuts ou le contrat d'émission, peuvent bénéficier de droits tant financiers que politiques dans la société émettrice ou une société qu'elle contrôle ou qui la contrôle. Inversement, elles peuvent faire l'objet de restrictions telle que la privation du droit de vote. En conséquence les actions de priorité, actions à dividende prioritaire, certificats d'investissement et de droit de vote, qui ont vocation à disparaître, sont à présent régis par des dispositions transitoires.

Le régime des **augmentations de capital** est redéfini : notamment, la portée des délégations pouvant être conférées par l'assemblée générale aux organes de direction est élargie ; les règles de fixation du prix d'émission dans les sociétés faisant appel public à l'épargne sont assouplies (la règle des « dix parmi les vingt » sera remplacée par une règle définie par décret après avis de l'AMF) ; le délai d'exercice du droit préférentiel de souscription est ramené de dix à cinq jours.

Les règles spécifiques en matière d'OBSA, OCA, OEA et BSA sont supprimées, toutes les **valeurs mobilières composées** obéissant désormais à un même régime modifié et complété qui entre en vigueur immédiatement. De nouvelles dispositions précisent notamment les mesures de protection des titulaires de ces titres en cas d'augmentation de capital.

D'autres modifications concernent : les **émissions obligataires** ordinaires qui peuvent à présent être décidées par le conseil d'administration sauf clause statutaire contraire ; la majorité à laquelle statue l'**assemblée des obligataires**, qui est élevée aux deux tiers ; et enfin, les **clauses d'agrément**, désormais valables entre actionnaires, l'actionnaire sortant étant par ailleurs en droit de renoncer à son projet de cession à tout moment, y compris après la fixation du prix par un expert.

FINANCEMENT

L'ordonnance du 17 juin 2004 a créé les contrats de partenariat (public-privé)

Une formule innovante – un PFI à la française ? Leur objet est quasiment illimité puisqu'il peut englober la conception, la construction, la transformation, l'entretien, la maintenance, l'exploitation, la gestion ou le financement d'ouvrages ou d'équipements nécessaires au service public ; la rémunération du cocontractant est un prix versé pendant toute la durée du contrat à la différence des contrats régis par le code des marchés publics, où le prix ne peut être fractionné, et des délégations de service public, où les recettes proviennent principalement des usagers ; l'attribution du contrat se fait par la procédure, souple, du dialogue compétitif.

Les limites : les contrats restent administratifs (donc résiliables unilatéralement pour motif d'intérêt général) ; une évaluation par un organisme indépendant doit établir qu'il s'agit de la seule formule praticable compte tenu de la complexité du projet ou de l'urgence ; l'accord du ministre des finances est requis.

Incertitudes ? Ces contrats restent très encadrés, d'où des clauses obligatoires, mais dont la portée n'est pas précisée. Quant aux **possibilités de financement**, elles sont élargies (crédit-bail, location avec option d'achat, cession de créances, etc.), mais les **garanties** pourront paraître illusoire pour les établissements financiers (en particulier étrangers), ces garanties n'ayant pas nécessairement une pleine efficacité au regard du droit privé.

FISCALITE

Régime de TVA des opérations financières

La Cour de Justice des Communautés Européennes a récemment apporté plusieurs précisions importantes en matière de champ d'application et de calcul du prorata de déduction de TVA des opérations financières réalisées notamment par les holdings (CJCE 29.04.04, aff. 77/01). La Cour considère que, hormis l'activité commerciale de transaction de titres, la simple vente d'actions et d'autres titres négociables, de même que les participations dans des fonds d'investissement ne constituent pas une activité économique conférant à leur auteur la qualité d'assujetti à la TVA ce qui conduit à les exclure par ailleurs du calcul du prorata de déduction. La CJCE précise, en revanche, que relèvent d'activités économiques réalisées par un assujetti, les opérations financières d'un holding consistant en l'octroi de prêts rémunérés à ses filiales ainsi qu'en certains placements financiers. Si ces opérations bénéficient, de par la loi, d'une exonération de TVA, la Cour juge qu'elles sont exclues du prorata de déduction lorsqu'il s'agit d'opérations accessoires c'est-à-dire si elles n'impliquent qu'une utilisation limitée des biens et services pour lesquels la TVA est due. Cette définition des opérations accessoires semble remettre en cause l'approche exclusivement fondée sur le chiffre d'affaires (règle des 5%) adoptée par la France.

Au sommaire du dernier numéro de « *What's up* », la lettre présentée par le département **Distribution - Concurrence** du cabinet :

« *Protection des modèles contre l'imitation des tiers* »

LA PAROLE A ...

Stéphane Moreau, directeur du fonds d'investissement ACTO, interrogé sur son entrée au capital d'ODALYS Domaines du Soleil, détenant un parc de résidences de tourisme.

ASA: quels motifs ont déterminé l'investissement d'ACTO dans le groupe ODALYS?

Après un investissement significatif au sein du leader français du camping, nous avons souhaité explorer en profondeur le secteur connexe de la résidence de tourisme. Ce marché est caractérisé par un leadership de Pierre & Vacances (plus de 50% de part de marché), mais 25% du marché restent atomisés et le n°2, avant notre intervention, était sept fois plus petit que le n°1.

Notre réflexion a été de faciliter l'émergence d'une alternative crédible en constituant, par croissance externe, un n°2 significatif. Nous avons rencontré ODALYS qui tentait de financer l'acquisition d'un concurrent de taille moitié inférieure, les Domaines du Soleil, et lui avons proposé une double opération : LBO « classique » sur ODALYS en association avec l'actionnaire initial et acquisition uniquement par endettement des Domaines du Soleil. Nous détenons donc aujourd'hui aux côtés de l'actionnaire initial 49,5% de l'ensemble ODALYS Domaines du Soleil.

ASA: cette entrée d'ACTO au capital doublée d'une opération de croissance externe a-t-elle rendu les négociations plus complexes?

Oui, sur le plan humain d'abord il était compliqué de négocier concomitamment avec deux contreparties aux intérêts divergents, dont l'une allait devenir notre partenaire. Le montage de cette opération, compte tenu de ses spécificités s'est déroulé sur une période de 14 mois avec quelques moments forts. Ensuite financièrement, compte tenu de la forte croissance passée d'ODALYS (TMCA de 44% sur les cinq dernières années) et des perspectives de synergie, il était difficile de trouver un prix d'entrée au capital satisfaisant pour tous. Nous avons proposé une solution originale par son ampleur : 70% du prix était indexé sur les résultats des deux prochaines années du nouvel ensemble grâce à une mécanique classique d'*earn out*.

ASA: depuis la réalisation de l'opération il y a bientôt un an, comment la société a-t-elle tiré parti des ressources apportées par ACTO?

Nous avons eu deux apports significatifs : notre signature d'institutionnel a permis à ODALYS de renforcer sa légitimité par rapport à des concurrents régionaux parfois fragiles et d'accélérer la croissance : nous attendions 5.000 lits de plus, il y en aura 10.000 cette année. L'autre élément est plus qualitatif : notre présence au capital en tant qu'investisseur long terme oblige, si besoin était, l'équipe de direction à inscrire davantage ses décisions dans une perspective de création de valeur. Pour finir, je signalerai que nous aurons en principe payé à la fin de l'année la totalité de l'*earn out*, ce qui est une vraie mesure du travail accompli par tous.

N'hésitez pas à nous adresser vos réactions, commentaires ou questions à l'adresse suivante : lalettre@ayache-salama.com. Si vous souhaitez recevoir La Lettre par e-mail, vous pouvez nous l'indiquer en utilisant cette adresse.