

# Présentation du cas Vélasquez

M. Vélasquez, aujourd'hui âgé de soixante ans, dirige une entreprise agroalimentaire spécialisée dans la surgélation des produits de la mer et implantée dans le Nord de la France.

Cette entreprise, dont il a racheté 100% du capital à son beau-père, existe depuis quarante-cinq ans. Elle a connu un essor important dans les années quatre-vingt-dix et a atteint une phase de maturité caractérisée par une croissance modérée.

## 1 PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

## Vue d'ensemble

### Structure actuelle du bilan de l'entreprise Vélasquez

Postes de l'Actif	Montants en €	%
Immobilisations d'exploitation	2 312 000	37,3
BFR d'exploitation	2 685 000	43,3
<b>Total Actifs d'exploitation</b>	<b>4 997 000</b>	<b>80,6</b>
Actifs de trésorerie	1 203 000	19,4
<b>Capitaux engagés</b>	<b>6 200 000</b>	<b>100</b>

Postes du Passif	Montants en €	%
Capitaux propres <i>dont capital social</i>	4 660 000 1 500 000	75,2
Dettes à long et moyen termes	1 540 000	24,8
<b>Capitaux permanents</b>	<b>6 200 000</b>	<b>100</b>
Passifs de trésorerie	0	0
<b>Total financements</b>	<b>6 200 000</b>	<b>100</b>

BILAN DE L'ENTREPRISE VÉLASQUEZ AU DERNIER ARRÊTÉ COMPTABLE.

### Situation personnelle

M. Vélasquez est veuf et a trois enfants de 27, 25 et 20 ans, qui travaillent avec lui. Il dispose d'un patrimoine personnel comprenant divers appartements locatifs à Paris et sur la Côte d'Azur, dont la valeur de négociation est évaluée à 4 000 000 € et un portefeuille titres, investi en actions, obligations et certificats de dépôts, dont la valeur de marché est de 1 300 000 €. La situation patrimoniale de M. Vélasquez, l'amène à payer l'Impôt de solidarité sur la fortune (ISF).

Hormis son outil industriel, il ne croit plus beaucoup à la rentabilité de ses placements : actions et obligations, patrimoine immobilier, ou encore certificats de dépôts à 1,5%.

Ces différents facteurs et le développement de l'entreprise mènent M. Vélasquez à la croisée des chemins : il peut continuer à développer son patrimoine sans se préoccuper de sa succession, ou bien anticiper celle-ci.

## Trois projets

Préférant ce dernier cas, il pense créer à ce stade une entreprise avec ses enfants afin de racheter l'outil industriel existant et le développer en créant une nouvelle unité de production. Le financement de l'opération serait assuré, en grande partie, par un groupe de banques amies qui prêteraient les fonds, moyennant prise de garanties sur le patrimoine personnel de M. Vélasquez.

Lors d'une soirée, M. Vélasquez se décide à parler de son projet à M. de Cépédès, vieil ami d'enfance aujourd'hui devenu avocat réputé. Celui-ci, ayant bien compris son souhait, lui apprend qu'il est également en affaires avec deux chirurgiens détenteurs de cliniques dans les environs de Nice. Ces médecins désirent fusionner leurs cliniques, mais n'ont pas encore réussi à se mettre d'accord sur les modalités. À l'instar de grands groupes industriels comme la Générale de Santé, M. de Cépédès pense qu'il y a là une occasion d'investissement qui pourrait aider à résoudre le problème de M. Vélasquez. Une clinique doit se traiter de la même façon qu'une entreprise industrielle, la propriété du capital et la gestion de l'établissement restant indépendants de l'acte médical. Il faut donc regarder l'efficacité de la gestion et les solutions de financement qui peuvent convenir au besoin particulier de M. Vélasquez.

En outre, lors d'un déplacement d'affaires et alors qu'il est seul à l'hôtel, M. Vélasquez rencontre un Espagnol, M. Cienfuégos, qui passe le plus clair de son temps dans les Caraïbes. Celui-ci lui présente des opportunités d'investissements dans l'hôtellerie, soit aux Antilles françaises - qui bénéficient encore à ce moment de la loi « Scellier Dom » - soit à Cuba : le blocus économique décrété par les États-Unis depuis 1963 et la chute du bloc soviétique ont eu pour effet l'accélération du développement des infrastructures touristiques afin de faire entrer les devises nécessaires aux besoins du pays. Bien que catastrophique pour la population, cette situation offre une véritable opportunité pour les investisseurs : l'État cubain leur garantit la liberté de circulation des fonds et ne taxe pas encore les gains réalisés.

Dès lors, M. Vélasquez ne sait plus que penser. Aussi demande-t-il à M. Cienfuégos un dossier sur un projet d'hôtel à Varadero, la station balnéaire la plus réputée de Cuba depuis la création de la Casa Dupont (de Nemours). Il fait de même avec M. de Cépédès en ce qui concerne les cliniques du Sud de la France.

Il leur demande d'étudier, en plus des projets d'investissement, des solutions de financement qui lui permettraient de résoudre ses problèmes de succession. Il s'impose des contraintes identiques en ce qui concerne le développement de son outil industriel.

Deux mois plus tard, il termine le dossier dont il a la charge. Fourni en proposition 1, ce dossier fait apparaître des éléments intéressants, tant du point de vue industriel que de celui de la succession.

Quinze jours plus tard, il reçoit les projets de MM. de Cépédès (proposition 2) et Cienfuégos (proposition 3). Il est alors prêt à étudier l'ensemble pour prendre une décision cohérente.

## 1 PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

# Proposition 1 : projet industriel Gellfish S.A.S.

## Volet économique

L'entreprise agroalimentaire s'approvisionne actuellement pour un tiers auprès de mareyeurs locaux, le reste étant fourni par des négociants qui achètent principalement dans les pays nordiques.

Les immobilisations d'exploitation apparaissant au bilan sont presque toutes amorties. Les terrains ont encore une valeur comptable de 300 000 €. Le matériel roulant vaut encore 1 710 000 € et doit être amorti en linéaire sur trois ans. Le fonds de commerce est valorisé à 202 000 € et la marque à 100 000 €. Les valeurs d'assurance des biens s'élèvent à 3 000 000 €.

Assorti d'un taux d'intérêt de 10 %, l'emprunt devrait normalement être remboursé à la fin de l'année prochaine, bien qu'il existe une clause de remboursement par anticipation moyennant le paiement d'une indemnité de 3 % du capital restant dû. Le cas échéant, M. Vélasquez est prêt à prendre cette décision.

## Éléments actuels de l'exploitation

Postes	Montants en 1 000 €	%
Chiffre d'affaires	30 000	100
Valeur ajoutée	3 900	13
Impôts, taxes et versements assimilés	- 100	
Frais de personnel	- 2 060	
Excédent brut d'exploitation	1 740	5,8
Dotation aux amortissements	- 500	
Résultat Brut d'Exploitation	1 240	4,1
Produits financiers	+ 150	
Charges financières	- 250	
Résultat courant	1 140	3,8
Impôts sur les bénéfices	- 470	
Résultat net	670	2,2
Capacité d'autofinancement	1 170	3,9

CRÉATION DE RÉSULTAT DE L'ENTREPRISE VÉLASQUEZ.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

Le marché des produits de la mer connaît une forte croissance depuis les crises affectant le marché de la viande.

Cependant, compte tenu de la saturation de l'outil productif, le Chiffre d'affaires de l'entreprise Vélasquez devrait connaître une faible croissance l'année prochaine.

De plus, l'arrivée sur le marché de nouveaux concurrents en provenance d'Espagne et d'Afrique du Nord va perturber le développement futur de l'entreprise.

Une récession devient même prévisible. Aussi est-il souhaitable de moderniser l'outil productif afin d'améliorer la compétitivité et de pouvoir s'implanter plus fortement à l'exportation.

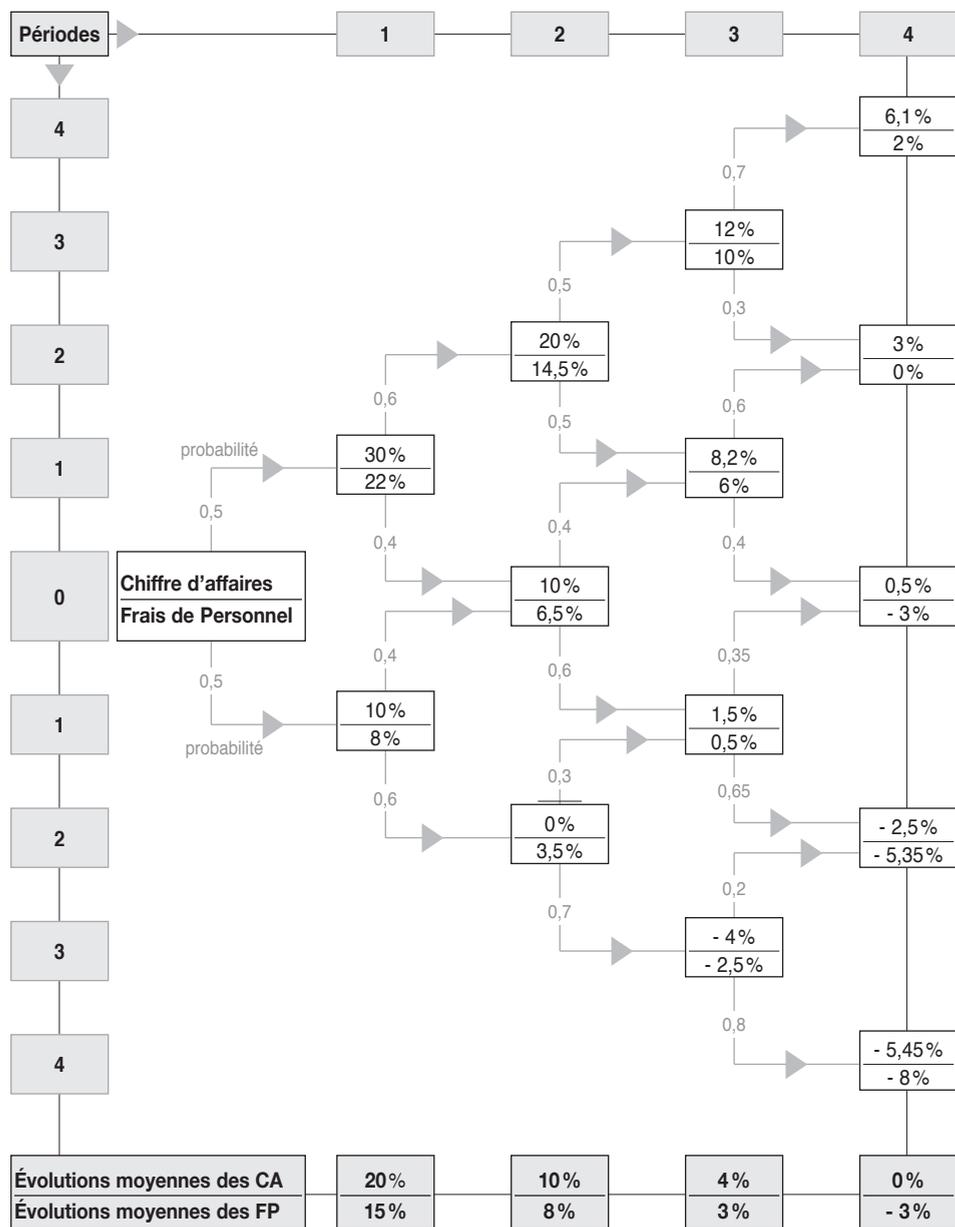
Périodes	Années
1	1 à 3
2	4 à 7
3	8 à 15
4	16 à 20

## ■ Prévisions

En cas de modernisation de l'outil productif, les différentes études - conjoncture, marchés et stratégies - réalisées tant pour le marché national que pour les exportations, aboutissent à des prévisions englobant les quatre périodes suivantes.

Les prévisions ci-après - croissance du Chiffre d'affaires et incidence sur les frais de personnel - sont fondées sur des prix de commercialisation bas par rapport au marché.

1 PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ



ÉVOLUTIONS PRÉVISIBLES DU CHIFFRE D'AFFAIRES ET DES FRAIS DE PERSONNEL.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

## Investissements

Pour réaliser cette activité en restant compétitif, M. Vélasquez pense qu'il est souhaitable d'automatiser autant que possible le processus de production : il faudra investir en une fois dans un nouvel outil et prévoir à diverses reprises des investissements de renouvellement.

Postes	Montants en 1 000 €	Observations
<b>Actifs corporels dont :</b>	<b>5 000</b>	Payable en 0.
- terrain	300	
- gros œuvre	1 800	Amortissement linéaire 20 ans.
- agencements	500	Amortissement linéaire 10 ans.
- matériel et outillage, matériel roulant	2 400	Amortissement linéaire 5 ans.
<b>Investissements de renouvellement</b> (en base annuelle à partir du début de l'année 2 jusqu'au début de l'année 16)	<b>400</b>	Amortissement de chacun des investissements sur 5 ans.

INVESTISSEMENTS DU PROJET.

## Autres chiffres

Le Besoin en fonds de roulement optimal est estimé à 45 jours de Chiffre d'affaires.

Par un suivi permanent des conditions d'approvisionnement et un effort sur les charges externes, le taux de Valeur ajoutée produite devrait être le suivant :

Périodes	Années	Taux de Valeur ajoutée en % du CA
1	1 à 3	15
2	4 à 7	15
3	8 à 15	13
4	16 à 20	13

Les autres données de gestion du projet sont les suivantes :

Postes	Niveaux	Observations
Impôts Taxes et Versements Assimilés en % du CA	0,5%	Années 1 à 20.
Taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés en France	36,7%	Années 1 à 20.
Taux de TVA en France	19,6%	Années 1 à 20.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

En fin d'année 3, le projet prévoit également la cession d'actifs de production pour une valeur de négociation, après impôts, de 500 000 €. La durée de récupération de la TVA auprès de l'État français étant en moyenne de six mois, l'entreprise va recourir à un crédit relais au taux de 6,5 % pour financer celle de ses actifs corporels, avec pour effet un alourdissement des charges financières de l'année 1.

### Nouvelle structure

M. Vélasquez se demande s'il ne doit pas profiter de cette évolution pour changer la structure financière du capital et celle du financement de l'entreprise.

#### Gellfish S.A.S.

Il pense créer une nouvelle société, sous la forme d'une Société par actions simplifiée (S.A.S.). Le capital en serait détenu par lui-même à hauteur de 10 % et par ses enfants à parts égales (30 % chacun), avec un contrat prévoyant la non révocation du gérant. Cette entreprise lui rachèterait immédiatement l'outil actuel (entreprise Vélasquez) et engagerait les investissements nécessaires au développement.

La nouvelle entreprise serait baptisée Gellfish S.A.S. et aurait un capital de 165 000 €. Elle rachèterait les actions que détient M. Vélasquez à un prix de 4 660 000 €<sup>1</sup>. Le règlement se ferait en une fois dès la signature des actes.

Pour cette transaction, M. Vélasquez serait soumis à un impôt sur les plus-values de cession de titres au taux légal (cotisations de solidarité et sociales incluses)<sup>2</sup>.

Si nécessaire, il pourrait laisser dans l'entreprise un compte courant d'associé de 3 000 000 € dès le début de l'année 1 moyennant remboursement, au plus tard en année 4.

1 M. Vélasquez hésite à sortir la trésorerie disponible en encaissant des dividendes et à profiter de l'effet fiscal lié à cette situation. Il pense de plus que, si la distribution devait avoir lieu, elle aurait pour effet de minimiser la valeur de revente et de ce fait les droits de mutation.

2 Au moment de la réalisation de ce cas le taux était de 26 %. Aujourd'hui, compte tenu de la durée de détention de ses titres, M. Vélasquez serait taxé au taux marginal de ses revenus (45 % pour la dernière tranche) après abattement de 65 % de la plus-value.

$$\text{ici : } 4\,660\,000 \text{ €} \times (1 - 0,65) \times 45\% = 733\,950 \text{ €}$$

Sur le montant global de sa plus-value sans abattement, il devrait aussi s'acquitter :

- d'une Contribution sociale généralisée au taux de 8,2 %,
- d'une Contribution au remboursement de la dette sociale de 0,5 %,
- d'un prélèvement social de 4,5 % plus un prélèvement additionnel de 0,3 %,
- d'un prélèvement de solidarité au taux de 2 %,
- soit un taux de prélèvements sociaux de 15,5 %.

$$\text{ici : } 4\,660\,000 \text{ €} \times 15,5\% = 722\,300 \text{ €.}$$

Au total, il paierait 1 456 250 € soit 31,25 % de sa plus-value.

## Rôle des banques

Le reste des financements nécessaires au rachat de l'entreprise et à son développement serait assuré par les banques amies, disposées à octroyer un emprunt à moyen et long terme à hauteur de 80% des besoins au maximum<sup>3</sup>. Portant intérêt au taux de 5,60%, celui-ci serait remboursable par amortissement constant du capital.

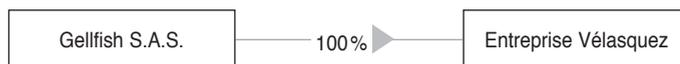
Elles seraient d'accord pour financer sur quinze ans le rachat des titres et l'immobilier (terrains et gros œuvre), à l'exclusion des agencements. Elles accepteraient également de financer le matériel sur des durées qui n'excèdent pas celles de l'amortissement des biens.

En contrepartie, les banques nantiraient les titres et prendraient des hypothèques sur les bâtiments<sup>4</sup>. Par simplification, on acceptera que ces frais complémentaires soient inclus dans le taux d'intérêt.

De plus, les banques pourraient accorder un encours de trésorerie d'escompte au taux de 5,00% sans excéder toutefois 40% du Besoin en fonds de roulement.

## Holding et groupe

Gellfish S.A.S. serait la société holding du groupe, avec demande d'intégration fiscale. Les anciens établissements Vélasquez et la société Gellfish S.A.S. ne constitueraient alors plus qu'une seule et même entreprise<sup>5</sup>.



STRUCTURE DU GROUPE GELLFISH S.A.S.

Pour M.Vélasquez, la cession des actifs d'exploitation de Gellfish S.A.S. (immobilisations et BFR) en année 20 se ferait sur un multiple du Chiffre d'affaires, équivalant à un prix après impôts de 50% du chiffre moyen de l'année 20.

<sup>3</sup> Un tel niveau d'endettement accroît nécessairement le risque du prêteur. Ce dernier devrait donc prendre une rémunération plus importante.

<sup>4</sup> Le nantissement est un gage remis au créancier en garantie d'une dette. L'hypothèque est un droit réel consenti sur des actifs immobiliers pour garantir le remboursement d'un prêt. Ce droit permet au créancier de faire vendre le bien si le débiteur ne le rembourse pas et de se payer directement sur le produit de la vente.

<sup>5</sup> Pour davantage de précisions sur ce domaine, voir notamment les guides fiscaux Lamy ou Francis Lefebvre.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

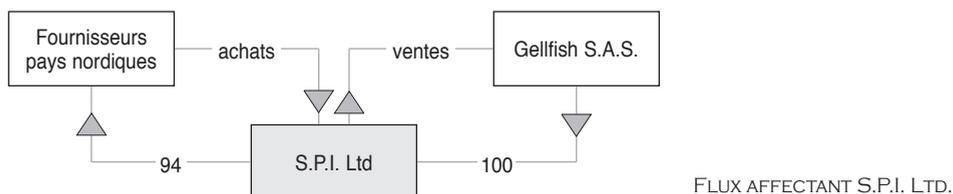
### S.P.I. Ltd

M. Vélasquez hésite encore à créer une société de négoce en Irlande. Ce pays offre aujourd'hui un taux d'imposition des bénéfices de 12,5%, sans double imposition transfrontalière en raison d'une convention fiscale avec la France. Ainsi, tous les fonds disponibles après impôts pourraient entrer librement en France.

Pour simplifier les calculs, on retiendra un taux de 10% pour cette imposition. Les droits et frais de constitution de la société, estimés à 125 euros, sont tout simplement négligés.

L'entreprise s'appellerait S.P.I. Ltd et se comporterait comme un centre de facturation, achetant les marchandises d'origine nordique pour les revendre à la société Gellfish S.A.S. en euros.

En pratique, sur la base d'un prix d'achat à 94 auprès des fournisseurs, M. Vélasquez a l'intention d'appliquer un prix de vente de 100 à Gellfish S.A.S. Il prévoit aussi de faire transiter<sup>6</sup> une partie des approvisionnements équivalents en valeur à 50% du CA de Gellfish S.A.S. par S.P.I. Ltd. Les frais de structure pour la gestion des opérations - frais de déplacements inclus - s'élevant à 2%, la marge nette avant impôt serait donc de 4% du Chiffre d'affaires de S.P.I. Ltd. De manière synthétique, le schéma ci-dessous illustre la logique de flux entre les intervenants :



6 Une entreprise française souhaitant s'implanter en Irlande doit remplir trois critères afin de pouvoir bénéficier de ce taux de droit commun :

- 1- Les décisions clés doivent être prises en Irlande
- 2- Des salariés doivent être employés en Irlande et disposer de compétences adéquates par rapport à l'activité exercée
- 3- L'implantation irlandaise doit apporter une valeur ajoutée

Le fisc français est soucieux de vérifier la réalité économique de l'entreprise créée. Pour être en conformité avec la législation, notre entreprise devrait effectuer des activités de négoce pour des clients autres que Gellfish. C'est sur ce principe que nous fondons notre analyse, même si, pour ne pas perturber la compréhension du cas, nous ferons abstraction de cette seconde activité pour SPI Ltd.

Il va de soi ici que, compte tenu de la forme du projet, il convient de vérifier le bien-fondé et la légalité du mécanisme de transit. Voir à ce sujet les guides fiscaux Lamy et Francis Lefebvre, en particulier la notion d'abus de droit et ses conséquences.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

S.P.I. Ltd ne transformerait ainsi en rien l'activité de distribution de la société Gellfish S.A.S. Seule la Valeur ajoutée produite serait modifiée comme suit :

Périodes	Années	Taux de Valeur ajoutée en % du CA
1	1 à 3	13
2	4 à 7	13
3	8 à 15	11
4	16 à 20	11

Le capital de S.P.I. Ltd serait de 10 000 €, absorbés d'emblée par un coût de domiciliation unique et non déductible fiscalement auprès d'un organisme agréé, dont 100 € apportés par M.Vélasquez et le reste, à parts égales, par ses enfants.

## Proposition 2: projet clinique Robinier

### Outil actuel

Implantées à Villefranche, dans la banlieue de Nice, les cliniques des docteurs Justin et Garnier sont de tailles sensiblement identiques. Datant toutes deux de l'après-guerre, elles n'offrent plus aujourd'hui d'opportunité de rénovation permettant le développement de nouvelles thérapies en harmonie avec les demandes du marché et des dirigeants.

Après avoir pris la succession de leurs beaux-pères, les deux médecins gérontologues et leurs épouses sont toujours détenteurs de l'intégralité des capitaux sociaux avec quelques chirurgiens amis. Les cliniques sont gérées de façon similaire et offrent des résultats d'exploitation très voisins.

Il en va de même pour la structure financière avec un recours minimal à l'endettement et une politique de non-distribution des bénéfices réalisés. Les dirigeants privilégient l'encaissement de salaires par rapport à celui de dividendes et conservent souvent des excédents de trésorerie en vue de faire face à un imprévu ou à un nouvel investissement.

Les deux entités ont été développées selon la même logique : une S.A. d'exploitation et une société immobilière détentrice du bâtiment. Dans cette dernière, les familles respectives des médecins détiennent 100 % du capital.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

Face à la lenteur du développement des entreprises, les docteurs Justin et Garnier décident de créer une nouvelle entité<sup>7</sup> permettant d'accroître l'activité et de remplacer l'outil actuel devenu obsolète.

Ils prévoient de déposer un projet d'ouverture auprès des services de tutelle conforme au plan de restructuration des soins hospitaliers décidé par la Sécurité Sociale, incluant l'opération de promotion immobilière indispensable à la réalisation de la nouvelle clinique.

### Nouvelle clinique

D'une durée estimée à douze mois, la réalisation éventuelle de la nouvelle entité prévoit les étapes suivantes<sup>8</sup> :

- 1 poursuite de l'activité dans les anciens locaux jusqu'à l'ouverture du nouvel établissement ;
- 2 création des sociétés nécessaires au montage juridique et financier ;
- 3 recherche de financements et d'investisseurs : bien que les deux chirurgiens puissent financer l'intégralité du projet, ils préfèrent cependant diversifier leurs investissements ;
- 4 construction du bâtiment ;
- 5 réalisation de l'activité dans la nouvelle clinique et arrêt en douze mois des deux anciennes entités.

Le projet prévoit le rachat des fonds de commerce, du matériel et des stocks existant dans les entreprises. À la suite du développement des métiers au sein de la nouvelle clinique, la reprise de l'ensemble du personnel peut avoir lieu sans aucun licenciement.

### Structure et investissement

Le rachat des deux anciennes sociétés d'exploitation passe par la création du holding Robinier et l'intégration fiscale des trois entreprises<sup>9</sup>.

Cette opération conduit le holding à être redevable de l'impôt sur les bénéfices pour le compte des trois entités afin de défiscaliser les intérêts de l'emprunt. Elle permet également de ne considérer qu'un seul compte de résultat consolidé.

7 Compte tenu des évolutions des obligations fixées pour les prix de journée par la Sécurité Sociale et de l'évolution du coût de la construction, les tarifs journaliers ont été volontairement minimisés pour ne pas permettre l'identification de l'entreprise. Bien entendu, ces transgressions ne modifient en rien l'esprit du projet réel.

8 Les propriétaires actuels se réservent à eux seuls le soin de transformer les deux anciennes cliniques en maisons de retraites. En tout état de cause, ces actifs immobiliers ne font pas partie de la reprise.

9 Pour l'intégration fiscale, voir les guides fiscaux Lamy et Francis Lefebvre.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

Initialement, le total du bilan prévisionnel de 8 300 000 € pour le holding se décompose en 3 300 000 € de fonds propres et un emprunt de 5 000 000 € à 6% réalisé auprès de la Société Générale, prévoyant un remboursement par annuités constantes sur huit ans.

Ces fonds ont comme affectation le rachat des parts sociales des deux anciennes cliniques.

L'accord entre les différents actionnaires aboutirait à la répartition suivante du capital :

- ▶ 25% minimum au Docteur Justin et à ses alliés;
- ▶ 25% minimum au Docteur Garnier et à ses alliés;
- ▶ 50% maximum aux investisseurs externes s'ils sont intéressés.

Postes	Montants en 1 000 €	Observations
Actifs corporels	2 500	Inclus dans le rachat des parts sociales.
Fonds de commerce	5 800	Inclus dans le rachat des parts sociales.
Investissements d'entretien	200	De l'année 2 à l'année 16.

INVESTISSEMENTS DU HOLDING ROBINIER.

Les actifs corporels inclus dans le rachat doivent être amortis en linéaire sur cinq ans, de même que les investissements d'entretien à partir de l'année de leur engagement.

Dès l'année 1, il est en outre prévu l'acquisition de nouveaux actifs mobiliers sous forme de crédit-bail pour un loyer hors taxes de 330 000 € par an jusqu'à l'année 16.

La gestion des deux anciennes entités a fait apparaître un Besoin en fonds de roulement négatif de dix jours. Il convient d'en tenir compte dès la deuxième année d'exploitation.

Pour la première, un besoin positif d'un mois est souhaitable compte tenu des problèmes de mise en œuvre administrative. Ce dernier est apporté en compte courant d'associés par les docteurs Justin et Garnier, avec un remboursement prévu au plus tard en année 2.

## 1 PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

**Prévisionnel d'exploitation**

Postes		Total		
<b>Nombre de chambres</b>				
- Chirurgie				88
- Soins coûteux				15
- Chirurgie ambulatoire				10
- Médecine				30
<b>Jours ouvrables</b>				365 <sup>a</sup>
<b>Taux d'occupation<sup>b</sup></b>	<b>Hypothèses</b>	<b>Basse</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Haute</b>
- Chirurgie		95%	105%	110%
- Soins coûteux		95%	105%	110%
- Chirurgie ambulatoire		90%	100%	110%
- Médecine		90%	100%	110%
<b>Prix de journée</b>				
- Chirurgie				100 €
- Soins coûteux				170 €
- Chirurgie ambulatoire				75 €
- Médecine				110 €
<b>Suppléments au prix de journée</b>				
- Forfaits médicaments - Chirurgie				2,5 €
- Forfaits médicaments - Soins coûteux				6 €
- Forfaits médicaments - Médecine				2,5 €
<b>Autres recettes</b>				
- Forfait chambre particulière				25 €
<b>Autres produits</b>				
- Redevances de salle d'opération payées par les chirurgiens à la clinique				3 900 000 €
- Redevances payées par tous les praticiens à la clinique				420 000 €
<sup>a</sup> -Les années 2, 6, 10, 14 et 18 sont bissextiles, mais on ne fait pas ici de distinction.				
<sup>b</sup> -La nouvelle entité, remplaçant les deux anciennes cliniques et se créant dans une zone à sous-couverture de soins hospitaliers, le taux d'occupation sera par nature très élevé. Les promoteurs du projet, par mesure de prudence et en accord avec les autorités de tutelle, n'ont pas souhaité créer un outil plus important, mais probablement moins rentable.				

INFORMATIONS RELATIVES À L'EXPLOITATION DE LA CLINIQUE EN ANNÉE 1.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

Pour simplifier, la révision prévue des prix de journées entre dans un cadre quinquennal, avec les évolutions suivantes :

Années	Évolution annuelle en %
2 à 5	2
6 à 10	2,5
11 à 15	2,5

L'estimation des charges d'exploitation hors amortissements, crédit-bail et frais financiers est de 7 400 000 € pour l'année 1 ; elle est revue à la hausse de 3 % en moyenne pour les années suivantes.

L'impôt sur les bénéfices des sociétés et le taux de TVA sont identiques à ceux de M. Vélasquez pour son entreprise. En revanche, compte tenu des activités taxables à la TVA dont les soins médicaux sont exclus, la TVA n'est déductible qu'à hauteur de 10 % selon le taux en vigueur<sup>10</sup>.

## Volet immobilier

Pour la construction des nouveaux bâtiments, MM. Justin et Garnier hésitent entre les deux solutions suivantes :

**Faire construire directement les bâtiments par le holding *via***, d'une part, un nouvel apport des actionnaires de 5 000 000 € et, d'autre part, un emprunt de 10 000 000 € à 6 % réalisé auprès de banques françaises et assorti de remboursements par annuités constantes sur 15 ans. Fiscalement, cette construction est amortissable sur 20 ans en linéaire. Après 15 ans, on anticipe une valeur de revente après impôts du holding Robinier à cinq fois la Capacité d'Autofinancement (CAF) moyenne de l'année 15.

**Créer une Société Civile Immobilière «S.C.I. Cassier»**, capitalisée à 95 % par les actionnaires de la S.A. Robinier et à 5 % par le holding lui-même. La clinique louerait ses locaux à cette S.C.I., dont le capital à libérer est de 2 500 000 €. Pour un coût de construction toujours égal à 15 000 000 €, il est nécessaire de réaliser, auprès de banques spécialisées, un crédit-bail de 12 500 000 € à 6 % remboursable par annuités constantes sur 15 ans. En contrepartie de l'utilisation de l'immeuble, la S.C.I. Cassier prévoit de réclamer au holding un loyer annuel de 1 220 000 € hors taxes avec une clause de révision de 2 % tous les trois ans, à partir de l'année 4. Au bout de 15 ans, on anticipe une valeur de revente de l'immeuble égale à 60 % de son coût de construction majoré de 2 % l'an depuis l'origine et des parts du holding Robinier cessibles au prix de deux fois la CAF moyenne de l'année 15.

<sup>10</sup> Pour un taux de 19,6 %, la déduction s'élève à 1,96 %, alors que pour un taux de 20 %, elle est de 2 %.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

## Société offshore

Après une rencontre avec un spécialiste du financement des cliniques, MM. Justin et Garnier apparaissent séduits par les avantages du financement hors marché français, en particulier par les mérites de la logique du financement *offshore*. En outre, le Fonds Monétaire International dispose de fonds affectés spécifiquement au développement du secteur de la santé : ces crédits offrent l'avantage d'être à la fois à taux bonifiés et aisément mobilisables même en *offshore*, notamment pour la réalisation de ce type d'investissements en France.

Bien que l'Administration fiscale française n'apprécie guère cette technique en dépit de l'octroi de fonds FMI, il n'en reste pas moins que sa mise en œuvre opérationnelle peut passer par les étapes suivantes :

■ **Création d'une institution financière *offshore*** aux États-Unis<sup>11</sup> gérée par un juriste sur place, avec pour seule contrainte la tenue d'une assemblée générale annuelle. Cette société remplit exclusivement le rôle d'intermédiaire emprunteur pour le Holding Robinier ou pour la S.C.I. Cassier.

■ **Emprunt par la société *offshore* de fonds FMI** à taux bonifié à 2,5% pour une période de 15 ans et pour un montant équivalent au crédit demandé aux banques françaises, et prêt simultané sous forme de crédit bail au holding Robinier ou à la S.C.I. Cassier au taux de 6%.



FLUX AFFECTANT LA SOCIÉTÉ *OFFSHORE*.

L'utilité du montage apparaît à la fois dans le compte de résultat défiscalisé de la société *offshore*, pour lequel le différentiel de taux constitue un produit non imposé et dans celui, fiscalisé, du holding Robinier ou de la S.C.I. Cassier pour lesquels ce même différentiel constitue une charge fiscalement déductible. Il est en outre possible de financer dans les mêmes conditions le prêt du holding pour le rachat de titres et le financement du fonds de commerce.

■ **La société *offshore* nécessite un capital minimal de 100 000 €.**

Informé de cette dernière opportunité, M. Vélasquez pense quant à lui qu'un tel investissement pose le problème du rapatriement des flux de trésorerie en France. Pour le résoudre, il peut les déclarer au fisc français et être imposé au taux en vigueur. Cependant, afin de profiter de la convention fiscale franco-irlandaise, il peut aussi monter un holding en Irlande et les y rapatrier pour bénéficier du taux d'imposition irlandais, plus favorable.

<sup>11</sup> Dans certains États américains, les sociétés *offshore* sont dispensées de l'impôt sur les bénéfices et les dividendes sont libérables sans contrainte. Depuis la divulgation des *Panama Papers*, cette pratique peu appréciée, mais connue et implicitement acceptée, est maintenant ouvertement contestée par les États qui cherchent à l'interdire définitivement.

De plus, la création de TRACFIN (acronyme de Traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins) qui permet de lutter activement contre le blanchiment et le financement du terrorisme, apporte de nouvelles limites à l'utilisation de ces processus.

## Proposition 3: complexe hôtelier Goldensol

### Cadre

Située sur une plage de sable blanc fin longue de vingt kilomètres au bord d'une mer où se fondent tous les tons de bleu et de vert, Varadero est une station balnéaire comme il en existe peu aux Caraïbes, avec un climat tropical et une température de 25° en hiver et de 28° en été.

À 150 km de La Havane, elle se trouve sur la presqu'île d'Hicacos dans un environnement particulièrement soigné et protégé. Les arbres aux essences variées sont principalement des cocotiers, des flamboyants et des hibiscus, des manguiers, des goyaviers, des pamplemoussiers ou encore des mangroves ou des mangliers. Neuf cents espèces de poissons nagent dans des eaux limpides.

Qu'il s'agisse d'*el emperador*, de la *vieja* ou de la *doncella*, de la langouste, du crabe, de l'espadon ou du dauphin, la mer des Caraïbes permet à toute cette faune aquatique d'évoluer en pleine harmonie.

Varadero est accessible par une voie autoroutière. De plus, l'*Antiguo aeropuerto internacional* de Varadero, cher au tristement célèbre Meyer Lansky, peut accueillir les gros porteurs acheminant les touristes étrangers.

### Caractéristiques du projet

C'est dans ce cadre idyllique bien desservi par des moyens de communication modernisés que le projet d'hôtel est envisagé sur cinq hectares, plus précisément au milieu de la péninsule, *Avenida de Las Americas*, près du terrain de golf, ancienne propriété des Dupont de Nemours.

Prévu sur deux ailes de taille identique disposées en forme de «V» dont l'intérieur donne sur la mer, ce projet prévoit sur quatre étages la réalisation de 235 chambres avec balcon, T.V. satellite, air conditionné, mini-bar, coffres individuels, et l'aménagement de grands jardins plantés face à la mer, de plusieurs piscines, une plage privée, six terrains de tennis, plusieurs bars et restaurants - dont un restaurant gastronomique - et un snack bar en bord de piscine.

Le *lobby-floor* comprend, entre autres, un bureau de change, un bureau de tourisme, des boutiques et une discothèque ultra-moderne au bord de la plage.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

### Financier

Pour le montage financier<sup>12</sup>, la constitution de la société dénommée Goldensol ne peut être envisagée selon la loi cubaine qu'en joint-venture avec la Cubanacan S.A., qui se réserve 50% du capital<sup>13</sup>. Pour les 50% restant, un *pool* d'investisseurs peut souscrire une ou plusieurs parts au nominal de 2 200 000 US\$.

La Cubanacan S.A. dispose également d'une clause de sauvegarde l'autorisant à acquérir l'intégralité du capital au bout de dix ans avec reprise intégrale des engagements financiers de la société hôtelière et indemnisation des actionnaires. Dans ce dernier cas, le prix d'achat des actions est établi à sept fois le bénéfice par action de l'année 10. De toute façon, l'État cubain redevient le propriétaire légal à 100% de l'hôtel sans indemnité au bout d'une période de vingt ans. La société Goldensol ne récupère alors que son BFR.

### Montage opérationnel

Pour le montage opérationnel de ce type de projet, le gouvernement cubain impose les règles suivantes :

- ▶ la construction du complexe hôtelier est assurée par l'État cubain en fonction d'un cahier des charges élaboré avec les investisseurs ;
- ▶ le terrain reste la propriété exclusive de l'État cubain ;
- ▶ l'hôtel est vendu clés en main aux investisseurs ;
- ▶ l'amortissement de l'immeuble n'est pas prévu ;
- ▶ les investisseurs étrangers doivent libérer l'intégralité de leur investissement au jour de la cession de l'immeuble par l'État cubain.

Il est prévu de confier la gestion de l'hôtel à un groupe de renommée mondiale comprenant des *tour operators*, une compagnie d'aviation et d'autres activités de services. Moyennant les clauses prévues au contrat, ce groupe garantit un tiers de l'occupation de l'hôtel et se voit rémunéré de deux manières : la première, redevance de gérance, s'élève à 3% du Chiffre d'affaires, et la seconde, redevance de performance, à 10% du résultat d'exploitation hors prise en compte des deux redevances.

<sup>12</sup> Bien que ce choix n'a pas été retenu parmi les options offertes à M. Vélasquez, l'État cubain autorise, également la possibilité d'investir directement en taxant les profits à 0% pendant les 8 premières années, avec possibilité de prolongation accordée par l'État. Passé ce délai, le taux légal est de 15%. L'État cubain a étendu les avantages fiscaux à tous les investissements étrangers qui n'affectent pas la défense et la sécurité nationale, le patrimoine de la nation et l'environnement. Les avantages fiscaux réservés au secteur de l'hôtellerie sont prolongés.

L'État cubain a aussi autorisé pour les investisseurs étrangers la liberté d'importation et d'exportation de biens relatifs à leurs activités, la libre circulation des capitaux et la liberté de cession de titres des sociétés à des investisseurs reconnus par lui.

<sup>13</sup> Il est intéressant de préciser la logique de fonctionnement de l'État cubain en la matière. En fait, l'hôtel construit par la Cubanacan est refacturé à 200% du coût réel de la construction : cette opération permet à la Cubanacan de faire un apport de 50% sans devoir décaisser un cent. Compte tenu du prix de la construction à Varadero, cette pratique consistant à payer l'immeuble deux fois plus cher que son coût de réalisation reste toutefois acceptable pour les investisseurs étrangers.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

En complément des 30% garantis par le gestionnaire de l'hôtel, le projet prévoit d'améliorer, si nécessaire, le taux d'occupation en période creuse par l'intermédiaire d'un « plan de vacances spécial » réservé aux citoyens cubains. Ce dispositif leur permet de bénéficier d'une subvention de 30% sur le prix du séjour.

## Données prévisionnelles

Les données financières du projet sont présentées ci-dessous.

Étant donné que les opérations se règlent en US\$, on fera l'hypothèse que la conversion en euros s'effectue à l'achat d'US\$ au cours de 1,085 US\$/€ et à la vente d'US\$ au cours de 1,091 US\$/€ pendant toute la période<sup>14</sup>, soit à des niveaux proches des taux de change à la date d'analyse initiale du projet d'investissement envisagé. De plus, il est prévu que la Cubanacan assure le financement du Besoin en fonds de roulement lié à l'activité, soit par apport en compte courant d'associés, soit par prélèvements sur sa part de dividendes.

### Besoins d'investissement<sup>15</sup>

Postes	Montants en 1 000 US\$	Observations
Investissement initial	22 000	Payable en 0.
Investissements de renouvellement	800 par an	De l'année 2 à 20.

BESOINS D'INVESTISSEMENT DE GOLDENSOL.

Les autres données d'exploitation sont fondées sur les hypothèses suivantes :

- ▶ nombre de chambres : 235 ;
- ▶ nombre de jours ouvrables : 365 ;
- ▶ taux d'occupation<sup>16</sup> en année 1 : 75% ;
- ▶ en année 1, le prix moyen des chambres toutes catégories confondues en demi-pension<sup>17</sup> est fixé au barème de 140 US\$, sur lequel on estime être amené à accorder une réduction de 11% en moyenne ;
- ▶ le salaire moyen mensuel des 240 personnes employées à l'hôtel est de 555 US\$<sup>18</sup>.

<sup>14</sup> L'État cubain accepte l'euro comme monnaie de transaction et a créé un peso convertible (CUC), plus cher que le change manuel que l'on peut effectuer dans les commerces. Le CUC vaut 1 \$ USD.

<sup>15</sup> Compte tenu des coûts de l'immobilier et du prix international des chambres, les tarifs ont été quelque peu minimisés pour ne pas permettre l'identification de l'hôtel concerné.

<sup>16</sup> La saison basse va de mai à la première quinzaine de juillet ainsi que d'octobre à la première quinzaine de décembre.

<sup>17</sup> Aucun séjour n'est vendu sans la demi-pension.

<sup>18</sup> Ce montant est payé à l'État cubain et comprend un salaire (350 \$ USD), les charges sociales et les taxes (205 \$ USD). Pour information, l'État cubain rémunère le personnel à 480 pesos cubanos par mois, ce qui correspond à un peu plus de 19 \$ USD.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

### Rentabilité prévisionnelle

À partir de ces hypothèses, la prévision de rentabilité de la première année est reprise ci-dessous.

Partie Exploitation	Montants en US\$	Observations
Chiffre d'affaires hôtellerie et restauration demi-pension	8 015 674	dont 67,5% pour l'hôtellerie 32,5% restauration demi-pension
Chiffre d'affaires extras (snack, bar...)	1 984 326	base annuelle
Consommations externes	- 3 800 000	base annuelle
Valeur ajoutée	6 200 000	
Charges de personnel	- 1 600 000	base annuelle
Résultat Brut d'Exploitation avant redevances	4 600 000	
Redevance de gérance = 3% du CA	- 300 000	base annuelle
Redevance de performance = 10% du RBE avant redevances	- 460 000	base annuelle
Résultat Net	3 840 000	
Dividendes dont:	3 840 000	base annuelle
- partie Cubanacan	1 920 000	
- partie investisseurs étrangers	1 920 000	

RENTABILITÉ PRÉVISIONNELLE DE GOLDENSOL EN ANNÉE 1.

Compte tenu de la vente des chambres par les agences de voyages agréées, des pratiques cubaines de gestion, et de la politique de gestion du Besoin en fonds de roulement, il est prévu un BFR de 15 jours de Chiffre d'affaires.

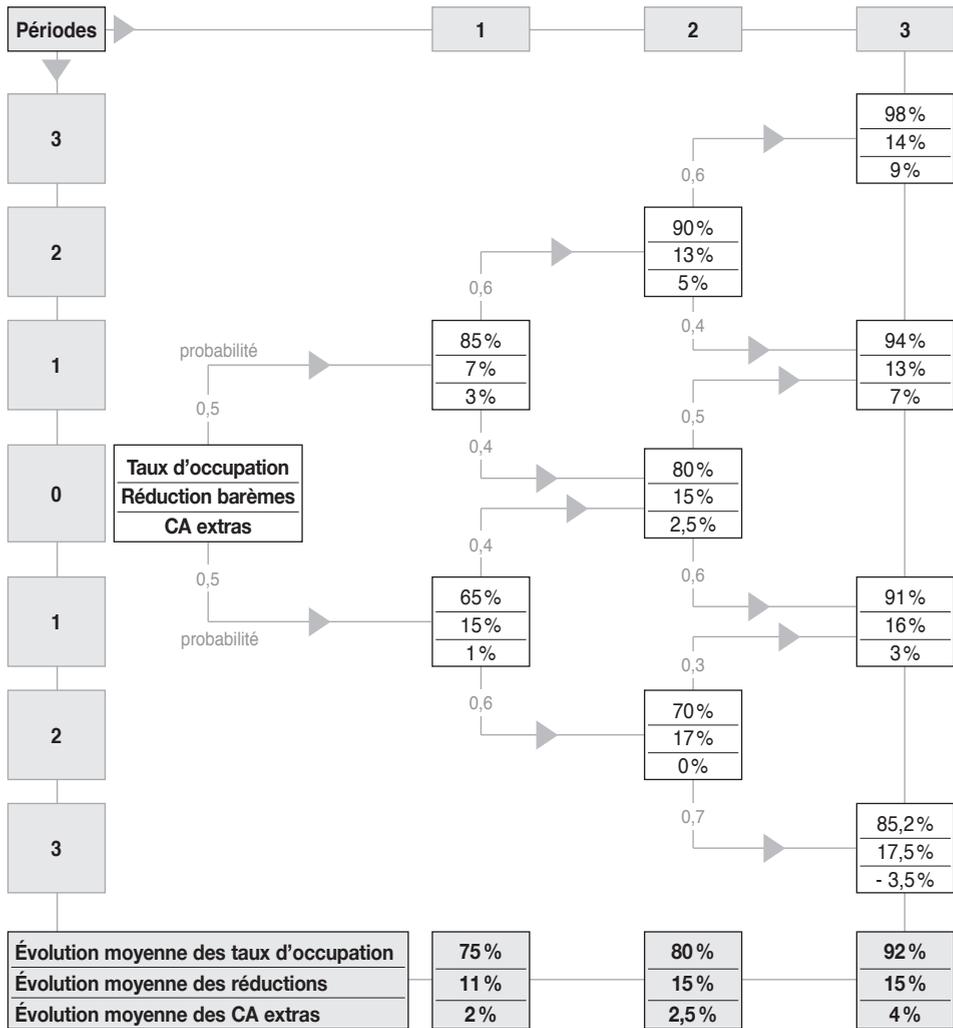
Les prévisions d'exploitation pour les autres années ont été établies selon les trois périodes suivantes :

Périodes	Années
1	2 à 5
2	6 à 10
3	11 à 20

PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

**Paramètres d'activité**

Les paramètres d'évolution de l'activité sont rassemblés ci-dessous :



ÉVOLUTIONS PRÉVISIONNELLES DES PARAMÈTRES D'ACTIVITÉ DE GOLDENSOL.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

### Autres données prévisionnelles

Postes	Évolutions	Observations
Prix moyen de la chambre demi-pension incluse	140 US\$	années 2 à 3
	150 US\$	années 4 à 5
	170 US\$	années 6 à 10
	200 US\$	années 11 à 20
Consommations externes	38% du CA total	années 2 à 20
Charges de personnel	16% du CA total	années 2 à 20
Redevance de gérance	3% du CA total	années 2 à 20
Redevance de performance	10% du RBE	années 2 à 20
Dividendes	100% du résultat net dont :	années 2 à 20
	- 50% pour Cubanacan - 50% pour les investisseurs étrangers	
Besoin en fonds de roulement	15 jours du CA total	années 2 à 20

AUTRES DONNÉES PRÉVISIONNELLES DU PROJET GOLDENSOL.

### Informations complémentaires

Le gouvernement actuel de Cuba ne met aucune contrainte à l'importation des capitaux et autorise le rapatriement des dividendes sans limite<sup>19</sup>. On peut penser que le changement de régime ne modifierait en rien ces avantages.

Tout au plus peut-on s'attendre, dans le cas maintenant très probable de levée du blocus des États-Unis, à un désengagement éventuel de la Cubanacan, à l'application des règles du marché imposées au pays par le FMI et à l'entrée possible d'investisseurs américains.

Pour réaliser ce projet, M.Vélasquez a encore la possibilité de créer une société holding en Irlande. Dans ce cas, pour réaliser l'acquisition des parts de l'hôtel, il pense transférer le montant nécessaire en compte courant d'associés. Son banquier lui propose de financer 50% de l'apport par dette au taux de 6,5% l'an.

<sup>19</sup> À ce propos il convient de noter que la loi américaine *Helms-Burton*, visant notamment à empêcher les investissements occidentaux à Cuba, est contrebalancée par une loi cubaine assurant l'anonymat total des opérateurs investissant dans le pays. En outre, depuis 1996, l'Allemagne, la Grande-Bretagne, l'Italie et l'Espagne autorisent l'investissement à Cuba moyennant la prise en charge du risque pays (assurance de type COFACE en France).

# Comment résoudre le problème de sélection ?

Il s'agit de proposer à M. Vélasquez une solution qui prenne en compte ses besoins spécifiques.

M. Vélasquez a l'habitude d'utiliser comme méthode de sélection des projets la Valeur Actuelle Nette (VAN) et de tester le risque inhérent à chacun d'entre eux en recourant à trois hypothèses, haute, basse et moyenne.

Afin d'offrir une solution la plus claire possible à M. Vélasquez, il faudra tenir compte des éléments suivants.

## Conditions de marché

Selon les conseillers financiers<sup>20</sup> de M. Vélasquez, les conditions du marché financier, au moment de sa décision, sont :

- ▶ le taux offert entre banques pour une durée de trois mois : 3,45 % ;
- ▶ le taux des obligations d'État à zéro coupon<sup>21</sup>, de durée de dix ans : 4,97 % ;
- ▶ l'estimation du consensus de marché relatif au rendement attendu de l'indice représentatif du marché des actifs risqués : 9,38 %.

Un investisseur qui achèterait respectivement des actions (des obligations) du *leader* du secteur de la transformation des produits de la mer, de celui des cliniques et de celui de l'hôtellerie, prendrait un risque relatif à celui du marché<sup>22</sup>, respectivement de 0,96 (0,10), 0,35 (0,12) et 1,14 (0,16).

De plus, la structure financière en valeur de marché de chacun de ces leaders est de 69,5 % de fonds propres et 30,5 % de dettes financières dans le premier secteur, 66,6 % et 33,4 % dans le deuxième, et enfin 75,7 % et 24,3 % dans le troisième.

Les conseillers de M. Vélasquez se proposent de retenir ces informations pour déterminer la rentabilité de chacun des trois projets d'investissement et lui fournir une solution adaptée à ses besoins.

---

<sup>20</sup> Les auteurs remercient Bertrand Jacquillat, Président d'Associés en Finance, pour les informations obtenues sur les conditions de marché.

<sup>21</sup> Un titre zéro coupon ne verse aucun intérêt en cours de vie. Le capital et les intérêts sont remboursés en une seule fois à l'échéance.

<sup>22</sup> La notion de risque relatif par rapport au marché, identifiée communément par le bêta dans la littérature financière, sera détaillée par la suite.

## PRÉSENTATION DU CAS VÉLASQUEZ

### Cadre général de l'analyse

Peut-on apporter des solutions rationnelles au processus de décision d'investissement? Oui, pour autant que l'on recoure à un raisonnement robuste qui allie rigueur théorique et efficacité opérationnelle.

Comment détermine-t-on la rentabilité des projets tout en prenant en compte de manière pertinente les risques qui y sont associés? Sur quels critères peut-on ensuite arrêter la prise de décision relative à l'acceptation ou au refus des projets? La réponse à ces questions constitue la matière principale des chapitres qui vont suivre.

Avant d'entrer dans le cœur du sujet, on peut au préalable répondre aux deux questions suivantes.

En premier lieu, l'objet sur lequel porte la décision d'investissement est-il limité? Au premier abord non, le commerce de la drogue et l'industrie de l'armement étant par exemple tous deux florissants. Évidemment, l'éthique, la morale, le respect des lois et les bonnes mœurs voudraient que l'individu s'autodiscipline dans ses choix.

En second lieu, la volonté d'adopter une décision d'investissement fondée sur la rationalité est-elle toujours bien réelle? Certains investisseurs peuvent parfois poursuivre un objectif où l'affectif plus que le goût du profit les amène à demeurer des industriels de l'agroalimentaire, du vêtement ou de la crème glacée car «dans la famille on fait cela de père en fils».

Toutefois, le présent ouvrage se limite exclusivement à envisager des investissements du type des propositions offertes à M. Vélasquez, c'est-à-dire excluant toute considération irrationnelle, purement sentimentale ou non conforme aux bonnes mœurs<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> D'autres démarches prenant en considération des facteurs complémentaires (impact sur l'environnement, effet social des décisions d'investissement...), peuvent être mises en œuvre. Le lecteur intéressé pourra se reporter à l'excellent ouvrage de M. Levasseur et M. Schlosser (2015).