



HAL
open science

De la hiérarchisation des créances à la titrisation économique : les apports de la norme comptable à l'évolution du financement d'une opération de LBO

Catherine Crapsky, Lionel Escaffre

► To cite this version:

Catherine Crapsky, Lionel Escaffre. De la hiérarchisation des créances à la titrisation économique : les apports de la norme comptable à l'évolution du financement d'une opération de LBO. Congrès de l'AFFI, May 2009, Brest, France. hal-00769388

HAL Id: hal-00769388

<https://hal.science/hal-00769388>

Submitted on 31 Dec 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

De la hiérarchisation des créances à la titrisation économique : les apports de la norme comptable à l'évolution du financement d'une opération de LBO

Catherine Deffains-Crapsky¹

Maître de conférences à l'Université d'Angers
Laboratoire GRANEM UMR-MA 49
(Groupe de Recherche ANgevin en Economie et Management)

Lionel Escaffre

Professeur Associé à l'Université d'Angers
Commissaire aux Comptes
GRANEM UMR-MA 49
(Groupe de Recherche ANgevin en Economie et Management)

Résumé :

Une opération de SBO consiste à réaliser un montage de rachat d'entreprise en recourant à l'effet de levier financier que l'on combine avec un mécanisme de titrisation au niveau de l'actif de la société faisant l'objet de la reprise. La crise bancaire a mis en évidence les dangers de la titrisation des crédits. Dès lors, est-ce que la technique du SBO peut quand même être considérée comme un des moyens de financer la reprise d'entreprise en France ? Est-ce que la norme comptable, notamment les normes comptables internationales, peuvent sécuriser de tels montages ? Il apparaît que les récents événements liés à la crise financière rappellent l'importance pour les entreprises d'expliquer de manière narrative le modèle économique des opérations qui, souvent complexes, masquent les risques identifiés par la norme comptable. La technique du SBO comporte des intérêts indéniables et prouve que la titrisation peut être utile. Son développement peut être sécurisé par une transparence financière permise tant par la normalisation comptable que par l'élaboration du business model. Ce papier se veut normatif. Son intérêt est double. Les nombreuses questions qu'il soulève sont liées à la crise économique et financière actuelle. De plus, à notre connaissance, il existe très peu de recherches sur les apports de la norme comptable au financement d'un LBO et plus particulièrement d'un SBO.

¹ Présentera le papier et joignable aux coordonnées suivantes :

Email : catherine.crapsky@univ-angers.fr ou deffains-crapsky@numericable.fr

Tel : 02 41 96 21 75

Adresse postale : Bureau 221, UFR Droit, Economie et Gestion, 13 allée François Mitterrand, BP 3633, 49036 Angers Cedex 01, France.

« L'innovation financière peut-être perçue comme un procédé par lequel les banques ou les intermédiaires financiers, de manière régulière, cherchent à augmenter leurs profits, réduisent les risques liés à l'intermédiation financière, contournent les contraintes imposées par les autorités financières en matière de prêts, et affrontent la concurrence des autres intermédiaires financiers »². La titrisation qui consiste à transformer des actifs peu liquides en titres négociables, est une innovation financière.

L'un des objectifs de l'innovation financière est d'apporter aux entreprises un montant de capitaux plus important afin de leur permettre de financer leur développement. Elle doit également permettre d'améliorer la faisabilité de certaines opérations d'ingénierie financière. Les structures SBO (Securitization Buy-Out) sont-elles amenées à se développer afin de remplir cet objectif ? En effet, une opération de SBO consiste à réaliser un montage de rachat d'entreprise en recourant à l'effet de levier financier (LBO : Leveraged Buy-Out) que l'on combine avec un mécanisme de titrisation au niveau de l'actif de la société faisant l'objet de la reprise. La crise bancaire a mis en évidence les dangers de la titrisation des crédits. Dès lors, est-ce que la technique du SBO peut quand même être considérée comme un des moyens de financer la reprise d'entreprise en France³ ?

En externalisant les actifs, la titrisation fait appel au marché pour refinancer une opération de LBO. Elle peut s'appliquer au niveau du bilan de la banque (CDO/CLO) qui a octroyé la dette senior mais aussi au niveau de l'actif de la société cible (SBO). La problématique développée ne concerne que la titrisation économique⁴, c'est-à-dire celle pratiquée au niveau de l'entreprise rachetée en vue de refinancer le montage LBO.

La technique de la hiérarchisation des créances a toujours été une réponse face à des valorisations très fortes et des attentes en termes de taux de rentabilité ou de minimisation du risque de faillite selon les partenaires financiers⁵. Le recours aux « club deals⁶ » semble être la solution actuellement adoptée, notamment pour les quelques grosses opérations encore réalisées. En revanche, le transfert de risque permis par la titrisation est fortement critiqué.

² « Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation », R. Sobreira, Cahiers d'économie de l'innovation, n°19, 2004-1, p 115-130.

³ « Ingénierie de la reprise : du LBO au SBO », C. Cadiou, J. Morvan, Laboratoire ICI.

⁴ « Titrisation économique et LBO : le cas français, 2008, C. Cadiou, N. Cotillard et J. Morvan, La revue du financier.

⁵ « Hiérarchisation des créances, théorie des options, évaluation et analyse de la structure de financement », C. Deffains-Crapsky, Revue « Banque&Marchés » de novembre-décembre 1998, n°37.

⁶ « Dans les opérations de financement bancaire, les club deals sont des petits groupes de banques historiquement proches de l'entreprise et qui se partagent entre elles la dette senior. Cette répartition de la dette a quasiment totalement remplacé l'utilisation des CDO/CLO depuis l'été 2007 et le début de la crise des subprimes. » in Vernimmen, Finance d'entreprise, 6^{ème} édition, 2009.

Mais qu'en est-il dans une opération de LBO et comment les normes comptables peuvent-elles sécuriser le financement de l'opération pour les différentes parties prenantes ?

Dans une première partie la structure de la dette est analysée de manière statique sous un angle financier et comptable afin de circonscrire le véhicule de financement, support du LBO. A ce stade il s'agit de recenser les instruments et la nature des risques intrinsèques qui sont incorporés dans le financement. Dans une seconde partie l'opération est analysée de manière dynamique en montrant les opportunités et les risques associés à la titrisation économique pour financer une opération. Cette partie aborde l'opportunité financière de ce type d'opération qui doit être combinée avec une sécurisation comptable limitant fortement la déconsolidation des véhicules titrisés.

Ce papier se veut normatif. Son intérêt est double. Les nombreuses questions qu'il soulève sont liées à la crise économique et financière actuelle. De plus, à notre connaissance, il existe très peu de recherches sur les apports de la norme comptable au financement d'un LBO et plus particulièrement d'un SBO. Or, dans le cadre d'une reprise d'entreprise le LBO présente des avantages mais sans une plus grande sécurité au niveau de son financement, sa réalisation semble compromise.

I. L'ingénierie financière de la dette LBO : les raisons et les effets du recours à une innovation toujours plus complexe

Une opération de LBO consiste dans le rachat des titres d'une société cible par une société holding dont l'objet est de détenir les titres de participation de sa filiale. Afin de bénéficier du régime favorable de l'intégration fiscale, le holding détient au moins 95% des titres de la cible. Le principe financier de ce montage est d'utiliser au maximum l'effet de levier financier, c'est-à-dire, la capacité de la cible à générer des flux de trésorerie excédentaires. Le montage fait intervenir une proportion importante de dettes dont le remboursement est conditionné par les remontées de dividendes de la fille vers la mère. Pour les banques, il s'agit d'une catégorie de dette très risquée.

Les opérations de LBO ont plusieurs motivations dont la première est aujourd'hui liée à une problématique de transmission d'entreprise sans solution de succession. La crise de liquidité du système bancaire qui a fait suite à la crise des subprimes aux Etats-Unis a eu pour

effet de limiter les grosses opérations de LBO⁷. La transmission d'entreprise reste un réel souci pour de nombreux agents économiques (selon les sources, entre 700 000 et 900 000 entreprises devraient changer de mains dans les 15 ans à venir). Les trois principaux types de LBO qui se développent actuellement sont des opérations de transmission, des LBU⁸ (Leverages Build Up) ou des OBO (Owner Buy Out). On est alors face soit à des opérations liées à une transmission ou à sa préparation, soit à des opérations de stratégie industrielle concernant des entreprises petites ou moyennes. C'est donc le marché des small et mid cap qui serait le moins touché par la crise financière. Toutefois, si les opérations de LBO continuent⁹ ou reprennent, comment leur financement sera-t-il assuré ? De plus, comment assurer la poursuite des LBO conclus ces dernières années ?

I.1. Pourquoi recourir à un endettement élevé ?

Les opérations de LBO continuent d'alimenter le débat relatif à l'utilisation d'un levier financier élevé (des montages tendus peuvent adopter un financement par dettes à hauteur de 90% de la valeur d'acquisition de la cible). De 2000 à 2007 les conditions du développement de tels montages étaient réunies. Elles expliquent mais ne justifient pas l'accroissement très important de l'innovation en matière de financement par dette. Sur le plan théorique, la question du financement par dette est récurrente et oppose toujours deux courants.

I.1.1. Des conditions économiques favorables

Les caractéristiques financières, juridiques, stratégiques et sociales des entreprises faisant l'objet d'une opération de LBO doivent être analysées de façon approfondie et faire l'objet d'une évaluation à partir d'un business model bien pensé. L'ingénierie du financement du montage doit être en lien direct avec l'évaluation de la société cible. En effet, la démarche d'évaluation consiste avant tout à identifier les sources de création de valeur et à comprendre comment l'entreprise génère sa propre valeur. Cet exercice, primordial dans toute opération d'ingénierie financière, est très complexe et nécessite l'utilisation de plusieurs méthodes

⁷ « seules 15 opérations de type LBO à composante française se sont bouclées au second semestre 2008 au-dessus de 100 millions d'euros de valeur, dont 6 au-dessus de 400 millions d'euros (Converteam, Xella, Cegelec, Labco, CEPL et Socotec. », L'Agefi du 14 janvier 2009.

⁸ Une première entreprise acquise par LBO constitue le pivot du LBU. En effet, il s'agit de compléter l'offre de cette entreprise par des opérations de croissance externe afin d'augmenter la valeur créée. C'est une succession d'acquisitions visant à constituer un groupe.

⁹ D'après une étude récente réalisée par Unquote en partenariat avec Bridgepoint, le marché du LBO est revenu à ses niveaux de 2004 en France, en recul de 52% sur un an. On attend un retour de l'activité sur le LBO vers la fin de l'année 2009.

d'évaluation (méthode des comparables, méthode des Discounted Cash-Flows, etc...) et la formulation d'une fourchette de valeurs. A partir du dossier d'évaluation (justification des hypothèses du business model et présentation des méthodes retenues), une négociation peut avoir lieu afin de fixer le prix de rachat des actions de la société cible. Malgré les nombreuses recommandations émises en matière d'évaluation d'entreprise, des survalorisations ont été observées dans la période d'abondance de liquidités, de taux d'intérêt faibles et de concurrence entre apporteurs de fonds, qui a précédé la crise économique et financière dans laquelle ces montages évoluent actuellement.

L'une des problématiques a donc été de trouver des solutions de décomposition de la dette afin d'assurer aux actionnaires qu'ils pourront réaliser le taux de rendement espéré et aux prêteurs senior que leur risque de faillite n'augmentera pas. Ces solutions doivent permettre de respecter des couples risque-rentabilité cohérents entre les différents apporteurs de fonds. Tant qu'il existera des LBOs cette démarche sera indispensable. Elle peut s'avérer très utile pour des petites opérations dans lesquelles le financement était traditionnellement beaucoup plus simple. En effet, le montant de l'endettement total est conditionné par les attentes des actionnaires en termes de taux de rentabilité mais également par la valeur de rachat de la société cible.

Dans le cadre d'une reprise d'entreprise, les actionnaires de la société holding sont des cadres de la société cible accompagnés par des capital-investisseurs (actionnaires financiers). Ces deux types d'actionnaires désirent bénéficier de l'effet de levier financier selon lequel plus la dette sera élevée, plus leur taux de rentabilité augmentera. Cela est rendu possible par un écart positif entre la rentabilité économique de la société cible et le taux d'intérêt de la dette du holding. L'apport des cadres est également limité par leur surface financière. Malgré des valeurs parfois faibles, beaucoup d'opérations de reprise d'entreprise ne pourraient pas être réalisées sans la présence du capital-investissement et le recours à un fort endettement. De leur côté, les actionnaires financiers, gèrent à travers les différents véhicules de capital-investissement, les fonds de personnes physiques mais aussi d'investisseurs institutionnels français et étrangers. S'ils recherchent des taux de rendement élevés, c'est aussi parce qu'ils doivent rendre des comptes à leurs propres investisseurs¹⁰.

¹⁰ Ainsi, il ne faut pas confondre le mode d'action des fonds de private equity avec celui des hedge funds, notamment.

Le taux de rendement actuariel que réalisent les actionnaires financiers dépend du niveau d'endettement de la société holding et de l'évolution de la valeur de la société cible entre la date à laquelle le montage est réalisé et la date à laquelle les actionnaires revendent leur participation.

Le début des années 2000 a été marqué par une abondance de liquidités qui a entraîné une forte concurrence entre les apporteurs de dette. Le résultat a été une sous-rémunération des dettes senior (dette prioritaire) eu égard au risque réellement supporté. La conjugaison de ces deux phénomènes s'est traduite par une innovation très importante de l'endettement de la société holding tant au niveau de l'endettement senior, que de l'endettement junior (dette de rang de priorité inférieur). En 2006, les opérations de LBO représentaient environ 80% des montants investis en private equity en Europe. C'est l'arrivée sur le marché de nouveaux acteurs (investisseurs institutionnels et hedge funds) qui a considérablement accru l'innovation financière. En effet, les banques prêteuses ont utilisé la technique de la titrisation¹¹ afin de transférer le risque à ces nouveaux acteurs très demandeurs. Sans cette demande, le prix des sociétés cible serait sans doute resté plus faible et l'innovation financière moins poussée. Toutefois, les prix sont également montés par le recours à des LBO secondaires, tertiaires, voire quaternaires. La dette importante ne servant alors qu'à financer des écarts d'acquisition.

Aujourd'hui, les banques ne parviennent plus à transférer le risque de la dette LBO car les acteurs, qui dans la phase précédente, étaient très demandeurs et ont contribué à la croissance de cette dette, savent que la structure LBO est très sensible aux chocs macro-économiques. La question de la justification du recours à un endettement élevé se pose de façon encore plus forte aujourd'hui.

I.1.2. La dette LBO : une justification théorique nuancée

Deux courants s'opposent quant à l'utilité économique des montages LBO et donc d'un fort endettement. Alors que la théorie de l'agence voit dans la structure LBO une organisation créatrice de valeur, la théorie des transferts n'y voit qu'un moyen de transférer des gains de richesse d'un agent à l'autre.

¹¹ Cette forme de titrisation est simplement signalée ici. Elle ne doit pas être confondue avec la technique du SBO présentée dans la seconde partie du papier.

Le recours à la dette permet de bénéficier d'avantages fiscaux (Modigliani et Miller, 1963) et de réduire les coûts liés à la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants (Jensen et Meckling, 1976). Cependant, le recours à un endettement élevé peut entraîner des transferts de richesse au détriment des créanciers. L'utilisation des clauses de protection permet une diminution de cet effet. De même, les caractéristiques de la structure d'endettement ont pour objectif de limiter les coûts de détresse financière.

Les études empiriques réalisées tant aux Etats-Unis qu'en Europe confirment soit l'hypothèse de transferts de richesse, soit l'hypothèse de création de valeur. Dans le premier cas, il s'agit de la mise en évidence des avantages fiscaux de la dette (Kaplan, 1989a), des transferts de richesse au détriment des créanciers, du transfert de richesse au détriment des salariés et de l'existence d'une asymétrie d'information au moment du rachat. Dans le second cas, des études ont été réalisées en vue de confirmer l'hypothèse de diminution des coûts d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Cette baisse est due à trois effets qui sont directement liés à la forme d'organisation adoptée dans un LBO. En effet, le recours à un endettement élevé (théorie des free cash-flows, Jensen 1986 et 1989), la participation des cadres-dirigeants et des salariés au capital du holding et la présence d'un nombre restreint de membres au conseil d'administration sont trois sources de diminution des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants.

I.2. La dette LBO : une innovation rendue nécessaire mais mal maîtrisée ?

Un taux d'endettement élevé ne peut être possible que s'il est combiné à une innovation financière poussée. Comment doit-on analyser les différentes techniques d'ingénierie de la dette imaginées par les praticiens ?

I.2.1. Les caractéristiques de la dette de la société holding ...

L'innovation financière a touché tant la dette principale que l'ensemble des financements subordonnés. Cette innovation a été rendue possible par le phénomène de désintermédiation financière mais, sa complexité, a entraîné une augmentation des asymétries d'information entre les différents partenaires financiers.

I.2.1.1. L'innovation au niveau de la dette senior

L'innovation a touché la dette senior par l'apparition de plusieurs tranches¹² (A, B, C et D). Seule la tranche A fait l'objet d'un remboursement classique, les autres tranches étant généralement in fine et subordonnées les unes aux autres. Parallèlement, les clauses de sauvegarde spécifiques (covenants) sont devenues plus souples. Ces clauses sont indispensables puisque la dette de la société holding ne peut être garantie sur les actifs de la société cible (article L 217-9 de la loi du 24 juillet 1966). La seule garantie est un nantissement des actions de la filiale.

De plus, pour des opérations d'un montant élevé, la dette senior peut faire l'objet d'une syndication. Les banques peuvent également recourir à la titrisation, participant alors à la désintermédiation.

Depuis longtemps, la première caractéristique de la dette senior est son rang de priorité. En effet, par l'introduction de clauses de subordination et l'utilisation de certains produits financiers pour compléter le financement de l'acquisition, cette dette bénéficie d'un rang supérieur aux autres dettes du holding. La raison est liée à la faible garantie des dettes contractées par la société holding.

1.2.1.2. L'innovation au niveau de la dette mezzanine et l'introduction de tranches de second lien

La dette mezzanine fait référence à un financement intermédiaire entre les fonds propres et la dette senior. Sa structure s'est toutefois modifiée ces dernières années.

Si au début des années 2000, la dette mezzanine s'est beaucoup développée, cela est devenu insuffisant à partir de 2004. Sont alors arrivées les tranches dites de second lien. Elles sont destinées à combler le manque de fonds en dette et permettent de faire le lien entre la dette senior et la dette junior. Elles sont subordonnées à la dette senior mais prioritaires à la dette junior. Enfin, en ce qui concerne la dette mezzanine, elle a souvent été décomposée entre mezzanine senior et mezzanine junior, sans compter l'utilisation de PIK notes et autres « obligations pourries »¹³.

¹² Un tel découpage de la dette senior a pour objectif de limiter la charge de remboursement supportée par la société cible au cours des premières années du montage.

¹³ Pour plus de détails sur ces aspects, on peut consulter le hors série n°26 d'Option finance, « Le guide du LBO : aspects juridiques et fiscaux », 2008.

I.2.2. ... en partie justifiées par la recherche académique

De grosses opérations et des survalorisations ont nécessité de mettre en place une ingénierie financière de plus en plus innovante en vue de réaliser l'opération et de répondre aux attentes des partenaires financiers et notamment des actionnaires. Toutefois, certains travaux académiques justifient le recours à une innovation financière complexe afin de limiter les transferts de richesse des créanciers vers les actionnaires.

Jensen et Meckling (1976) ont analysé la relation d'agence entre les actionnaires et les créanciers et l'identification des sources de conflits d'intérêts¹⁴. Parallèlement, et à la lumière de certaines pratiques, des analyses théoriques ont été développées afin de mettre l'accent sur les moyens de diminuer les conflits d'agence. Il s'agit de l'introduction de conventions de protection dans les contrats de prêts, de l'utilisation de produits financiers complexes et de structure de capital et d'endettement particulières.

L'hypothèse de transfert de richesse au détriment des créanciers a fait l'objet de plusieurs études empiriques dont les résultats se contredisent. Conscients du comportement probable des actionnaires envers la politique des dividendes, la politique d'investissement ou la politique financière, les créanciers font apparaître des clauses restrictives dans les contrats de dette LBO. De très nombreuses clauses peuvent être introduites selon la (les) source(s) de transfert de richesse contre laquelle (lesquelles) les créanciers désirent se protéger. Afin de tester cette hypothèse soutenue par la théorie de l'agence, Smith et Warner (1979) ont analysé les clauses figurant dans les contrats de prêts. Ils concluent que toutes ces clauses sont coûteuses mais permettent de prévenir les transferts de richesse effectués par les actionnaires.

Les créanciers ont également recours à la technique de la hiérarchisation des différentes dettes. Stulz et Johnson (1985) montrent, à partir d'une représentation optionnelle des droits des prêteurs selon leur rang de priorité, que l'utilisation d'une dette garantie peut augmenter la valeur de l'entreprise. Green (1984) développe un modèle théorique permettant de mettre en évidence que, sous certaines conditions, l'émission d'obligations convertibles et d'obligations à bons de souscription d'actions, peut réduire la tendance des actionnaires à investir dans des projets risqués. Diamond (1993) montre comment une entreprise fortement endettée choisit la maturité et la priorité de ses dettes. Le modèle développé permet de mettre en évidence que l'entreprise a intérêt à ce que la dette de court terme soit de rang supérieur à la dette de long terme. Ce modèle s'inscrit dans le cadre des recherches réalisées afin de

¹⁴ Jensen et Smith (1985) dénombrent quatre sources de conflits entre actionnaires et créanciers : l'impact de la politique de dividendes, le problème dit de « la substitution d'actifs », la politique d'investissement sous-optimale et l'impact de l'émission d'une nouvelle dette.

comprendre les caractéristiques de la structure de capital de la société holding dans un LBO. Un autre moyen de limiter les conflits d'intérêts est de recourir à la technique du « strip financing » dans laquelle chaque détenteur de droits détient une part d'actions et de dettes. Selon Jensen (1986) et Stulz (1990), cette technique, utilisée dans un LBO, limite les conflits d'intérêts entre les différentes catégories de partenaires financiers. Arzac (1992) analyse dans le cadre des LBO, l'impact de la possibilité pour les obligataires de participer à la plus-value en capital en cas de probabilité de faillite non nulle. L'auteur montre qu'une fois la faillite déclarée, les actionnaires ont intérêt à offrir aux prêteurs une participation en capital afin d'éviter que ces derniers aient intérêt à provoquer la liquidation du montage. De plus, ils peuvent prévenir un tel comportement de la part des prêteurs au moment de la réalisation du rachat. En effet, Arzac détermine la fraction β de capital que doivent détenir les porteurs de dettes afin d'aligner les intérêts des deux parties. Enfin, il suggère que les produits financiers donnant droit à une participation éventuelle en capital et l'utilisation de dettes subordonnées peuvent avoir les mêmes effets. Deffains (1994, 1996) développe, à partir d'une représentation optionnelle des droits des actionnaires, des prêteurs junior et des prêteurs senior, un modèle permettant de déterminer une structure d'endettement optimale du point de vue des actionnaires, c'est-à-dire qui minimise la probabilité de mise en liquidation.

Ainsi, l'innovation financière de la dette LBO peut être justifiée par une recherche d'optimisation des intérêts des différents partenaires financiers lorsque le prix d'acquisition de la société cible est correctement estimé et que la structure de financement du holding tient compte de la classe de risque à laquelle appartient la société rachetée. Les difficultés actuellement rencontrées par les banques prêteuses et les craintes liées aux LBO récemment conclus, prouvent que l'innovation imaginée et utilisée n'avait pas pour seule motivation de parvenir à cet « équilibre ». Dans ces conditions, est-ce que la norme comptable permet une lecture juste de la situation financière du montage pour toutes les parties prenantes ?

I.3. Les apports de la normalisation comptable

Les apports de la normalisation comptable dans l'élaboration d'un SBO reposent sur une traduction des effets économiques de l'opération sans aucune analyse, a priori, du montage juridique. En conséquence après avoir évoqué les principes des normes comptables applicables à l'opération, il est nécessaire d'identifier le traitement de son financement et donc de déterminer le traitement comptable de la dette en analysant dans une dernière partie le

contexte de la crise financière qui implique une sécurisation de la dette davantage orientée vers le respect de certains critères de performance à travers les covenants.

I.3.1. Le cadre normatif international ou « la comptabilité algèbre de l'Economie »

Depuis le 1er janvier 2005, tous les groupes cotés sur un marché réglementé ont l'obligation de publier leurs comptes consolidés en conformité avec le référentiel IFRS (International Financial Reporting Standards). Les groupes non cotés ont la possibilité de publier leurs comptes consolidés en IFRS en vertu de l'ordonnance du 20 décembre 2004. Les entreprises présentant des comptes individuels sont tenues de les établir en normes françaises. Toutefois, les normes comptables françaises (Plan Comptable Général – (CRC 99-03 et CRC 99-02¹⁵) convergent fortement vers les normes internationales. En effet depuis moins de 10 ans tous les nouveaux règlements français sont des transpositions de tout ou partie des normes comptables internationales. Le tableau présenté ci-après montre les thèmes de convergences retenus par les normalisateurs¹⁶ :

Normes IFRS transposées	Normes françaises issues de la transposition	Champ d'application
IAS 16 – immobilisations corporelles IAS 38 – immobilisations incorporelles IAS 2 – stocks	CRC 2004 – 06	Définition, comptabilisation et évaluation des actifs
IAS 36 – dépréciation d'actifs	CRC 2002 – 10 CRC 2003 – 07	Amortissements et dépréciations des actifs corporels et incorporels
IAS 37 – Provisions, passifs éventuel et actifs éventuels	CRC 2000 – 06	Passifs
IAS 8 – Méthodes comptables, changements d'estimations et erreurs	CRC 99 – 03 (art 314 et s.)	Changements de méthodes comptables
IAS 11 – Contrats de construction	CRC 99 – 08	Contrats à long terme
IAS 34 – Comptes intermédiaires	CNC 99 – R.01	Comptes intermédiaires
IAS 19 – Avantages du personnel	CNC 2003 – R 01	Engagements de retraite

¹⁵ CRC 99-03 et CRC 99-02 : Règlements comptables édictés par le Comité de la Réglementation Comptable (CRC) et traitant respectivement de la comptabilité individuelles et consolidées.

¹⁶ Le normalisateur français est le Conseil National de la Comptabilité (CNC) et le normalisateur international est l'International Accounting Standards Board (IASB).

L'exigence élevée des nouvelles dispositions comptables est destinée à renforcer la transparence financière pour l'investisseur qui peut ainsi disposer d'une vision plus complète de la réalité des risques et engagements encourus par la société partie au LBO. Les principaux risques portent le plus souvent sur :

- L'élargissement du périmètre de consolidation et la notion de contrôle économique en IFRS (« Substance over form¹⁷).
- La comptabilisation systématique de tous les instruments financiers
- Les règles strictes en matière de déconsolidation d'actifs financiers
- Informations renforcées pour l'annexe

En outre, le référentiel IFRS est un référentiel fondé sur des principes généraux de comptabilisation et est susceptible de donner lieu à des interprétations et des prises d'options assez larges. L'importance du jugement professionnel dans la tenue des comptes (« comptabilité d'intention ») suppose une documentation comptable structurée et développée. L'objectif privilégié par les normes est de traduire en comptabilité la cohérence et le raisonnement économique de l'opération en protégeant les intérêts des investisseurs. Cette protection est guidée par la volonté du normalisateur d'empêcher les comportements opportunistes des firmes visant à dissimuler leurs engagements financiers.

La dette est un élément déterminant des montages de LBO sans pour autant signifier que l'endettement est toujours une solution avantageuse. De plus, le montage financier repose essentiellement sur la valorisation en amont de la société cible. L'exigence élevée des nouvelles dispositions comptables est destinée à renforcer la transparence financière pour l'investisseur qui peut ainsi disposer d'une vision plus complète de la réalité des risques et engagements encourus par la société partie au LBO.

L'incidence du référentiel IFRS sur le financement des opérations de LBO couvre principalement le champ d'application des normes relatives aux instruments financiers. En effet une dette, au même titre qu'une créance, qu'un portefeuille de titres et que des instruments dérivés entrent dans la catégorie des instruments financiers. En effet, la norme IAS 32 (§ 11 et § AG3 à § AG 23) précise : « *Un instrument financier est tout contrat qui*

¹⁷ IASB (Cadre conceptuel § 35) : « *Si l'information doit présenter une image fidèle des transactions et autres événements qu'elle vise à présenter, il est nécessaire qu'ils soient comptabilisés et présentés conformément à leur substance et à leur réalité économique et non pas seulement selon leur forme juridique. La substance des transactions et autres événements n'est pas toujours cohérente avec ce qui ressort du montage juridique apparent. Par exemple, une entité peut céder un actif à un tiers, de telle façon que les actes visent à conférer la propriété à ce tiers. Néanmoins, des accords peuvent exister, qui font en sorte que l'entité continue à bénéficier des avantages économiques futurs représentatifs de cet actif. Dans de telles circonstances, la comptabilisation d'une vente ne donnerait pas une image fidèle de la transaction qui a été conclue (si tant est qu'il y ait eu, en fait, une transaction).* »

donne lieu à un actif financier d'une entité et à un passif financier ou à un instrument de capitaux propres d'une autre entité. »

Dans le cadre d'un LBO, la question est d'identifier avec soin les composantes de la dette en l'évaluant selon la méthode du coût amorti c'est-à-dire en calculant les charges d'intérêt en fonction d'un taux d'intérêt effectif déterminé sur la base du capital emprunté hors les frais d'émission¹⁸. Les instruments dérivés destinés à couvrir la dette sont alors comptabilisés à la juste valeur, à la valeur de marché si le marché est actif¹⁹, et conduisent les entreprises à incorporer dans leur compte un niveau de volatilité significatif dans le compte de résultat et sous certaines conditions (Comptabilité de couverture) par les capitaux propres. En pratique, les normes sur les instruments financiers amènent l'entreprise à privilégier une comptabilisation plus rapide et plus volatile en résultat des effets de certaines opérations comme les couvertures et les instruments financiers de transaction tels que des contrats d'échange de taux, de devises, des valeurs mobilières de placement. En effet une couverture de taux variable au moyen d'un swap taux fixe consiste, dans le cadre d'une position spéculative, à comptabiliser en résultat la valeur de marché du swap en contrepartie d'une dette si la juste valeur est une valeur de marché négative et en actif financiers s'il s'agit d'une valeur de marché positive. A contrario, si l'entreprise répond au critère de micro couverture (en pratique, une couverture ligne à ligne, sur un même notionnel et une même échéance pour une même courbe de taux) définis par la norme IAS 39 (§ 88) les variations de juste valeurs sont stockées en capitaux propres et seront imputées en résultat lors du dénouement final de l'opération de financement c'est-à-dire lors du remboursement de la dette.

La stabilité des traitements comptables n'est pas assurée car les normes comptables internationales qui sont fondées sur des principes et non sur des critères précis se réfèrent au « jugement professionnel » de l'entreprise et laisse une place significative la traduction de « l'intention » de la direction.

I.3.2. Les composantes de la dette en IFRS

Les éléments financiers appréciés dans cette phase de l'acquisition sont principalement les composantes de l'endettement financier net. Les normes comptables internationales ne fournissent pas de définition relative à la notion d'endettement net, charge à l'entreprise de définir cette notion. Dans la plupart des cas, l'endettement financier net est la différence entre

¹⁸ IAS 39 (§ 47) : « Après la comptabilisation initiale, une entité doit évaluer tous les passifs financiers au coût amorti en utilisant la méthode du taux d'intérêt effectif... »

¹⁹ IAS 39 (§ 47 et s.)

la trésorerie nette défini par la norme IAS 7 (§ 6) et l'endettement financier brut défini par les normes IAS 32 et 39. La trésorerie nette est composée des disponibilités, des valeurs mobilières de placement très liquides, sans risque de variation de valeur et les découverts bancaires. En outre, l'endettement financier brut comprend tous les éléments relatifs à la dette financière sous réserve de certains retraitements.

Le financement est aussi susceptible de comporter la combinaison d'un investissement en fonds propres et en dette. Les instruments hybrides sont les instruments qui comportent intrinsèquement une part capitaux propres et une part dette. Le traitement retenu par la norme IAS 32 (§ 15 et s.) est de proposer un mécanisme de « comptabilité distincte » (split accounting) afin de comptabiliser distinctement la part représentative des capitaux propres séparée de la part représentative de la dette au sein de l'instrument.

Ainsi, les instruments antérieurement classés dans un poste quasi-fonds propres (TSDI, avances conditionnées...) selon le PCG devront obligatoirement être reclassés en dettes ou en capitaux propres, ou scindés entre ces deux rubriques. Les obligations convertibles (ORA, OCA, OBSA...) doivent être comptabilisées en identifiant la part capitaux propres et la part dette.

Conformément à la norme IAS 39 (§ 47), la dette financière (dettes à long ou moyen terme) associée au financement de l'opération doit être calculée nette des coûts de transaction et de l'éventuelle prime de remboursement. En conséquence, l'entreprise doit assurer un enregistrement de la charge d'intérêt selon le taux effectif de l'emprunt et non plus selon le taux d'intérêt négocié afin de révéler la valeur économique de la dette appelé « coût amorti ». Les instruments de couverture (garanties de taux, options, contrat d'échange de taux...) doivent être comptabilisés.

L'évaluation de l'endettement financier de l'entité conduit à une analyse comparative avec les performances. Le ralentissement des marchés financiers et surtout l'augmentation du risque de solvabilité des entreprises nécessitent une plus grande vigilance relative aux critères de performance imposés par les financeurs et investisseurs.

I.3.3. Le contexte de la crise financière : Vers une sécurisation de la dette par les covenants ?

Les « covenants » sont des dispositions incluses dans les contrats de prêts et destinées à assurer le prêteur sur la solvabilité du débiteur. Ces conventions obligent l'emprunteur à respecter des ratios de performance financière, de solvabilité ou de liquidité.

Les ratios peuvent, par exemple, s'exprimer comme suit :

- Dettes financières/EBE

- Dettes financières/EBIT
- Dettes financières/EBITDA,
- Dettes financières/capitaux propres,

Ces agrégats financiers permettent notamment aux établissements de crédit de garantir les conditions de remboursement de l'emprunt. La dette est exigible mais elle n'est pas exigée.

Pour autant si les ratios ne sont pas respectés par l'entreprise, le financeur est donc en mesure de réclamer le remboursement de tout ou partie de l'emprunt dans un délai inférieur à 12 mois. La norme IAS 1²⁰ (§ 60) définit un passif courant « *lorsqu'il satisfait à l'un des critères suivants :*

- (a) l'entité s'attend à régler le passif au cours de son cycle d'exploitation normal ;*
- (b) il est détenu essentiellement aux fins d'être négocié ;*
- (c) il doit être réglé dans les douze mois après la date de clôture ; ou*
- (d) l'entité ne dispose pas d'un droit inconditionnel de différer le règlement du passif pour au moins douze mois à compter de la date de clôture. Tous les autres passifs doivent être classés en tant que passifs non-courants. »*

Peut-on alors considérer qu'une rupture de « covenants » consiste à considérer que l'entité ne dispose plus de la possibilité de différer le règlement de ce passif pour une période supérieure à 12 mois à partir de la date de clôture ?

La norme IAS 1 (§ 63) précise d'ailleurs qu' « *une entité classe ses passifs financiers en passifs courants lorsqu'ils doivent être réglés dans les douze mois à compter de la date de clôture, même si :*

- (a) l'échéance d'origine était fixée à plus de douze mois ; et*
- (b) un accord de refinancement ou de rééchelonnement des paiements à long terme est conclu après la date de clôture et avant la date d'autorisation de publication des états financiers. »*

Si un accord de refinancement intervenu après la clôture ne modifie pas le classement d'une dette, son classement dépend de la volonté du financeur d'agir effectivement pour obtenir le remboursement de l'emprunt. Une approche en substance doit donc être défendue. La rupture de « covenants » ne peut avoir d'effet « en substance » sur le classement de la dette dès lors que le financier n'a pas formalisé par écrit son souhait d'obtenir le remboursement de la dette. A l'inverse, il est aussi possible d'obtenir avant la date de clôture, une lettre de l'établissement confirmant l'absence de demande de remboursement de la dette.

²⁰ IAS 1 : Présentation des états financiers

Dans le cadre d'une opération de financement associé à un LBO, il est probable que le ratio d'endettement soit notablement modifié sur une base comptable IFRS. Par exemple, si le véhicule émet des instruments hybrides au passif, la comptabilisation séparée de l'instrument en dette et en capitaux a pour conséquence une augmentation du montant des capitaux propres et une réduction de l'endettement. A l'inverse, le traitement des emprunts selon le taux d'intérêt effectif entraîne une augmentation du coût du financement.

Ces exemples démontrent la nécessité pour les entreprises engageant ce type d'opération de s'assurer d'une bonne maîtrise de la communication interne et externe d'agrégats qui contribuent à prouver le respect des covenants comme la notion d'EBIT, d'EBITDA et d'endettement financier.

A ce titre, l'information financière est un facteur de sécurisation de l'opération de financement pour les tiers.

Le contexte actuel a fortement changé. A la suite des développements précédents, deux interrogations émergent. Tout d'abord que va-t-il se passer pour les LBO mis en place ces dernières années si la société cible voit sa rentabilité économique diminuer alors que le financement de l'acquisition a été déterminé à partir d'une rentabilité plus élevée ? Ensuite, comment va-t-on financer dans l'avenir les opérations de LBO dans le cadre des reprises d'entreprise ? En effet, ces opérations ont des raisons économiques de se développer. Il s'agit de déterminer quelle est l'utilité des montages SBO dans le contexte économique et financier actuel, et les conditions dans lesquelles ils pourraient se développer.

II. Le SBO : une innovation utile qui ne pourra se développer que dans un contexte de transparence financière

Le prêteur senior de la société holding peut octroyer des contrats de prêts et des ouvertures de crédits renouvelables à la société cible afin de lui permettre de financer des besoins d'exploitation. Cette stratégie permet au prêteur d'obtenir directement des sûretés sur les actifs de la cible. De même, pour assurer le financement d'investissements indispensables au développement de la société acquise, une ligne Capex (Capital expenditure) peut être mise en place. Enfin, le financement du développement de la société rachetée peut nécessiter de recourir à la technique du SBO. Un premier point permet de comprendre le principe de la titrisation et les attentes liées à la négociation d'un SBO. Il est alors possible de discuter les effets de la crise de confiance, face à la titrisation en général, sur la mise en place d'un tel

montage. Enfin, l'analyse du traitement comptable du SBO, permet, comme dans l'étude précédente du traitement comptable de la dette de la société holding, de mettre l'accent sur la nécessité d'une transparence financière.

II.1. Le mécanisme de la titrisation

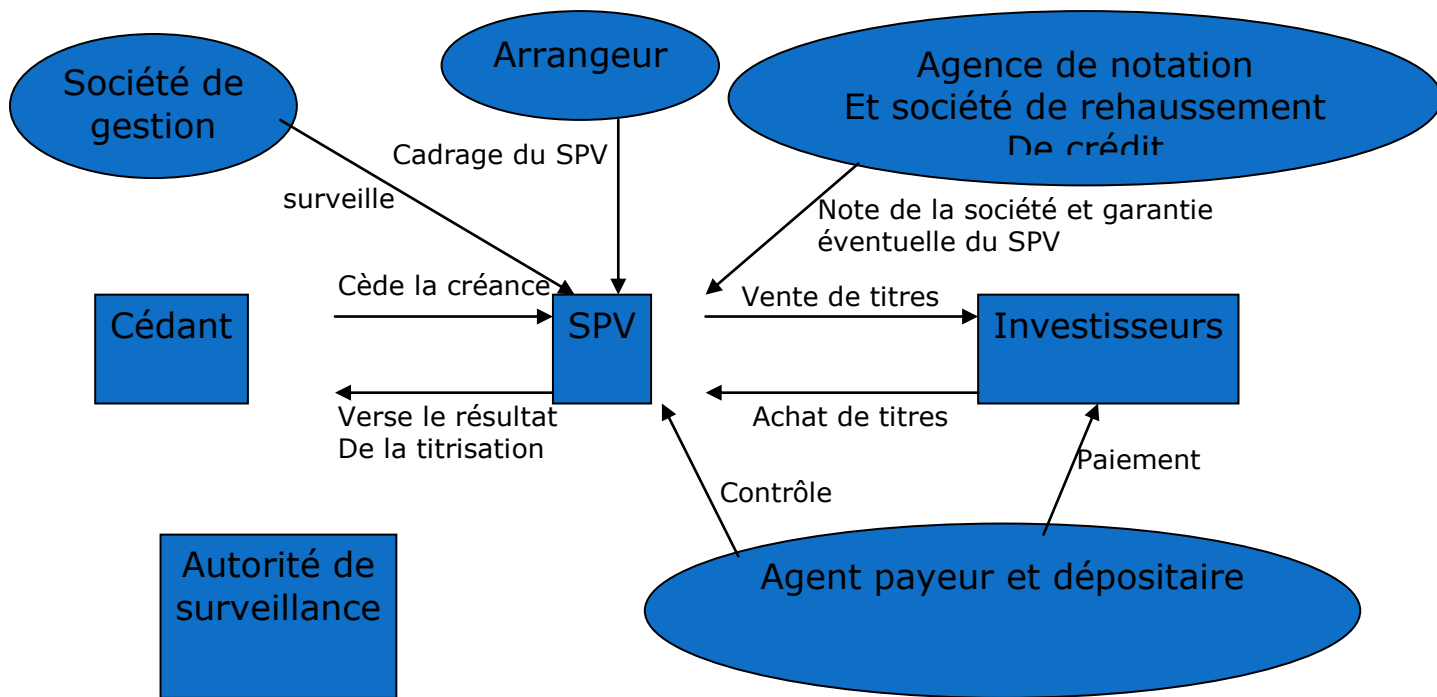
L'objectif initial de la titrisation était de financer un besoin économique en transformant son financement en titres librement cessibles. Autrement dit, il s'agissait d'un moyen de financer l'économie qui a entraîné une modification fondamentale de l'intermédiation financière. Tant que la qualité des actifs titrisés est clairement identifiée et que cette technique n'est utilisée que pour des besoins de bonne qualité, la titrisation présente des avantages indéniables. Comme le dit R. Weiss, « en réalité, la titrisation, la vraie, est fondamentalement une transformation de grenouilles en princesses »²¹.

II.1.1. Le rôle et les acteurs de la titrisation

Dans son principe général, la titrisation consiste dans la création d'une structure ad-hoc, le SPV (Special Purpose Vehicle) ou FCC (Fonds Commun de Créances en France), en vue d'émettre des titres sur le marché financier et d'investir le produit de l'émission dans des actifs servant de garantie, d'adossement ou de collatéral aux titres émis. En se substituant à l'emprunteur, ce véhicule ad-hoc permet de rendre liquides des actifs qui ne l'étaient pas et de donner accès aux marchés de taux à des entreprises (banques ou non banques) afin de satisfaire leurs besoins structurels de financement. Le second avantage de la titrisation est de permettre un transfert de risque.

Une opération de titrisation est longue à mettre en place et nécessite une analyse rigoureuse de la valeur à travers une structuration juridique, financière et comptable. La complexité de cette technique apparaît sur le schéma suivant qui n'est qu'une représentation simplifiée.

²¹ R. Weiss est Président du Groupe GTI (Gestion et Titrisation Internationales).



Comme cela apparaît sur le schéma, de nombreux acteurs interviennent dans une opération de titrisation. Le cédant est très souvent un établissement de crédit mais il peut également s'agir d'une entreprise. L'arrangeur, généralement une banque d'affaires, est un acteur central dans la titrisation. En effet, c'est lui qui est en charge de l'élaboration de la structure de l'opération et de sa réussite à travers l'analyse des attentes du cédant mais aussi de celles des futurs investisseurs des parts émises par le véhicule de titrisation. Les agences de notation représentent le second acteur primordial. En évaluant le risque de l'opération et des actifs cédés, elles doivent permettre aux investisseurs d'apprécier la qualité des parts mises en circulation par le SPV ou FCC. Le bon fonctionnement de l'opération nécessite également l'intervention d'une société de gestion qui gère le véhicule ad-hoc et représente les intérêts des acheteurs de parts. Ses opérations sont contrôlées par le dépositaire (institution de crédit). Selon la qualité des titres cédés, une société de rehaussement de crédit interviendra en vue d'obtenir la notation attendue. L'agent payeur exécute les paiements à faire aux détenteurs de parts (intérêts et remboursement programmé) et les autorités de surveillance surveillent le déroulement de l'opération.

Depuis le début des années 2000, on a assisté à une diversification des actifs pouvant être cédés, que le cédant soit une banque ou non. La qualité de ces actifs est devenue hétérogène. La structure des véhicules ad-hoc s'est parallèlement fortement complexifiée à la suite des diverses notations obtenues. Malheureusement, cette forte innovation financière a

entraîné une importante asymétrie d'informations par manque de transparence et de difficultés pour évaluer le risque des nouveaux produits créés²². Qu'en est-il de la titrisation des actifs de la société rachetée dans la cadre d'une opération de LBO ?

II.1.2. Le principe du SBO et ses avantages

Le SBO repose sur la technique de la titrisation des actifs de la société cible, comme par exemple un portefeuille de créances commerciales. En effet, toute entreprise peut, par recours à la titrisation, lever des capitaux sur la base des cash-flows futurs générés par ses actifs. On parle alors de titrisation économique. Un moyen de refinancer un LBO consiste à titriser les actifs de la société faisant l'objet de la reprise sous LBO. L'objectif est de rendre la dette senior contractée par la société holding moins élevée, donc moins risquée et moins coûteuse. Elle garantit également un remboursement plus rapide de cette dette senior, donc une amélioration de sa liquidité. Après avoir présenté le mécanisme du SBO, il s'agit de s'interroger sur les conditions dans lesquelles un tel montage est possible, ses avantages mais aussi ses dangers.

II.1.2.1. Le principe du SBO

Il est possible de recourir à une titrisation des créances commerciales de la société rachetée (préférée à la technique de l'affacturage) ou à une titrisation dite « Whole Business » (cas du LBO Fraikin en 2004 et 2008), c'est-à-dire qui porte sur des actifs de nature différentes qui sont sélectionnés en raison de la qualité de leurs garanties. Les actifs ainsi identifiés sont cédés à un fonds commun de créances qui émet des parts (la structure pouvant être plus ou moins complexe selon les attentes des investisseurs potentiels) pour se refinancer. L'argent ainsi levé par le FCC lui permet de financer l'acquisition des actifs de la société cible qui voit ainsi sa trésorerie augmenter.

II.1.2.2. L'utilité du SBO pour les différents acteurs du montage

Le SBO peut intervenir lors du montage de LBO ou à sa suite. Il présente des avantages pour la société cible et la société holding, et par conséquent pour les actionnaires du holding. Cette titrisation est également intéressante pour les porteurs de la dette LBO, soit les différents prêteurs au niveau du holding.

²² « Innovation, produits structurés et stabilité financière », I. Rahmouni-Rousseau et N. Jassaud, Revue d'Economie Financière, 2009, p. 129-146.

Le SBO procure à la société cible un moyen de financement qui peut être utilisé de différentes façons. Il servira les intérêts des partenaires financiers du holding (tant les actionnaires que les différents prêteurs) s'il sert à éteindre une partie de la dette d'acquisition grâce à la remontée d'un superdividende de la cible vers le holding. Cela peut être la motivation d'un SBO qui intervient après la réalisation du LBO. Le contexte actuel ayant fortement changé, on peut s'interroger sur l'utilité du SBO pour les LBO mis en place ces dernières années si la société cible voit sa rentabilité économique diminuer alors que le financement de l'acquisition a été déterminé à partir d'une rentabilité plus élevée.

La titrisation peut également être envisagée pour financer le développement de la société cible. En effet, s'il est vrai que les meilleures candidates aux opérations de LBO sont les entreprises qui sont peu endettées, dégagent beaucoup de cash avec peu d'opportunité d'investissement dans des projets à VAN positive, celles qui font l'objet d'une reprise par LBO ne correspondent pas forcément à ce critère idéal. Au contraire, elles peuvent avoir des besoins en fonds de roulement importants, des programmes d'investissement qui ne peuvent pas être repoussés, un endettement assez important. Dans de telles conditions, le montage LBO peut s'avérer difficile à réaliser. La solution est alors de le combiner à une opération de SBO. La titrisation permettra d'améliorer l'image financière de la cible, d'augmenter sa trésorerie ou de diminuer son endettement et de rassurer les actionnaires comme les prêteurs du holding.

Enfin, quelle que soit la motivation du recours à un SBO, comme toute opération de titrisation, il permet de transférer le risque du montage LBO au marché puisque les détenteurs des parts émises par le FCC se substituent au système bancaire.

II.2. Les effets de la crise de confiance face à la titrisation

La titrisation économique apparaît effectivement très intéressante. Mais, comme toute innovation financière, elle présente certains dangers exacerbés par la crise actuelle. Il s'agit de bien les identifier afin de ne pas transformer « des grenouilles en crapauds »²³, ce qui aurait pour effet de nuire définitivement à la société cible. Quelles doivent être les caractéristiques de la société cible pour pouvoir mettre en place une structure SBO. Comment augmenter la transparence financière ? Quels rôles doivent jouer l'arrangeur et les agences de notation ?

²³ R. Weiss, op.cit.

Il est indispensable que la société cible dispose d'au moins une classe d'actifs générant de façon récurrente des flux de trésorerie clairement identifiables. Les actifs faisant le plus souvent l'objet d'une titrisation sont les créances commerciales. Dès lors, les entreprises ayant des activités saisonnières ne sont pas de bonnes candidates. Il en est de mêmes de celles qui dépendent de quelques gros clients ou dont l'activité est jugé trop complexe pour juger de sa stabilité et donc apprécier le risque des parts émises par le FCC.

Comme cela apparaît dans le second SBO récemment réalisé par Fraikin, la titrisation peut porter sur des investissements, voire des stocks si ces actifs peuvent générer des flux de trésorerie stables. Ainsi, en avril 2008, le leader français et européen de la location de véhicules industriels, a obtenu un financement de 800 millions d'euros à des conditions très intéressantes en procédant à une titrisation globale d'entreprise. Le groupe Fraikin avait fait l'objet d'un premier LBO par Eurazéo début 2003 pour un montant de 764 M€. Fin 2004, une titrisation whole business avait déjà été organisée sur 90% des actifs de Fraikin. L'objectif était alors de permettre le financement de dépenses d'investissement importantes sans mettre en péril l'équilibre du montage LBO assuré par la remontée des dividendes vers le holding²⁴. Autrement dit, il s'agissait de permettre à l'entreprise sous LBO de préserver son développement en trouvant un financement alternatif sur le marché. Fraikin a fait l'objet d'un LBO secondaire, Eurazéo cédant sa participation à CVC Partners début 2007 en réalisant un TRI substantiel de 35% et en réinjectant 58 M€ dans le capital de la nouvelle société holding en vue de profiter des perspectives de développement du groupe. Mais, l'activité de Fraikin étant toujours aussi consommatrice de capitaux, Calyon (led-arranger), Bank of Scotland et CIC, ont assuré le refinancement et l'accroissement de la titrisation initiale. Calyon avait assuré l'arrangement du premier SBO (co-arrangeur : JP Morgan Securities Limited). La titrisation porte sur la flotte de véhicules de Fraikin France en organisant la perception de loyers prévus par les contrats de location. Le financement porte également sur la valeur résiduelle des véhicules. L'opération a permis la sortie partielle du crédit-relais souscrit par CVC Capital Partners pour le rachat de Fraikin en février 2007, et la création d'une ligne de crédit de 250 millions d'euros qui permettra à Fraikin de continuer à développer sa flotte. Pour réussir cette opération en pleine crise financière, les arrangeurs ont organisé une structure de gestion substitutive soit un « back-up servicer », c'est-à-dire un prestataire de service capable de se substituer à l'entreprise pour gérer le parc de véhicules et les contrats en

²⁴ Les caractéristiques de ce premier SBO de Fraikin sont présentées dans l'article de C. Cadiou, N. Cotillard et J. Morvan.

cas de difficulté. De plus, l'innovation a également porté sur la structure fiscale. Cette double innovation a permis de limiter le niveau du rehaussement des crédits exigé par les agences de notation et les assureurs²⁵.

Ces deux LBO consécutifs, conjugués à une titrisation globale d'entreprise à chaque fois, soulèvent la question de l'utilité du SBO. En effet, comme signalé dans l'article de C. Cadiou, N. Cotillard et J. Morvan, le premier SBO a finalement permis à Eurazéo de réaliser une plus-value très intéressante. La titrisation a très bien joué son rôle en transformant « des grenouilles en princesses ». C'est d'ailleurs la raison pour laquelle Eurazéo a à nouveau investi dans le second LBO, espérant que les princesses deviennent reines. Ainsi, le SBO apparaît, en partie, comme une technique financière qui aide les capital-investisseurs à réaliser des LBO en limitant éventuellement la dette de la société holding mais sans limiter leur TRI. En période de pénurie de dette bancaire, cela apparaît intéressant. Toutefois, si les capital-investisseurs réalisent une plus-value sans nuire à l'activité de la société cible et sans transférer un risque non identifié aux investisseurs sur le marché, le SBO semble être un mode de financement intéressant pour des entreprises qui ont réellement besoin de faire l'objet d'une reprise. Mais, ces entreprises doivent bien évidemment avoir un portefeuille d'actifs générant des cash-flows récurrents. De plus, la difficulté de réalisation de la seconde titrisation de Fraikin montre à quel point les différents acteurs d'une opération de titrisation sont prudents. Toutefois, il semble que l'innovation imaginée (structure de gestion substitutive) témoigne des efforts qui ont été faits afin de sécuriser le montage en montrant que le risque économique de Fraikin n'est pas ignoré mais maîtrisé. Cela doit également permettre de diminuer l'asymétrie d'information en ayant obligé les initiateurs du SBO à repenser le modèle économique de l'entreprise rachetée.

La crise de méfiance face à la titrisation mais également au rôle des agences de notation, sont deux arguments en faveur de la mise en place d'un système de notation permettant de garantir que la technique de la titrisation économique est utilisée de façon « sécurisée ». En effet, les agences de notation ont été sérieusement mises en cause dans la crise des subprimes. D'ailleurs, certains suggèrent la mise en place d'un système de supervision ou d'encadrement des agences de notation. Peut-être faut-il également s'interroger sur la place trop importante laissée à la notation. La recherche d'une plus grande transparence financière, au sens de lisibilité des opportunités et des risques liés aux actifs

²⁵ Ces informations ont été obtenues sur le site de l'Agefi et de Calyon.

titrisés, ne serait-elle pas une meilleure voie pour sécuriser l'opération et assurer sa réussite ? L'utilisation d'une structure de gestion substitutive dans le cas de Fraikin est un bon exemple.

Ayant mis en évidence le principe du refinancement du LBO par titrisation et, à nouveau, la problématique de l'évaluation des actifs à travers l'enjeu de la notation et de la transparence financière (par une analyse économique approfondie des activités de l'entreprise), il s'agit maintenant de s'intéresser à l'aspect comptable qui apparaît fondamental ici.

II.3. Le traitement comptable du SBO

II.3.1. Le mécanisme de la déconsolidation dans la théorie positive de la comptabilité

Watts et Zimmerman (1979²⁶ et 1986²⁷) sont à l'origine de la théorie positive de la comptabilité. Cette théorie influence notablement l'épistémologie de la recherche en comptabilité en postulant que « *la science comptable n'a pas pour objet de proposer des normes comptables mais de décrire et d'expliquer les comportements concrets des acteurs* » (Richard, 2000)

Ainsi, le cadre théorique et normatif comptable international (IFRS) fait directement référence à une analyse du comportement des acteurs fondée sur les interférences et le contrôle entre les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Ce cadre repose sur des hypothèses de comportements qui doivent être encadrés pour tendre vers une communication financière fidèle et pertinente donc utile.

L'étude des opérations de titrisation dans la théorie positive de la comptabilité²⁸ tente d'analyser les attentes des parties prenantes vis-à-vis de ce type de montage. Perry²⁹(1993) démontre que les actifs titrisés ne doivent pas être décomptabilisés du bilan de l'entité car l'opération de titrisation favorise l'émission de titres qui confèrent à l'entité la majorité des risques et avantages associés aux actifs titrisés. « L'opération sera considérée comme étant un financement matérialisé par un nantissement d'actif. Comptablement, les actifs titrisés ne

²⁶ WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L.,(1979), "The demand for and supply of Accounting Theories : the market of excuses", Accounting Review, vol. 54, p. 273, April.

²⁷ WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L.,(1986), "Positive Accounting Theory", Prentice Hall, Englewood Cliffs

²⁸ WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L. (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards, The Accounting Review, Vol.LIII, n°1, pp.112-134.

²⁹ PERRY Raymond E. (1993) : "Accounting for securitizations", Accounting Horizons, Vol.7, n°3, pp.71-82.

devraient dès lors pas être externalisés du bilan de l'instigateur. Par ailleurs, si l'intérêt conféré à l'entreprise initiatrice se trouve limité, l'opération pourra alors être considérée comme une vente, et l'actif être sorti du bilan. »

Pour W. R. Landsman, K. Peasnell et C. Shakespeare³⁰ (2006), si les opérations de titrisation étaient originellement utilisées à des fins de financements d'en-cours, ces dernières ont peu à peu évolué pour constituer de véritables opérations de financement hors bilan. Si l'information comptable prodiguée par les documents financiers leur confère un caractère « d'avance de trésorerie », leur nature tend à les définir comme un financement.

Il ressort, des résultats empiriques de l'étude proposée, que le marché semble percevoir les actifs et passifs d'une entité ad hoc comme faisant partie du patrimoine de l'entité ayant généré cette structure ad hoc. Les risques et profits liés à la propriété des actifs transférés incombent à la société initiatrice et non à l'entité ad hoc.

En matière de gestion des postes du bilan, Tweedie et Whittington³¹ (1990) affirment que la marge de manœuvre laissée aux managers est importante puisque les normes comptables sont fondées sur des principes. La comptabilité créative est très présente dans les questions affectant la reconnaissance des actifs (en cas d'utilisation d'entité *ad hoc*) et dans l'analyse d'opération de financement associé à un montage déconsolidant.

Les normes comptables ont été élaborées sur des bases empiriques afin d'améliorer la pertinence de l'information financière. En effet, celles-ci se trouveraient en adéquation avec les attentes du marché qui légitimement peut craindre une dissimulation de l'endettement d'une entreprise ou d'un groupe.

II.3.2 Le traitement comptable international d'un SBO : un mécanisme de déconsolidation associé à une opération de financement

Comme cela a été décrit précédemment, un SBO consiste à réaliser un montage de rachat d'entreprise en recourant à l'effet de levier financier (LBO : Leveraged Buy-Out) que l'on combine avec un mécanisme de titrisation. L'objectif privilégié par les normes est de traduire en comptabilité la cohérence économique de l'opération en protégeant les intérêts des investisseurs.

³⁰ LANDSMAN W. R., PEASNELL K. et SHAKESPEARE C., (2006), Are assets securitizations sales or loans ?, communication de colloque.

³¹ TWEEDIE David et WHITTINGTON Geoffrey, 1990, Financial Reporting : Current Problems and Their Implications for Systematic Reform, Accounting and Business Research ,Vol.21, n°81, pp.87-102.

II.3.2.1. Le traitement comptable de la titrisation

Cette partie est destinée à présenter d'une part les critères de contrôle en normes comptables internationales puis les modalités de transfert de ce contrôle adaptées au cas d'un SBO.

La titrisation est traitée en comptabilité selon les critères de contrôle d'un actif défini par la norme IAS 27³² et en fonction de la nature économique du contrôle défini selon la norme d'interprétation SIC 12³³.

La norme IAS 27 définit la notion de périmètre de consolidation des groupes. La norme IAS 27 (§ 13) précise les critères de contrôle en énonçant que : « *Le contrôle est présumé exister lorsque la société mère détient, directement ou indirectement par l'intermédiaire de filiales, plus de la moitié des droits de vote d'une entité, sauf si dans des circonstances exceptionnelles, il peut être clairement démontré que cette détention ne permet pas le contrôle. Le contrôle existe également lorsque la société mère détenant la moitié ou moins de la moitié des droits de vote d'une entité, dispose : (1)*

(a) du pouvoir sur plus de la moitié des droits de vote en vertu d'un accord avec d'autres investisseurs ;

(b) du pouvoir de diriger les politiques financière et opérationnelle de l'entité en vertu d'un texte réglementaire ou d'un contrat ;

(c) du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres du conseil d'administration ou de l'organe de direction équivalent, si le contrôle de l'entité est exercé par ce conseil ou cet organe ; ou

(d) du pouvoir de réunir la majorité des droits de vote dans les réunions du conseil d'administration ou de l'organe de direction équivalent, si le contrôle de l'entité est exercé par ce conseil ou cet organe. »

Ainsi, la norme IAS 27 fonde son approche sur une notion de contrôle économique. En pratique, une société mère est une entreprise qui contrôle une ou plusieurs filiales dans le sens du pouvoir de diriger les politiques financières et opérationnelles d'une entreprise afin d'en obtenir les avantages de ses activités. Le critère du nombre de détention capitalistique (droit de propriété) n'est donc pas prépondérant.

La norme IAS 27 ne mentionne pas explicitement les montages financiers qui font apparaître des entités ad hoc. Une norme d'interprétation a précisé certaines modalités attachées à ces cas bien connus dans des LBO et aussi des SBO.

³² IAS 27 : Etats financiers consolidés et individuels

³³ SIC 12 : Consolidation – Entités ad hoc (SIC : Standards Interpretation Committee)

Le SIC 12 stipule que le contrôle peut résulter de la prédétermination des activités de l'entité ou de toute autre façon. En référence à la norme IAS 27, il peut exister plusieurs circonstances dans lesquelles le contrôle existe même si l'entreprise ne détient pas la majorité des droits de vote d'une autre entité. Ainsi, en lien avec IAS 27 (§ 13), la norme d'interprétation SIC 12 (§ 10) précise trois circonstances justifiant de la consolidation d'une entité :

- « *En substance, les activités de l'entité « ad-hoc » sont menées pour le compte de l'entreprise selon ses besoins opérationnels spécifiques de façon à ce que l'entreprise obtienne des avantages de l'activité de l'entité « ad-hoc ».*
- *En substance, l'entreprise a les pouvoirs de décision pour obtenir la majorité des avantages des activités de l'entité « ad-hoc » ou, en mettant en place un mécanisme dit de « pilotage automatique », cette dernière a délégué ses pouvoirs de décision.*
- *En substance, l'entreprise a le droit d'obtenir la majorité des avantages de l'entité « ad-hoc » et par conséquent peut être exposée aux risques liés aux activités de cette dernière ou En substance, l'entreprise conserve la majorité des risques résiduels ou inhérents à la propriété relatifs à l'entité « ad-hoc » ou à ses actifs afin d'obtenir des avantages de ces activités. »*

La norme confirme ici l'importance de l'analyse économique qui doit guider le traitement comptable de l'opération et surtout les grandes les grandes limites de la norme pour déconsolider une opération de titrisation.

II.3.2.2. L'information comptable et financière

Fondamentalement, certains auteurs³⁴ comme Alchian et Demsetz (1972) qui positionnent leur travaux dans le courant de la théorie de l'agence³⁵ (Jensen et Meckling, 1973) postulent que l'information financière, voire la « transparence financière » est un mécanisme permettant de réduire l'asymétrie d'information entre les investisseurs qui prennent un risque dans le financement de l'opération et les dirigeants opérationnels qui assurent le fonctionnement de l'opération. Plus précisément une information pertinente³⁶, utile aux investisseurs, contribue à la sécurisation financière de l'opération.

³⁴ ALCHIAN AA. et DEMSETZ H. (1972), "Production, information costs, and economic organization", *American Economic Review* LXII, n°5, pp.777-795.

³⁵ JENSEN Michael C. et MECKLING William H. (1976), "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, n°3, pp.305-360.

³⁶ Cadre conceptuel de l'IASB (§ 26) : « *To be useful, information must be relevant to the decision-making needs of users. Information has the quality of relevance when it influences the economic decisions of users by helping them evaluate past, present or future events or confirming, or correcting, their past evaluations.* »

Dans le cadre des SBO, l'information financière couvre d'une part la communication relative aux retraitements liées à l'opération de financement et d'autre part, les informations portant principalement sur la sécurisation des opérations de titrisation afin d'identifier les possibilités, le cas échéant, de décomptabilisation.

L'information financière produite par l'entreprise doit permettre aux investisseurs d'apprécier la rentabilité de l'opération, son opportunité stratégique, et surtout la pérennité de cette rentabilité. L'information financière associée à l'opération doit privilégier la communication des conditions financières particulières de certains contrats et engagements qui impactent la présentation des comptes et la rentabilité économique du SBO. Conformément aux recommandations³⁷ de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), les indicateurs de performance doivent être rapprochés des données comptables, l'élaboration de ces agrégats doit être justifiée et suffisamment explicitée.

En pratique, la plupart des informations sont centrées sur la performance opérationnelle (Chiffre d'affaires par centre de profit, marges, valorisation des stocks, frais de siège, trésorerie) associées au suivi des covenants bancaires.

Il est incontestable que la sécurité de l'information financière dépend de la compétence des équipes et de la nature/qualité de l'information produite. Une communication transparente du diagnostic financier en complément des informations relatives à la définition du plan d'actions décidé par les managers de la nouvelle entité acquise ou restructurée sont les conditions incontournables d'un SBO sécurisé.

³⁷ AMF (2005) : Recommandation pour l'arrêté des comptes 2006, AMF ed.

Conclusion

Les normes comptables internationales sont de nature à réduire significativement les risques sous-jacents à une opération de SBO.

Dans un premier temps, la norme comptable considère qu'une cession de créances ou un transfert de dettes ne peut être comptabilisé que si la quasi-totalité des risques et avantages rattachés à cet actif ou à cette dette est transférée. En pratique, la plupart des conventions de titrisation montrent que le cédant conserve une « *implication continue*³⁸ » sur les actifs et passifs cédés. Autrement dit, la cession juridique n'est pas forcément concomitante avec une décomptabilisation. En conséquence, la dissimulation de dettes ou d'actifs douteux dans des structures ad hoc est très restrictive.

Dans un second temps, la normalisation répond aux préceptes de la théorie de l'agence associée à la théorie positive de la comptabilité qui étudie les comportements des investisseurs et des entreprises. Les restrictions liées à la décomptabilisation s'accompagnent d'une plus grande transparence de la communication financière sur les risques. L'annexe doit décrire de manière détaillée les options comptables adoptées et surtout leurs effets financiers sur les capitaux propres et sur le résultat. L'apparition de la juste valeur et la volatilité qui en découle sont destinées, d'après le normalisateur, à permettre aux lecteurs des états financiers d'anticiper leurs décisions économiques³⁹. Il s'agit pour le normalisateur comptable de fournir des outils de communication favorisant la réduction de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les organismes de financement.

L'exigence élevée des nouvelles dispositions comptables est donc bien destinée à renforcer la transparence financière pour les financeurs qui peuvent ainsi disposer d'une vision plus complète de la réalité des risques et engagements encourus par la société partie au SBO. Les principaux risques circonscrits par les normes portent le plus souvent sur :

- L'élargissement du périmètre de consolidation et la notion de contrôle économique en IFRS (« Substance over form »).
- La comptabilisation systématique de tous les instruments financiers
- Les règles strictes en matière de déconsolidation d'actifs financiers

³⁸ IAS 39 (§ AG 38 et s.)

³⁹ IASB (2008, Cadre conceptuel / Framework, § 26) : « Pour être utile, l'information doit être pertinente pour les besoins de prise de décision des utilisateurs. L'information possède la qualité de pertinence lorsqu'elle influence les décisions économiques des utilisateurs en les aidant à évaluer des événements passés, présents ou futurs ou en confirmant ou corrigeant leurs évaluations passées »

Les récents événements liés à la crise financière rappellent aussi l'importance pour les entreprises d'expliquer de manière narrative le modèle économique des opérations de structure qui, souvent complexes, masquent les risques identifiés par la norme comptable. Ainsi au-delà des exigences de la normalisation, les normes IFRS sont aussi pour les utilisateurs, une grille de lecture économique de ce type d'opérations pour identifier le contenu du risque et non son apparence. Le cas du second SBO de Fraikin témoigne d'ailleurs de la nécessité d'établir un business model permettant d'apprécier au mieux les sources de risque et de penser aux meilleurs moyens de les prévenir. Enfin, les raisons et les effets du développement de l'ingénierie financière de la dette LBO jusqu'en 2007 sont un autre élément en faveur de l'importance à donner à l'analyse économique de toute entreprise en vue de l'évaluer correctement et de sécuriser son financement, et éventuellement son refinancement, en diminuant l'asymétrie d'information.

Le technique du SBO comporte des intérêts indéniables et prouve que la titrisation peut être utile. Son développement peut être sécurisé par une transparence financière permise tant par la normalisation comptable que par l'élaboration du business model.

Bibliographie

- ALCHIAN AA. et DEMSETZ H. (1972), Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review* LXII, n°5, pp.777-795.
- ARZAC E., (1992), On the capital structure of leveraged buyouts, *Financial Management*, Spring, pp. 16-26.
- CADIOU C., MORVAN J., (2005), Ingénierie de la reprise : du LBO au SBO, *Colloque Recherche en. Entrepreneuriat*, Brest.
- CADIOU C., COTILLARD N. ET MORVAN J. (2008), Titrisation économique et LBO : le cas français, *La revue du financier*, p. 49-66.
- DEFFAINS-CRAPSKY C. (1994), Dette mezzanine et structure d'endettement, Thèse de Doctorat, Université de Nancy 2.
- DEFFAINS-CRAPSKY C. (1996), Financement mezzanine : choix d'une structure d'endettement », *Finéco*, volume 6, n°1, pp.
- DEFFAINS-CRAPSKY C. (1996), La subordination des créances : aspects comptables et juridico-financiers », *Actes du XVIIème Congrès de l'Association Française de Comptabilité*, Valenciennes, Volume 2, pp. 835-847.
- DEFFAINS-CRAPSKY C. (1998), Hiérarchisation des créances, théorie des options, évaluation et analyse de la structure de financement, *Revue « Banque&Marchés »*, n°37.
- DIAMOND D. (1993), Seniority and maturity of debt contracts, *Journal of Financial Economics*, n°33, pp. 341-368.
- GREEN R. (1984), Investment incentives, debt, and warrants, *Journal of Financial Economics*, n°13, pp. 115-136.
- JENSEN Michael C. (1986), Agency Costs of free cash-flows, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, may, pp. 323-329.
- JENSEN Michael C. (1989), Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, september-october, pp. 61-74.
- JENSEN Michael C. et MECKLING William H. (1976), Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, n°3, pp.305-360.
- JENSEN Michael C. et SMITH C. (1985), Stockholder, manager and creditor interests : application of agency theory, in *Recent advances in finance*, Altman E. et Subrahmanyam M. ed., R.D., Irwin, Illinois, PP. 93-131.
- KAPLAN S., (1989a), Management Buyouts : evidence of taxes as a source of value, *The Journal of Finance*, july, pp. 611-632.
- KAPLAN S., (1989b), The effects of Management Buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, n° 24, pp. 217-254.
- LANDSMAN W. R., PEASNELL K. et SHAKESPEARE C., (2006), Are assets securitizations sales or loans ?, communication de colloque.
- PERRY Raymond E. (1993), Accounting for securitizations, *Accounting Horizons*, Vol.7, n°3, pp.71-82
- RAHMOUNI-ROUSSEAU I. et JASSAUD N. (2009), Innovation, produits structurés et stabilité financière, *Revue d'Economie Financière*, p. 129-146.
- SMITH C. et WARNER J., (1979), On financial contracting : an analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, n°7, pp. 117-161.
- SOBREIRA R., Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation, 2004, *Cahiers d'économie de l'innovation*, n°19, p 115-130.
- STULZ R., (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, n°26, pp. 3-27.

STULZ R. et JOHNSON (1985), An analysis of secured debt, Journal of Financial Economics, n°26, pp. 501-521.

TWEEDIE David et WHITTINGTON Geoffrey, 1990, Financial Reporting : Current Problems and Their Implications for Systematic Reform, Accounting and Business Research ,Vol.21, n°81, pp.87-102.

WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L.,(1979), The demand for and supply of Accounting Theories : the market of excuses, Accounting Review, vol. 54, p. 273, April.

WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L.,(1986), Positive Accounting Theory, Prentice Hall, Englewood Cliffs

WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L. (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards, The Accounting Review, Vol.LIII, n°1, pp.112-134.