

1 L'opinion de viabilité

Jean-Florent RÉROLLE,
managing director,
Houlihan Lokey¹

Que ce soit pour valider qu'une décision est dans l'intérêt social ou pour tenter d'atténuer leur responsabilité en cas de litige, les administrateurs doivent agir avec prudence et vigilance. C'est particulièrement le cas pour les opérations critiques comme le recours à un endettement massif, la scission d'un groupe, une distribution de dividendes financée par de la dette ou encore la mise sur le marché d'une filiale après avoir distribué ses réserves. Ces décisions requièrent des administrateurs beaucoup de diligences² dont certaines sont en réalité trop techniques pour être menées à bien sans l'assistance d'un tiers expert. Un spécialiste financier indépendant peut donner au conseil d'administration une analyse non biaisée sur les conséquences du montage envisagé ainsi qu'un confort au moment de la prise de décision.

L'objet de l'opinion de viabilité

C'est en partie pour répondre à cette préoccupation de diligence que s'est développée la pratique américaine de la « *solvency opinion* »³. Destinée au conseil d'administration et/ou aux créanciers, l'opinion de solvabilité a pour objet d'exprimer un avis sur le fait que la transaction envisagée n'empêchera pas la société de remplir ses engagements à l'égard de ses créanciers. On notera immédiatement que ce concept de solvabilité est plus large et dynamique que celui utilisé en France puisqu'en matière financière nous la définissons classiquement comme la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements uniquement *en cas de liquidation*.

Le cadre juridique de la pratique américaine réside dans les différentes lois visant à prévenir la « *fraudulent conveyance* » qui ont été conçues pour empêcher les actionnaires ou certains créanciers de bénéficier de transferts indus au détriment d'autres créanciers.

Une opinion de solvabilité effectue trois tests distincts et complémentaires qui s'appuient sur des standards légaux et répondent à des questions précises :

- Le test de bilan (« *Balance Sheet Test* ») : la valeur de l'actif économique de l'entreprise est-elle supérieure à celle de ses passifs financiers comptabilisés et latents ?
- Le test de cash-flow (« *Cash Flow Test* ») : l'entreprise peut-elle honorer ses dettes aux échéances prévues contractuellement ?

« La voie est aujourd'hui ouverte à l'émergence d'une opinion de solvabilité à la française »

- Le test du caractère raisonnable de la structure financière (« *Reasonable Capital Test* ») : l'entreprise a-t-elle des capitaux propres suffisants compte tenu de son activité ?

Trois réponses positives sont nécessaires pour que l'expert financier puisse rendre au conseil d'administration une opinion favorable. Si le conseil est généralement le destinataire exclusif du rapport, il lui est loisible de l'utiliser dans ses relations avec les créanciers, les actionnaires ou les auditeurs de la société.

Ces questions recouvrent en partie la mission qui a été donnée le 27 juillet 2006 par le tribunal de commerce de Nanterre à deux experts à la demande de la société Pages Jaunes afin d'une part « d'apprécier (i) le caractère acceptable pour la structure financière de la société (...) d'une distribution exceptionnelle de réserves financée par endettement (...) (ii) les conséquences de la distribution envisagée sur le niveau de capitaux propres de la société (...) » et d'une part, « de se prononcer sur l'adéquation entre la structure d'endettement après la distribution exceptionnelle et les perspectives de développement envisagées par la société (...) et reflétées dans son plan d'affaires ».

La voie est donc aujourd'hui ouverte à l'émergence d'une opinion de solvabilité « à la française » que l'on propose d'appeler « **opinion de viabilité** ». Naturellement, notre système juridique étant différent de celui des États-Unis, les modalités de ce type d'opinion doivent être adaptées⁴ pour s'inscrire dans le contexte français, en particulier, celui de l'intérêt social. À partir de l'expérience américaine et des attentes des conseils d'administration, de leurs avocats et de leurs banquiers, nous nous proposons de définir les contours des trois tests de ce nouvel outil mis à la disposition des administrateurs.

Le test de valeur⁵

Ce test consiste à procéder à une évaluation de l'actif économique de l'entreprise, puis à comparer celle-ci au montant de ses passifs financiers comptabilisés et latents. Parmi les deux optiques envisageables pour valoriser une entreprise – liquidation ou continuité d'exploitation – la seconde est la plus fréquemment retenue et la plus logique compte tenu de la finalité de l'exercice.

Le travail d'analyse de l'expert s'appuie sur les plans d'affaires et les projections établies par la Direction de l'entreprise⁶. → Suite page 2

1. Houlihan Lokey Howard & Zukin est une banque d'affaires spécialisée dans la délivrance d'attestations d'équité et d'opinions de solvabilité. Contact : jrerolle@hlh.com

2. J.-F. Rérolle et F. Bressand, *Le Vade-mecum de l'administrateur* : IFA, Gualino Editeur, 2005, p. 77 et s.

3. Appelée parfois « *Capital adequacy opinion* ».

4. D'autant que, bien qu'encadrées par des textes précis et une jurisprudence fournie, la nature, la portée et l'articulation des différents tests suscitent encore des débats importants parmi les juristes et les évaluateurs américains.

5. Nous avons retenu pour les trois tests des dénominations différentes de celles utilisées aux États-Unis, mais que nous pensons plus significatives de la nature des travaux qu'ils recouvrent.

6. Les projections doivent extérioriser les flux économiques (résultat d'exploitation, besoins en fond de roulement et investissements) et financiers (intérêts, remboursement de la dette, dividendes) de l'entreprise compte tenu de la nouvelle structure financière envisagée. Elles couvrent une période suffisamment longue pour mettre en évidence l'évolution de la dette contractée à l'occasion de cette décision.

Dans le cadre de ses diligences, l'expert s'assure du caractère raisonnable et cohérent des projections établies par la Direction en les confrontant aux hypothèses généralement utilisées par les analystes financiers ou par les experts industriels et/ou en procédant à une revue du processus prévisionnel de l'entreprise (organisation, procédure, fiabilité historique...).

Des travaux d'évaluation suivent généralement une approche multicritères. Compte tenu de la nature de l'exercice et surtout des modalités des deux autres tests présentés ci-après, la méthode intrinsèque est à privilégier. En effet, elle seule permet d'intégrer la complexité de la dynamique financière d'une entreprise très endettée : des flux d'investissement contraints par la politique financière ; la fluctuation importante de certains paramètres clés de l'analyse au cours de la période de projection (levier, économies fiscales, coûts de faillite et coût du capital).

Parmi les modalités d'application de la méthode intrinsèque, on peut envisager l'utilisation de la valeur actuelle ajustée⁷. Dans sa forme la plus simple, cette méthode consiste à actualiser les flux de liquidités au coût des fonds propres à dette nulle⁸ et à y ajouter la valeur actuelle des économies fiscales futures. Les flux à prendre en compte sont les flux espérés ou, à défaut, les plus probables.

Des approches extrinsèques⁹ comme les comparables boursiers ou les transactions portant sur des sociétés similaires peuvent être utilisées à titre complémentaire pour conforter les résultats obtenus par la méthode intrinsèque. Compte tenu de leurs difficultés méthodologiques, il convient de les utiliser avec les précautions habituelles¹⁰.

Le test consiste finalement à soustraire de la valeur de l'entreprise le montant des passifs financiers comptabilisés et des passifs latents. Dans la mesure où le créancier a le droit de récupérer la totalité de sa créance quelle que soit sa valeur de marché, on retient habituellement la valeur nominale de la dette. La valeur des passifs latents ou potentiels¹¹ est soit ajustée par leur probabilité d'occurrence soit prise à leur montant maximum le plus réaliste. Si la valeur de l'actif économique de l'entreprise est supérieure à celle de ces passifs, le test est positif.

Le test de liquidité

Ce test a pour objet de vérifier que la société est capable de payer ses frais financiers et de rembourser ses dettes lorsque celles-ci arrivent à

« Le travail d'analyse de l'expert s'appuie sur différents tests de viabilité que sont le test de valeur, le test de liquidité et enfin, le critère de structure financière »

échéance. Cette vérification s'appuie sur un plan de financement fourni par le management de l'entreprise. Naturellement, les projections utilisées dans le test précédent constituent le socle de ce plan. Les lignes de crédit susceptibles d'être mobilisées au cours de la période de projection sont également prises en compte.

Le test est positif si, pour chacune des échéances, l'entreprise est en mesure de rembourser la partie de la dette arrivée à maturité en utilisant : les liquidités accumulées dans les périodes précédentes, les liquidités générées au cours de la période considérée, des lignes de crédit disponibles ou en cédant des actifs.

L'entreprise peut avoir un flux espéré supérieur au montant de la dette à rembourser tout en présentant un risque de défaut important. Par exemple, l'entreprise dont les hypothèses de flux de liquidité sont de 150 (avec 10 % de probabilité) et de 20 (avec 90 % de probabilité) peut rembourser une dette de 30, car son flux espéré est suffisant (33¹²). Mais il existe 90 % de chances pour qu'elle soit en défaut de paiement.

Des analyses permettent donc de tester la sensibilité des flux de liquidités aux hypothèses clés qui peuvent les affecter à chaque échéance, comme la croissance des revenus, la marge d'exploitation, le besoin en fonds de roulement ou les investissements.

L'expert peut également simuler l'impact de scénarios pessimistes sur les projections de l'entreprise afin de mieux apprécier l'épaisseur du coussin de sécurité dont elle dispose. Ces scénarios sont définis en collaboration étroite avec les dirigeants de l'entreprise. On peut enfin utiliser une approche sophistiquée de type Monte Carlo qui, en simulant l'impact d'une multitude de scénarios aléatoires, permet d'estimer la probabilité d'occurrence d'un défaut de paiement¹³.

Le critère¹⁴ de structure financière

La dernière analyse a pour but d'apprécier si la structure financière de l'entreprise résultant de la transaction envisagée présente un caractère raisonnable. Les contours du « *reasonable capital test* » restent souvent imprécis dans la pratique américaine. Porter une appréciation sur la probabilité de défaut de l'entreprise et un jugement sur le caractère acceptable de la structure financière retenue est en effet très délicat. La difficulté provient non seulement du fait que l'entreprise peut faire défaut pour des raisons non strictement financières, mais aussi qu'il est difficile de définir un seuil précis en dessous duquel le test serait concluant (5 %, 10 % ou 15 % de risque de faire défaut ?), et dans quel délai (1 an ou plus ?). C'est la raison pour laquelle il est préférable de parler de critère et non de test. → Suite page 3

7. « *Adjusted Present Value* ». V. S. Myers, 1974, *Interactions in Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting* : *Journal of Finance*, (Vol. 29, March), 1-25. et T. A. Luehrman, 1997, *Using APV : A Better Tool for Valuing Operations* : *Harvard Business Review*, (May-June), 145-154.

8. Le coût des fonds propres à dette nulle est le coût d'opportunité du capital de l'entreprise en prenant comme hypothèse un financement intégral par fonds propres.

9. Les approches extrinsèques sont également qualifiées d'« analogiques ».

10. V. J.-F. Rérolle, *Les multiples : méthode d'évaluation ou de décryptage ?* : *Les Échos*, 17 nov. 2005.

11. Comme par exemple des passifs liés à l'environnement ou aux engagements de retraite.

12. $33 = 150 \times 10\% + 20 \times 90\%$.

13. V. par exemple, S. C. Savvides, *Risk analysis in Investment Appraisal* : *Project Appraisal*, march 1994, vol. 9 number 1.

14. Le terme « critère » nous semble préférable pour ce dernier test qui se prête difficilement à une conclusion numérique absolue.

Dans la pratique, beaucoup d'experts américains s'efforcent de vérifier que la valeur des fonds propres resterait positive dans un scénario dégradé. Cependant, l'identification d'un matelas de sécurité de fonds propres (un « *equity cushion* ») positif ne répond que très partiellement à la question posée et présente un risque de redondance avec les deux autres tests.

En réalité, il nous semble que la problématique est celle de savoir si l'entreprise peut assumer une dette significative tout en poursuivant les perspectives de développement envisagées et reflétées dans son plan d'affaires¹⁵. Cette question est importante pour les créanciers, mais également pour les actionnaires et les salariés. Elle est au cœur de la décision que doit prendre le conseil d'administration. Son extrême complexité ne peut être traitée par un test univoque.

Elle conduit l'expert à exercer son jugement professionnel en utilisant une approche multicritères pour réduire autant que faire se peut l'inhérente subjectivité de l'analyse :

- L'expert peut tout d'abord calculer le levier financier de l'entreprise (en valeur de marché) et les différents ratios de couverture en fonction des scénarios envisageables (éventuellement en utilisant les techniques de simulation évoquées précédemment) et les comparer avec ceux des entreprises similaires. Cela permet d'avoir une première idée du caractère raisonnable de la structure financière envisagée. Mais cette approche est insuffisante car elle ne tient pas compte des dynamiques et des stratégies financières spécifiques à chaque entreprise de l'échantillon, d'autant qu'il y a peu de chance pour que celui-ci contienne des sociétés ayant eu recours récemment à un endettement massif.

- Il peut ensuite procéder à une analyse intrinsèque dont nous pensons que les caractéristiques pourraient utilement s'inspirer des approches utilisées par les agences de notation. En effet, les notes de crédit traduisent une probabilité de défaut de paiement et une estimation de la dégradation ultérieure de la solvabilité¹⁶. Le cœur de la démarche de la notation consiste à analyser le risque opérationnel et financier de l'entreprise et à apprécier dans quelle mesure leur conjonction est possible¹⁷. Même si l'objectif n'est pas d'aboutir à une notation, l'expert pourrait utilement reprendre cette démarche analytique qui est similaire à celle de l'évaluation d'une entreprise¹⁸.

- D'autres éléments peuvent être considérés dans cette analyse : les intentions ou les engagements des dirigeants en matière de politique financière

« La boîte à outils méthodologique utilisée dans une opinion de viabilité n'est pas très différente de celle d'une évaluation. Cependant, il s'agit d'un exercice plus complexe »

(échancier de remboursement de la dette, politique de dividende), l'implication, la stratégie et la surface financière des actionnaires majoritaires et enfin la dynamique de consolidation dans le secteur qui peut rendre nécessaires des opérations de croissance externes ou faciliter la cession de tout ou partie de l'entreprise.

Sur la base de ces analyses¹⁹, il appartient à l'expert de porter une opinion sur le caractère raisonnable de la structure financière retenue.

Un processus intégré et complexe

La présentation séquentielle des deux tests de valeur et de liquidité et de l'étude du critère de structure financière ne doivent pas masquer un élément essentiel : le caractère nécessairement intégré de la mise en œuvre de ces analyses. En effet, toutes s'appuient sur le même plan d'affaires, les mêmes projections et les mêmes scénarios alternatifs. Les travaux effectués dans le cadre d'un test vont souvent être réutilisés pour les autres. Ainsi l'étude des risques d'exploitation et financier menés pour l'analyse de la structure constitue un éclairage important pour la détermination du taux d'actualisation et la prise en compte du risque spécifique dans le test de valeur. Ou encore, la stratégie d'investissement ou la gestion du besoin en fonds de roulement sont des paramètres clés dans le calcul de la valeur de l'entreprise et dans le test de liquidité. L'intérêt de combiner ces trois analyses réside non pas dans les hypothèses ou les techniques qu'elles utilisent, mais dans leurs optiques respectives comme l'illustrent les études de sensibilité mises en œuvre : dans le test de valeur elles servent à déterminer une fourchette de valeurs, dans le test de liquidité elles permettent de pousser des situations à l'extrême et, dans le critère de structure elles aident l'expert à identifier les paramètres clés du risque opérationnel et financier.

Au bout du compte, la boîte à outils méthodologique utilisée dans une opinion de viabilité n'est pas très différente de celle d'une évaluation. Cependant, il s'agit d'un exercice souvent plus complexe car il comporte des difficultés rarement rencontrées par la plupart des évaluateurs. L'analyse combinée du risque opérationnel et financier requiert des diligences particulièrement approfondies, la maîtrise de techniques de modélisation, d'évaluation et de simulation souvent sophistiqués et un traitement très rigoureux du taux d'actualisation.

Risques et opportunités de l'opinion de viabilité

L'émission d'une opinion de viabilité fait naturellement courir des risques importants à l'expert signataire.

→ Suite page 4

15. En élargissant la question à l'adéquation de la structure financière au plan de développement de l'entreprise, nous proposons de nous écarter du test standard tel qu'il est pratiqué aux États-Unis.

16. Lien établi par les matrices de transition publiées régulièrement par les agences de notation.

17. V. *Corporate Rating Criteria : Standard & Poor's*, 2006.

18. Pour une comparaison des approches de notation et d'évaluation, V. J.-F. Rérolle, *Ne tirez pas sur les agences de rating ! : Banque et stratégie* 2003, n° 203.

19. D'autres analyses plus théoriques ou complexes sont envisageables comme la mise en œuvre d'approches optionnelles (V. par exemple, P. Navatte, *Finance d'entreprise et théorie des options : Économica* 1998) ou l'utilisation d'outils tels que la Value-at-Risk ou le Cash-Flow-at-Risk (V. par exemple, N. André, H. Jankensgrd, L. *Exposure-Based Cash-Flow-at-Risk : an alternative to VaR for industrial companies : Oxelheim, Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17 number 3, summer 2005).

Celui-ci les réduit tout d'abord par la rigueur et le professionnalisme de son analyse. On ne saurait trop insister sur la complexité des travaux nécessaires à la mise en œuvre de ces tests. L'expert doit être rompu aux techniques d'évaluations financières sophistiquées. Il doit aussi avoir l'expérience des situations de restructuration pour intégrer correctement la dimension du risque de faillite dont l'impact sur la valeur d'une entreprise très endettée est évident.

Il doit ensuite s'assurer que son mandat prévoit toutes les clauses usuelles de limitation de sa responsabilité et d'indemnisation en cas de litige²⁰. En effet, sa fonction n'est pas de garantir la solvabilité ou la viabilité de l'entreprise, mais de donner au conseil d'administration une opinion de spécialiste destinée à éclairer une situation financière complexe.

Confiée à un expert financier indépendant, l'opinion de viabilité permet avant tout au conseil de se doter d'une capacité d'analyse non biaisée

« La fonction d'expert n'est pas de garantir la solvabilité ou la viabilité de l'entreprise, mais de donner au conseil d'administration une opinion de spécialiste »

avant de prendre une décision particulièrement délicate du point de vue de la société, de ses actionnaires, de ses créanciers et de ses salariés. Mais, même si elle peut permettre aux administrateurs de montrer qu'ils n'ont pas agi de manière inconsidérée, l'existence d'une opinion de viabilité ne saurait les exonérer de leur responsabilité.

Au total, cette opinion constitue un outil de gouvernance et de bonne gestion : elle améliore l'information des administrateurs ; elle permet un débat effectif au sein du conseil et entre les administrateurs et la direction générale ; elle améliore la prise de décision en apportant un regard neuf sur les risques et les avantages du montage financier envisagé. Mieux vaut s'assurer qu'une décision est bien-fondée plutôt que de devoir la défendre ultérieurement devant un juge. Autant de raisons qui devraient pousser les conseils d'administration à s'appuyer sur ce type d'opinion lorsqu'une décision financière risquée est envisagée.

Ndlr : *Les opinions développées dans cet article n'engagent que leur auteur et ne représentent pas nécessairement la position de Houlihan Lokey Howard & Zuckin.*

20. Une opinion de viabilité ne peut être délivrée que pour une durée limitée dans le temps. Elle repose sur des projections qui représentent les meilleures estimations de la direction au moment de l'analyse et les réalisations effectives du plan d'affaires pourront différer substantiellement des prévisions.

 LexisNexis® Formations et Conférences

Pour nous contacter :
Département Formations & Conférences
par téléphone : 0805 801 122 (appel gratuit) - E-mail : formations@lexisnexis.fr

Journées d'étude JurisClasseur

Télécharger le programme et le bulletin d'inscription sur
www.lexisnexis.fr/journeesetudes/

MARDI 22 MAI 2007
DE 9H30 À 17H30
MAISON DE L'AMÉRIQUE LATINE,
PARIS

**TVA : 30 ANS DE SYSTÈME
COMMUN**
Bilan & Perspectives



SOUS LA DIRECTION SCIENTIFIQUE DE

Yolande SÉRANDOUR

Professeure à l'université de Rennes,
Directrice du Master de droit fiscal des affaires
et du département droit fiscal du Centre
de droit des affaires



INTERVENANTS

- **Michel AUJEAN**, Directeur des analyses et politiques fiscales de la Commission européenne
- **Jean-Claude BOUCHARD**, Avocat Associé Cabinet Taj, Président de l'Association des Praticiens de la TVA Européenne (APTE), fondateur de l'European VAT Club et Président de l'International VAT Association (IVA)
- **Guy DE CORDES**, Avocat au Barreau des Hauts-de-Seine, Associé, Landwell & Associés, Cabinet d'avocats correspondant de PwC
- **Philippe DEROUIN**, Avocat au Barreau de Paris, Associé Linklaters
- **Michel GUICHARD**, Avocat au Barreau des Hauts-de-Seine, Associé Tax partner, Cabinet Taj
- **Philippe MARTIN**, Président adjoint de la section du contentieux du Conseil d'État
- **Arnaud MORAINÉ**, Avocat au Barreau des Hauts-de-Seine, Landwell & Associés, Cabinet d'avocats correspondant de PwC
- **Yolande SÉRANDOUR**, Professeure à l'université de Rennes, Directrice du Master de droit fiscal des affaires et du département droit fiscal du Centre de droit des affaires.
- **Marc WOLF**, Directeur-adjoint chargé de la sous-direction D à la Direction de la législation fiscale (Ministère des finances)

7.0006-5