

## LES ENJEUX COMPTABLES DE LA FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE

Avec la financiarisation de l'économie, les instruments financiers, en particulier les instruments de financement des entreprises, sont de nouveau au centre du débat, l'enjeu le plus important pour ces dernières étant bien souvent de montrer leur viabilité financière en affichant des capitaux propres élevés et la dette la plus réduite possible...

De plus en plus de sociétés se tournent vers des instruments « innovants » pour financer leur croissance, ou... pour se restructurer.

Avec l'arrivée de nouveaux intervenants, parmi lesquels les *hedge funds* mais également les spécialistes du *private equity* ou certains marchés financiers innovants, de nombreux montages ont fleuri permettant aux investisseurs financiers de financer des activités ou des actifs — les acteurs du secteur des énergies renouvelables sont friands de ce type de montage — à des taux de rentabilité confortables.

Cette financiarisation de l'économie pose deux questions-clés :

- la nature de certains financements innovants : certains ressemblent furieusement à de la dette, mais la structuration est faite de telle sorte que l'on puisse les qualifier d'apports en capitaux « durs » ;
- l'évaluation des instruments financiers, et notamment des instruments de dette pour les entreprises, à la date de leur entrée au bilan et postérieurement.

On observe que ces nouveaux financements viennent de plus en plus souvent remplacer les investissements classiques, par exemple en obligations convertibles qui donnent droit à une rémunération fixe mais également à une option sur les fonds propres et se traduisent généralement par une comptabilisation complexe avec un *split accounting* nécessitant d'évaluer une composante dette (souvent majoritaire) et une composante fonds propres.

L'enjeu pour les nouveaux types de financement est de permettre une comptabilisation plus simple, en fonds propres uniquement, pour l'entreprise qui gère l'actif ou l'activité : il s'agit ainsi de construire un instrument qui puisse allier risque et rendement :

- risque : l'instrument ne doit pas comporter de paiement d'intérêts réguliers ni de date de remboursement certain, à défaut il serait considéré comme de la dette au niveau de l'entreprise ;
- rendement : il doit permettre à l'investisseur de s'assurer un taux de rendement significatif et en lien avec le risque supporté, à défaut il ne trouverait pas preneur sur le marché.

La nature de fonds propres ou de dette de ce type de financement pour l'entreprise est parfois difficile à établir.

Aux termes des normes comptables (c'est la norme IAS 32 qui traite de la distinction dettes/capitaux propres), l'investissement ne constitue des capitaux propres, classés en intérêts minoritaires, pour l'entreprise, que si :

- l'investisseur supporte un risque lié à l'activité gérée : il ne doit notamment pas pouvoir recouvrer dans tous les cas l'intégralité du montant investi, ni bénéficier de garantie d'aucune sorte (en capital ou en rémunération),
- l'instrument remis à l'investisseur n'inclut aucune obligation pour l'entreprise de remboursement en *cash* ou en autre actif financier.

Un lien doit pouvoir être établi entre l'évolution de la valeur de l'instrument et celle des actifs de l'entité. Ce lien traduit l'existence d'un risque d'entreprise pris par le porteur de l'instrument.

Pour concilier ces impératifs, il est généralement nécessaire de recourir à la création de sociétés dédiées à la gestion de l'actif ou de l'activité dans laquelle l'investisseur souhaite investir. Les parts de l'entité *ad hoc* sont souscrites par l'entreprise et par l'investisseur tiers. Ce dernier reste minoritaire, c'est l'entreprise qui consolide l'entité, mais l'investisseur bénéficie d'une priorité, totale ou partielle, sur les flux futurs générés par l'actif, jusqu'à remboursement de son capital et paiement d'un taux de rendement capitalisé fixe (*burdle rate* ou *preferred return*). Une fois ce taux de rendement atteint, l'investisseur continue de bénéficier d'une partie des flux résiduels de l'actif (*equity upside*).

Le fait de disposer de droits préférentiels sur les premiers *cash flows* générés par l'actif n'est pas rédhibitoire pour la classification en capitaux propres selon les normes comptables. On estime en effet que la valeur de l'investissement est directement dépendante de la valeur des actifs sous-jacents et donc que les titres émis constituent des fonds propres lorsque :

- l'investisseur ne bénéficie d'aucune garantie en provenance de la société sur la valeur de ses titres, si notamment il perd la totalité de son investissement dans l'hypothèse où l'actif ou l'activité gérée perd l'intégralité de sa valeur ; et,
- les titres détenus par l'investisseur ne sont pas remboursables à son gré (ce qui en ferait un *puttable instrument*) et ne lui confèrent aucun droit inconditionnel à recevoir de la trésorerie ou un actif financier ; si les dividendes préférentiels par exemple ne sont payés qu'au cas où le résultat et la trésorerie de la société le permet.

Comme toujours le diable est dans les détails... à titre d'exemple, un instrument non remboursable mais qui est émis par une entité à durée de vie limitée, tel qu'un FCPR, devient un *puttable instrument* parce que l'investisseur, porteur de parts, a droit à une restitution des fonds en fin de vie de l'entité. L'instrument constitue alors une dette pour l'entreprise qui contrôle l'entité, sauf s'il appartient à la classe d'instruments la plus subordonnée. Pour cela, l'instrument ne doit bénéficier d'aucune priorité sur les actifs de l'entité.

Pour que leur investissement constitue des fonds propres pour l'entreprise qui contrôle l'actif ou l'activité, les investisseurs ont donc le choix entre :

- investir dans une entité *ad hoc* dont la liquidation à l'échéance n'est pas certaine et où ils ne pourront en aucun cas exiger un remboursement ou une dissolution ; ils pourront alors bénéficier de mécanismes préférentiels ; ou bien,

— investir dans un fonds à durée limitée, mais alors sans droit de préférence.

À défaut, la participation de l'investisseur sera comptabilisée en dette financière.

## I. L'évaluation des instruments financiers

### A. Instruments de capitaux propres

La détermination de la juste valeur des instruments de capitaux propres n'est pas explicitement couverte par les normes comptables. Implicitement, IAS 32 part de l'hypothèse que la juste valeur des instruments de capitaux propres émis correspond à la juste valeur de la contrepartie reçue en échange, cette contrepartie étant généralement constituée de *cash*.

Il semble que les éventuelles préférences n'aient pas à être valorisées et incluses dans le prix des instruments : les dividendes préférentiels constituent en effet du résultat.

### B. Instruments de dettes

IAS 39 est alors applicable et distingue l'évaluation des instruments à la date de leur émission et postérieurement.

À la date de transaction initiale, l'instrument doit être comptabilisé à sa juste valeur, qui correspond normalement au prix de la transaction (1), par exemple au numéraire versé.

Si toutefois une partie du prix de la transaction recouvre d'autres éléments, une technique d'évaluation doit être mise en œuvre, par exemple fondée sur l'actualisation des *cash flows* futurs, au taux de marché.

Ainsi, la juste valeur d'un emprunt à long terme qui ne porterait pas intérêt sera déterminée par actualisation des flux futurs (flux de remboursement du prêt) au taux de marché ; elle sera en toute logique inférieure à la valeur de transaction et la différence entre les deux valeurs devra être analysée : si aucun avantage au bénéfice du prêteur n'est identifié, la différence sera comptabilisée en produit chez l'emprunteur et en charge chez le prêteur.

De manière générale, si le taux de marché est inférieur (*vs* supérieur) au taux de rémunération de l'instrument, la juste valeur de l'instrument sera supérieure ou en surcote (*vs* inférieure ou en décote) à sa valeur faciale. À la date de transaction, les taux de rémunération accordés aux prêteurs sont souvent en ligne avec les taux de marché.

## II. Des écarts significatifs entre taux de l'instrument et taux de marché peuvent se faire jour au cours de la vie de l'instrument (évaluation postérieure)

Rappelons que les dettes financières sont généralement évaluées au coût historique (coût amorti) au bilan. Seuls les dérivés et les ins-

truments de *trading* doivent être évalués en juste valeur. Ce principe de base est cependant battu en brèche par diverses dispositions :

— des informations concernant la juste valeur doivent être systématiquement données en annexe, pour tous les instruments de dette ;

— les instruments de couverture de flux (par exemple des *swaps* de taux d'intérêt) très souvent acquis par les entreprises pour transformer des taux variables en taux fixes, sont comptabilisés en juste valeur, ce qui a pour effet, de fait, de faire apparaître au bilan la juste valeur de la dette financière (dette + dérivé).

Force est de constater que si la notion de valeur de marché peut faire sens pour des instruments de dette cotés, par exemple pour des emprunts convertibles cotés, elle est généralement plus perturbante qu'informatrice en ce qui concerne les instruments simples comme les dettes bancaires.

En effet, et hormis le cas où la société est en situation de stress financier et doit renégocier sa dette au taux de marché ou la rembourser par anticipation, la situation d'endettement de la société est mieux appréhendée par le montant remboursable qui figure au bilan que par une valeur théorique issue d'un modèle d'actualisation de flux au taux de marché applicable à la société.

Certes, les intérêts financiers payés peuvent être déconnectés du marché, mais il apparaît très théorique :

— de gonfler la dette de l'entreprise parce que son *spread* diminue ou parce que le taux d'intérêt sans risque diminue : en théorie effectivement, l'actualisation des intérêts et des remboursements au taux de marché (par hypothèse inférieur au taux d'intérêt effectivement payé) aboutit à une valeur de la dette supérieure à sa valeur historique. En réalité, cette valeur ne représente pas le marché, parce que l'entreprise n'aurait aucun intérêt à rembourser sa dette à cette valeur inflatée. De surcroît, les entreprises qui bénéficient de conditions financières favorables ont un pouvoir de négociation tel, que les banques peuvent au contraire accepter de se faire racheter leurs créances à leur valeur nominale, voire même à prix décoté ;

— à l'inverse, décoté la dette de l'entreprise parce que son *spread* augmente (elle paie des intérêts moins élevés que ce qu'elle devrait payer au regard de son *spread* actuel) est à la fois contre-intuitif et généralement contraire aux réalités de marché : il est peu probable que l'entreprise puisse se financer aux fins de racheter sa dette en dégageant un profit.

La vraie valeur de marché (la valeur de transaction ou de renégociation) peut être très éloignée de la valeur théorique, même si cette dernière est calculée sur la base d'un modèle d'actualisation très simple.

Encore une fois, le constat est simple : la valeur de marché n'a de sens que dans le cadre de transactions envisagées à court terme.

(1) Le prix de la transaction est présumé représenter la juste valeur dès lors que les parties sont en continuité d'exploitation. En cas de vente forcée, ou de liquidation involontaire (*distress sale*), le prix de la transaction ne peut pas être retenu comme base de la juste valeur des instruments émis.

Dès lors que l'on entre dans des problématiques de plus long terme, elle peut perturber l'information.

Ainsi, la financiarisation de l'économie induit une réelle complexité comptable pour les entreprises dans la mesure où elles doivent appréhender et concilier plusieurs dimensions dans leurs analyses des opérations et des instruments financiers :

- la nature des fonds reçus (capitaux propres/dettes) ;
- l'évaluation des instruments émis à l'origine et sur leur durée de vie ;
- les distorsions induites par le modèle mixte d'IAS 39 (juste valeur des dérivés/coût amorti des dettes financières) en particulier en ce qui concerne les effets du traitement comptable des couvertures de flux (*cash flow hedge*).

Je finirai mon propos sur ce dernier point, car tant la mondialisation que la financiarisation de l'économie ont conduit les entreprises à une exposition croissante aux risques de marché (taux, change, matières premières...). Dès lors, elles ont cherché à protéger leurs résultats contre des variations erratiques et exogènes venant perturber

la lecture de la performance opérationnelle, notamment par la mise en place de stratégies de couverture sous forme d'instruments financiers dérivés.

Cependant, le traitement comptable de telles stratégies (*Hedge Accounting*) est extrêmement complexe sous IAS 39 et induit des écritures parfois contre-intuitives, comme la constatation de pertes latentes au sein des capitaux propres en cas de baisse des taux d'intérêt. Nombre d'entreprises en ont fait les frais en 2008-2009 à la suite des baisses brutales de taux imposées par les pouvoirs publics en réponse à la faillite de Lehman Brothers.

Le cadre comptable actuel oblige ainsi les entreprises à concilier dans leurs états financiers des éléments certains ou probables, résultats des opérations réalisées, et la juste valeur de dérivés qui, par nature, représente la valeur actuelle de *cash flows* incertains.

Sonia BONNET-BERNARD

Associée gérante  
Ricol Lasteyrie



manuel

André Decocq  
Georges Decocq

**Vient de paraître**

**DROIT EUROPÉEN  
DES AFFAIRES**

2<sup>e</sup> édition

L.G.D.J.  
lextenso éditions

“ Entre droit national et international, le droit européen des affaires après le traité de Lisbonne ”

Disponible sur **Librairie Lgdj.fr**  
www.lgdj.fr