

Autonomie et durabilité de l'entreprise grâce au partage des pertes et profits

Stanislas Ordody de Ordod
(Stanislas.Ordody@wanadoo.fr)

Stanislas Ordody est ingénieur financier, responsable d'opérations de financement spécialisées depuis son entrée dans une grande banque française en 1988. Il est aussi titulaire depuis 1996 d'un Doctorat délivré par la Sorbonne, Paris, où il a défendu sa thèse sur le principe du partage des profits et pertes.

The sharing of profits and losses (SPL) principle is an original way of remunerating a medium-term or long-term first-rank (priority or "senior") loan. It is based on a share-out (at a contractual percentage) of the profits anticipated in the course of a project or investment or the losses determined in the future, calculated at each agreed date for repayment of the principal, based on the actual results over the period in question.

Paradoxalement, plus les taux d'intérêt du crédit sont bas, plus les perspectives de rémunération des fonds propres des actionnaires d'une entreprise par rapport au risque réel encouru deviennent élevées, et avec elles, celles de réaliser des plus-values.

Mais saisir à un instant donné cette opportunité place l'entreprise devant un risque de refinancement à terme, non seulement en cas de baisse du rendement constaté et escompté de l'activité financée, mais aussi en cas de hausse exogène des taux d'intérêt. Les relations inverses entre prix d'un actif et taux d'intérêt, entre offre de monnaie et taux d'intérêt, sont bien connues.

Cette sensibilité des marchés financiers à l'évolution des taux d'intérêt exprime finalement une exigence de rémunération des capitaux propres élevée à moindre risque, très coûteuse pour l'entreprise. Ce non-sens économique rend d'ailleurs le marché financier fébrile et volatile. De plus en plus axés sur les plus-values à court terme, les investisseurs sont animés par des critères de comportement qui s'articulent autour de l'évolution d'indices qualifiée de « consensus », d'algorithmes « d'aide à la décision » qui stimulent les arbitrages « intraday ».

Or, la liquidité d'un actif dépend de l'évolution constatée et anticipée de sa valorisation intrinsèque, des stratégies de placement des investisseurs ou épargnants, de développement des entreprises, qui s'inscrivent dans le moyen et le long terme.

Le principe du partage des profits et pertes

Le principe du partage des profits et pertes (4P) est un mode de rémunération original d'une créance à moyen ou long terme de premier rang (dette prioritaire ou « senior »), fondé sur un partage, selon un pourcentage contractuel, des profits espérés sur la durée d'un projet ou d'un investissement, voire de ses pertes constatées dans le futur, imputés à chaque échéance définie de remboursement en principal, en fonction du résultat effectif de la période considérée.

Le 4P n'élimine pas les stratégies d'effet de levier qui permettent de diversifier la provenance et la nature des ressources nécessaires au fonctionnement d'une activité donnée, d'en limiter ainsi les apports en fonds propres pour les affecter à d'autres projets.

La rémunération d'un prêt fondé sur le 4P est endogène à l'entreprise. Elle provient exclusivement du résultat d'exploitation de l'activité financée.

Any loan SPL principle remunerates on the basis of endogenous enterprise

However the project turns out the share-based or leverage is the same. The return and the rate of the loan in proper results. Credit percentage profits are equal to losses.

A loan basis is less classic both for the

age

tif dépend de
nticipée de sa
des stratégies
estisseurs ou
ppement des
vent dans le

des profits

des profits et
de rémunéra-
nce à moyen
er rang (dette
fondé sur un
pourcentage
spérés sur la
in investisse-
es constatées
s à chaque
mboursement
du résultat
sidérée.

stratégies d'ef-
nt de diversi-
ture des res-
fonctionne-
ée, d'en limi-
onds propres
s projets.

êt fondé sur
reprise. Elle
du résultat
ité financée.

Any loan granted along SPL principles is remunerated on the basis of results endogenous to the enterprise.

However well or badly the project or activity turns out, the sizes of the shares, which are based on the initial leverage, remain the same. The difference between the investor's return on equity capital and the endogenous rate of remuneration of the loan will increase in proportion to the results. Conversely, the creditor's high percentage share of the profits corresponds to an equally high percentage share of the losses.

A loan agreed on the basis of SPL principles is less risky than a classical bank loan both for the debtor and for the creditor.

Celle-ci est libre de toute influence de l'évolution des taux d'intérêt et ces derniers n'interfèrent pas sur la répartition entre le créancier et l'entrepreneur de la richesse créée.

En effet, quelle que soit l'évolution du projet ou de l'activité, les proportions de cette répartition, qui résultent de l'effet de levier initial, se maintiennent. L'écart entre le rendement de l'investisseur en fonds propres et le taux de rémunération endogène du crédit est fonction croissante du résultat. A contrario, à un pourcentage de partage des profits élevé en faveur du créancier correspond un pourcentage de partage de la perte élevé à sa charge. Toutefois, le créancier qui a pour objectif d'être remboursé et de ne pas devenir actionnaire de fait de l'entreprise, limitera le pourcentage de partage du profit en sa faveur, ce dernier étant déterminé en fonction du taux de rendement interne (TRI) de la créance escompté, de sa relation avec le risque, dans un contexte de concurrence.

Le 4P nécessite de trouver des prêteurs qui soient disposés à admettre les aléas que le prêt classique consenti par les banques n'assume pas, moyennant un partage du résultat. Les aléas de la créance 4P ont pour origines : i) son affectation stricte à l'objet de l'entreprise dont la stratégie doit être correcte, ii) son taux de rémunération variable et iii) sa concurrence avec des créances d'autres natures, notamment celles à court terme. Afin d'écarter tout risque de gestion de fait,

des mécanismes contractuels de subordination de certains paiements au service de la dette peuvent être mis en place (ex : contrats d'assistance technique, rémunération des dirigeants...).

Le 4P est enfin créateur et conservateur de valeur, car il n'y a pas de dualité de rémunération entre le créancier et les apporteurs de capitaux propres. L'effet de levier évolue dans le même sens que le résultat économique endogène. Les valeurs des fonds propres et de la créance sont exclusivement fonction de leur TRI, déterminés à partir des cash-flow escomptés et constatés de l'entreprise. Les arbitrages de cette dernière destinés à optimiser la gestion financière de son bilan actif/passif deviennent sans objet.

Le développement durable

Il est permis de penser que la créance 4P est moins risquée qu'une créance classique, tant pour le débiteur que pour le créancier. Le risque de défaillance de l'activité financée est amoindri. Il n'y a pas d'exclusion économique tant que le résultat est positif.

Dans l'univers du prêt classique, l'entrepreneur est confronté au risque de ne plus pouvoir accéder à des ressources un instant donné, voire de supporter le coût de la ressource acquise dans le passé.

Ce risque d'exclusion économique et bancaire est indissociable de la question de la remise de la dette. Le 4P contient un mécanisme de remise de

SPL loans assign greater value to the remuneration of human labour than to that of capital and in consequence increases firm's chances of preserving the know-how of its staff, which it needs in order to survive.

SPL loans encourage initiative, assign greater value to the labour market, and stabilize economic agents' income from their labour and their assets.

In order not to jeopardise the creditor and to secure the means to reimburse the debt at the end of the contract, the SPL loans requires that the debtor builds reserves during the whole period of the credit.

dette automatique et inconditionnelle, que le résultat de l'entreprise soit positif ou négatif, en contrepartie d'un retour à meilleure fortune. La créance 4P accroît ainsi les chances de l'entreprise de conserver le savoir-faire de son personnel, nécessaire à sa pérennité. Et en donnant de facto priorité aux salaires qui contribuent à la détermination du résultat d'exploitation, elle valorise la rémunération du travail humain par rapport à celle des capitaux.

Une créance rémunérée par le 4P n'est pas assimilable à des fonds propres. Elle s'éteint automatiquement à chaque échéance et avec elle tout droit du créancier sur l'emprunteur. Le partage de la perte permet de maintenir un critère d'exigibilité à moins d'un an de l'échéance du prêt. Le constat de cessation de paiement qui demeure ainsi possible dès lors que l'actif ne parvient plus à honorer le passif exigible permet d'éviter le risque juridique de soutien abusif.

La 4P garantit le débiteur d'être libéré de son créancier à chaque échéance de sa créance. Mais pour ne pas léser le créancier, il est réclamé au débiteur de constituer une réserve tout au long de la durée de vie du prêt. Avec cet engagement, il peut faire face à son obligation de partager la perte en cas d'aléas, de reconstituer les fonds propres nécessaires à son entreprise. Demander à l'investisseur, à l'épargnant d'être responsable et solidaire, exige de l'entrepreneur le respect de cette servitude attachée à la créance 4P.

Cette servitude, comme le remboursement de l'échéance en principal du crédit, est normalement déductible du profit à partager entre le débiteur et son créancier. Car cette précaution qui rythme la croissance de l'entreprise, la soutient et la pérennise, profite ultérieurement à ce dernier.

Sur cette base est donc calculée la charge financière du prêt qui est ensuite réincorporée dans le compte d'exploitation de l'entreprise. Les dotations en provision pour la réserve ainsi que pour le paiement de l'échéance en principal sont reprises afin de calculer le résultat fiscal. Au plan législatif et fiscal, il importe de s'assurer que la rémunération de la créance 4P ne soit pas requalifiée en dividendes.

Le développement durable, fondé sur une mobilisation de l'épargne responsable et solidaire, est autant l'affaire des agents économiques privés que des pouvoirs publics. S'il fallait pour promouvoir les créances 4P consentir aux investisseurs un crédit d'impôt pour leur garantir un rendement minimum, pourquoi pas ? Il est temps d'encourager la liquidité d'un marché dont les perspectives sont celles d'un placement stabilisé à moyen ou long terme à moindre risque.

Grâce au principe de remise de dette automatique, à la réduction de la volatilité de la valeur des entreprises, aux allocations de richesse plus rationnelles et équitables, le 4P encourage l'initiative, valorise le marché du travail, stabilise les revenus des agents

The SPL principle gives the pre-eminence to the remuneration of labour over that of capital and by doing so acknowledges the crucial role of the employees in forging the bottom line of any endeavour.

économiques en provenance de leur travail et de leur patrimoine.

La créance 4P tente de satisfaire à l'«équation économique» qui unit les différents partenaires de l'entreprise :

- L'actionnaire / investisseur souhaite optimiser ses investissements en fonds propres et recherche les effets de levier. Le marché du leverage buy-out, avec ou sans mezzanine, en valide le principe. La mezzanine, quant à elle, n'est-elle pas déjà une sorte de créance participative, exception faite de son mode de rémunération de base qui reste classique ?
- Le prêteur souhaite être remboursé en priorité de son crédit, en contrepartie d'une moindre rémunération et d'une implication réduite au suivi de sa créance et de l'objet

auquel elle se rattache.

- L'entrepreneur, libéré de la contrainte de taux d'intérêt, dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour conserver le savoir-faire de son entreprise et maintenir la motivation de ses salariés. A ce dernier d'insuffler l'esprit de cette convergence d'intérêt, avec pour perspective un développement durable, dans un environnement où la contrainte financière de l'entreprise vis-à-vis de ses actionnaires et créanciers, loin de devoir être effacée, serait néanmoins assouplie.

(Note: La technique du 4P et ses enjeux ont été exposés dans *Finance & the Common Good/Bien Commun*, n° 5).