

ment soumis à l'AMF et dont l'auteur s'assure de la diffusion effective et intégrale⁷.

17 - **Si l'initiateur potentiel déclare vouloir déposer d'offre**⁸ : Il annonce alors son intention de déposer une offre irrévocable. L'AMF fixe alors la date à laquelle un communiqué doit être publié portant sur les caractéristiques notamment du projet d'offre ou le dépôt d'un projet d'offre. Ce communiqué doit mentionner les conditions financières du projet d'offre, les accords pouvant avoir une incidence sur sa réalisation, la participation détenue dans l'émetteur, les éventuelles conditions préalables au dépôt du projet d'offre et le calendrier envisagé. À défaut de publication des caractéristiques du projet d'offre ou lorsque l'initiateur n'a pas déposé un projet d'offre dans le délai requis, l'initiateur est réputé ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre, ce qui entraîne les mêmes conséquences que si il avait déclaré ne pas avoir l'intention de déposer une offre (voir développement ci-dessous). Pendant cette procédure, les dirigeants et les conseils doivent faire preuve de vigilance particulière dans leurs déclarations⁹.

18 - **Si l'initiateur déclare ne pas vouloir déposer d'offre**¹⁰ ou si il a déclaré l'intention de déposer une offre mais n'a pas respecté le calendrier fixé par l'AMF, les conséquences sont les suivantes : l'initiateur ne peut pendant un délai de six mois à compter de sa déclaration (ou de l'échéance du calendrier non respecté), procéder au dépôt d'une offre. Une exception peut néanmoins être invoquée, si l'initiateur potentiel peut justifier « de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionariat des

personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même ». La pratique montrera si cette exception est appliquée de façon restrictive ce qui semble probable.

Pendant le délai de six mois, l'initiateur potentiel ne peut se placer dans une situation qui l'obligerait à déposer une offre, en franchissant par exemple un seuil déclenchant une offre obligatoire.

Des obligations d'information spécifiques pèsent sur ces personnes¹¹. Pendant ce délai de six mois, elles doivent faire immédiatement une déclaration et indiquer leurs objectifs qu'elles ont l'intention de poursuivre, dès lors qu'elles viennent à accroître leur participation d'au moins 2 % le nombre de titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de l'émetteur concerné. Ces informations sont portées à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué.

19 - **En conclusion**, cette procédure de gestion de rumeurs renforce essentiellement les possibilités d'information du marché et dans une moindre mesure les défenses anti-OPA. En effet, ce dispositif sera en pratique invoqué par une cible qui voudra mettre le projecteur sur un prédateur insuffisamment préparé pour le contraindre de confirmer le dépôt d'une offre. Mais l'AMF qui peut seule demander l'application de ce dispositif veillera certainement au bon équilibre de l'usage de cette procédure en particulier en accordant un délai suffisant à l'initiateur potentiel pour qu'il puisse se déterminer en respectant l'équilibre entre la nécessaire clarification du marché et le risque pour les actionnaires de perdre une offre.

Mots-Clés : Offre publique - Déclaration d'intention - Initiateur - Offre publique

7. AMF, *règl. général*, art. 222-22 al. 2.

8. AMF, *règl. général*, art. 222-23.

9. AMF, *règl. général*, art. 222-24.

10. AMF, *règl. général*, art. 222-25.

11. AMF, *règl. général*, art. 222-25, al. 2 et 3.

10 L'opinion de viabilité : un outil d'analyse face à un endettement massif

Jean-Florent RÉROLLE, managing director, Houlihan Lokey¹

Avec le développement du marché de la dette et des opérations financières sophistiquées, les administrateurs sont de plus en plus confrontés à des choix financiers délicats.

L'opinion de viabilité peut apporter l'éclaircissement nécessaire à leur décision.

1 - Pour financer des acquisitions aux multiples de valorisation croissants, assurer une forte rentabilité à leurs investisseurs et profiter de liquidités disponibles abondantes, les fonds d'investissement adoptent des stratégies financières toujours plus agressives. La proportion de la dette dans le financement des acquisitions est en croissance constante depuis trois ans. Ultérieurement, des « *leveraged recap* » permettent de recréer ou d'augmenter le levier de la

dette en procédant à des distributions massives de dividendes. C'est ainsi que le ratio dette / EBITDA² sur les opérations LBO s'approche actuellement de 6 alors qu'il était d'environ 4,5 il y a encore 3 ans³.

2 - Certes, la dette est une « discipline créatrice »⁴, mais il est évident qu'elle peut fragiliser l'entreprise au point de mettre en

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

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

2. L'EBITDA (« *Earning Before Interest Depreciation and Amortization* ») est équivalent à l'excédent brut d'exploitation

3. Source : *Standard & Poors*.

4. H. Kravis, *La dette est une discipline créatrice : Le Nouvel Économiste*, 26 août 1994, n° 960.

danger ses activités. En cas de difficultés financières, ce qui était apparu aux dirigeants et aux administrateurs comme une décision certes osée mais judicieuse, pourrait être analysée comme le produit d'un comportement fautif ou, dans certains cas, comme un abus de biens sociaux ou un abus de pouvoirs, avec toutes les conséquences que cela peut engendrer pour la responsabilité personnelle des administrateurs et des dirigeants.

3 - Que ce soit pour valider qu'une décision est bien 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 plus particulièrement le cas pour des opérations financières aussi structurantes que 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 diligences⁵ 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.

4 -

1. L'objet de l'opinion de viabilité

5 - C'est en partie pour répondre à cette préoccupation de diligence que s'est développée la pratique américaine de la « *solvency opinion* »⁶. 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 définissons la solvabilité comme la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements uniquement *en cas de liquidation*.

6 - 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.

7 - 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 au montant 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 ?

- 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 ?

8 - L'opinion de l'expert financier est favorable s'il peut répondre positivement à ces trois questions. Si le conseil d'administration est généralement le destinataire exclusif du rapport, il peut l'utiliser dans sa communication avec toutes les personnes intéressées : les créanciers, les actionnaires, les auditeurs de la société, les autorités fiscales ou réglementaires (lorsque l'entreprise est cotée).

9 - Ces questions recouvrent en partie la mission qui avait 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 exception-

nelle 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 ».

10 - La voie est donc aujourd'hui ouverte à l'émergence d'une opinion de solvabilité « à la française » que l'on propose d'appeler ici « **opinion de viabilité** ». Naturellement, notre système juridique étant différent de celui des États-Unis, les modalités de ce type d'opinion doivent être adaptées⁷ pour s'inscrire dans le contexte français, en particulier, celui de l'intérêt social. A 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.

2. Le test de valeur⁸

11 - 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.

12 - Le travail d'analyse de l'expert s'appuie sur les plans d'affaires et les projections établies par la Direction de l'entreprise⁹. 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...).

13 - Les travaux d'évaluation suivent généralement une approche multicritères. Celle-ci consiste à valoriser une entreprise en utilisant les deux grandes familles de méthodes de valorisation. La première famille est qualifiée d'intrinsèque. Elle consiste à actualiser les flux de liquidité espérés par l'entreprise (flux économiques à dette nulle) par un taux représentatif de l'exigence de rentabilité des investisseurs. La seconde famille est qualifiée d'extrinsèque ou d'analogique. Elle est fondée sur des comparaisons entre l'actif à évaluer et d'autres actifs présentant des caractéristiques similaires. Sur le plan pratique, il s'agit de sélectionner des multiples et de les appliquer à la société à évaluer.

14 - Compte tenu de la nature de l'exercice et surtout des modalités des deux autres tests présentés ci-après, une méthode intrinsèque est à privilégier. En effet, elle seule permet d'intégrer la complexité de la dynamique financière d'une entreprise très endettée :

- Une partie importante des flux générés doit être consacrée au paiement des intérêts financiers et au remboursement du principal. Dans ces conditions, la politique de financement et de distribution sont très largement dépendantes de la politique financière. Une méthode intrinsèque permet de simuler très précisément le profil des flux effectivement disponibles pour les différents pourvoyeurs de fonds.

7. 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.

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

9. 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.

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

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

• Des paramètres clés de l'analyse vont varier fortement au cours du temps : le remboursement progressif de la dette s'accompagnera d'une variation importante des économies fiscales et des coûts de faillite. Il en résultera un coût du capital qui variera d'année en année. Là encore, seule une méthode intrinsèque permet de prendre en compte ces variations annuelles.

15 - Parmi les modalités d'application de la méthode intrinsèque, on peut envisager l'utilisation de la valeur actuelle ajustée¹⁰. Dans sa forme la plus simple, cette technique consiste à actualiser les flux de liquidités au coût des fonds propres à dette nulle¹¹, à y ajouter la valeur actuelle des économies fiscales futures **et à XXX les coûts de faillite**. Les flux à prendre en compte sont les flux espérés ou, à défaut, les plus probables.

16 - Des approches extrinsèques 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, mais il convient de les utiliser avec précaution¹². Le multiple **de XXX?? d'entreprise** résulte de la combinaison de nombreux paramètres anticipés par les investisseurs comme la rentabilité des capitaux engagés, la croissance anticipée des cash-flows, la durée estimée de l'avantage compétitif, le risque opérationnel et des éléments irrationnels propres à l'entreprise et au marché. Cette combinaison est, par nature, différente pour chacune des entreprises « comparables » et sa transposition à la société à évaluer est loin d'être évidente.

17 - Le test de valeur 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 potentiels¹³ 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.

3. Le test de liquidité

18 - 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 échéance. Cette vérification s'appuie sur le 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.

19 - L'expert agit d'apprécier quelles sont les chances, pour chacune des échéances, que l'entreprise soit 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 même en cédant des actifs.

20 - 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 (33¹⁴). Mais il existe 90 % de chances pour qu'elle soit en défaut de paiement.

21 - 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.

22 - On peut enfin mettre en œuvre une analyse plus 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 paiement¹⁵.

4. Le critère¹⁶ de structure financière

23 - La dernière analyse de l'opinion de viabilité a pour but d'apprécier si la structure financière de l'entreprise résultant de la transaction envisagée présente un caractère raisonnable.

24 - Les contours du « *reasonable capital test* » qui est appliqué aux États-Unis restent souvent imprécis en pratique. 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 nous pensons qu'il est préférable de parler de critère et non de test.

25 - 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.

26 - En réalité, il nous semble que la problématique qui intéresse les administrateurs est celle de savoir si l'entreprise peut assumer une dette significative tout en conservant la flexibilité nécessaire à ses objectifs de développement¹⁷. 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.

27 - 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.

10. « *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.

11. 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.

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

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

14. $33 = 150 \times 10\% + 20 \times 90\%$.

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

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

17. 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.

● 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 solvabilité¹⁸. 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 possible¹⁹. 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 entreprise²⁰.

● D'autres éléments peuvent être considérés dans cette analyse. La structure de la dette est de plus en plus sophistiquée et les LBO font maintenant régulièrement appel au financement par tritrisation (sur les créances ou les stocks de l'entreprise). L'adaptation du financement aux caractéristiques des actifs est un élément d'analyse supplémentaire. De même, les intentions ou les engagements des dirigeants en matière de politique financière (échancier de remboursement de la dette, politique de dividende), l'implication, la stratégie et la surface financière des actionnaires majoritaires ou 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 sont autant de facteurs à prendre en considération.

28 - Sur la base de ces analyses²¹, il appartient à l'expert de donner un éclairage au conseil sur le caractère raisonnable de la structure financière retenue.

5. Un processus intégré et complexe

29 - 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.

30 - 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

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.

31 - 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 sophistiquées et un traitement très rigoureux du taux d'actualisation.

6. Responsabilités de l'expert et de l'administrateur

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

33 - Il doit ensuite s'assurer que son mandat prévoit toutes les clauses usuelles de limitation de sa responsabilité et d'indemnisation en cas de litige. 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. Le rôle de l'expert ne peut pas être de « certifier » le plan de l'entreprise pas plus qu'il n'est de garantir sa solvabilité ou sa viabilité. Il est de donner au conseil d'administration une opinion de spécialiste destinée à éclairer les conséquences potentielles d'une situation financière complexe.

34 - 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 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.

35 - 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.

Mots-Clés : LBO - Opinion de viabilité

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

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

20. 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.

21. 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. Andrén, H. Jankensgard, L. Oxelheim *Exposure-Based Cash-Flow-at-Risk : an alternative to VaR for industrial companies* » : *Journal of Applied Corporate Finance* summer 2005, vol. 17 number 3).