

Document de présentation des opérations de titrisation

*Présentation des expériences de titrisation de portefeuilles
de propriété intellectuelle*

Alain KAISER

Introduction..... 3

Présentation générale de nos expériences..... 4

Les intervenants et leurs rôles 6

Les intervenants extérieurs à l'entreprise6

Les intervenants de l'entreprise6

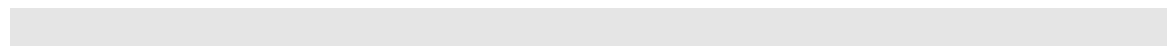
Présentation des montages expérimentés..... 7

Méthodologie d'évaluation.....7

Analyse des risques et couverture des risques..... 10

Analyse des limitations réglementaires 10

Intérêts des acteurs principaux..... 11



Introduction

L'objectif de cette présentation est de donner un aperçu des opérations de type (assets backed securitization) portant sur de la propriété intellectuelle, en France, opérations auxquelles nous avons pu personnellement contribuer.

Notre présentation sera limitée à notre champ d'expérience et les tentatives d'analyses que nous en déduisons n'auront cependant pas la prétention de l'exhaustivité ou d'une analyse de l'évolution du marché de la titrisation de la propriété intellectuelle.

Nos expériences nous suggèrent que les techniques de titrisation de la propriété intellectuelle ne sont pas encore matures en France. Celles auxquelles nous avons participé peuvent d'ailleurs passer pour des opérations à la marge de la titrisation proprement dite. Elles correspondent cependant à ce que les industriels et les banquiers s'autorisent dans le contexte actuel de la réglementation.

Voici une présentation rapide des opérations auxquelles nous avons contribué, nous présentons les divers intervenants et leurs rôles, un survol des montages aux plans juridiques, fiscaux et financiers. Nous pourrions également voir les outils d'analyse et de couverture des risques et comparer ce type d'opération à une opération de titrisation d'actif financier « classique ». Nous terminons en essayant de montrer en quoi ce type de montage répond à une logique de rentabilité et en quoi la réglementation actuelle ne permet pas de les généraliser ou de « démocratiser » ce type d'opérations réservé pour l'instant aux très grandes structures.

Présentation générale de nos expériences

Notre champ d'expériences est à notre position professionnelle dans la propriété intellectuelle (dans la position de société de CPI, Conseil en Propriété Industrielle), et au fait que ce type d'opérations est très récent en ce qui concerne la France.

D'autre part, les montages étant relativement coûteux au plan juridique (fiscalité, contrats et évaluation) compte tenu de la réglementation actuelle (coût de 250 à 350 k€ pour le montage), la taille des opérations implique un minimum de valeur des titres de propriété intellectuelle, soit de l'ordre de 30 à 50 millions d'euros, idéalement 100 millions. Cela impose de travailler essentiellement avec des sociétés qui disposent de portefeuilles relativement abondants et en conséquence, des sociétés importantes. Mais même pour des gros portefeuilles les structures de localisation de la propriété industrielle ne sont que peu homogènes et peu d'entités juridiques même dans les grands groupes, disposent de portefeuilles ayant une telle valeur.

Ce sont essentiellement les banques ayant des départements spécialisés dans des opérations atypiques qui peuvent organiser une telle opération. À l'origine, typiquement, il s'agissait de l'évaluation de technologies de sociétés par exemple nord-américaines qui disposaient de déficits antérieurs arrivant au terme du délai reportable. Le montage proposé consistait pour la banque à acheter le portefeuille de brevets à la société étrangère (taille de l'opération autour de \$50 millions). Celle-ci réalisait une plus value compensant les déficits fiscaux antérieurs. Au bout d'un certain délai, la société à l'origine de la propriété intellectuelle pouvait racheter son portefeuille de brevets. Un contrat de licence de brevets permettait à la société industrielle de continuer à exploiter les brevets cédés.

Le levier fiscal était à l'origine de l'opération qui présentait les mêmes caractéristiques que l'opération classique de carry-back sur les immeubles ou autres biens corporels à la différence qu'elle s'appliquait sur un portefeuille de brevets.

Ce type d'opérations de financement adossés à de la propriété intellectuelle n'intéressait que les entreprises ayant besoin de trésorerie et ayant épuisé toutes les autres garanties classiques et ne disposant plus que de portefeuilles de brevets à offrir en garantie et, disposant d'un levier fiscal assurant le rendement de l'opération.


Ce type d'opération n'a pas été très pratiqué en France même par des sociétés ayant une taille de portefeuille de brevets assez importante et disposant de déficits reportables et de plus éligibles selon les critères des banques (il faut au regard du banquier respecter un certain standard de signature).

Depuis la modification de la réglementation fiscale française en 2008 qui impose désormais les revenus de cession de brevets au taux de 15% (sur la plus value) en lieu et place du taux supplétif de 33%^{1/3}, le dispositif est devenu attractif pour les entités françaises qui réalisent du profit. Mais il n'est pas plus utilisé en France que par le passé.

L'acteur principal dans l'entreprise pour ce type d'opérations est en général le directeur fiscal du groupe, le directeur trésorerie ou le directeur financier du groupe. Il est donc naturel pour ces responsables de se voir présenter ce type de montages non par des juristes ou des patrons de la R&D mais plutôt par leurs banquiers de haut de bilan.

Les types de droits qui font l'objet de ces opérations sont en général les brevets, les acteurs se sentent peu à l'aise avec les marques ou les dessins et modèles, bien que les portefeuilles de

droits d'auteurs soient aussi très adaptés pour raison de prévisibilité des cash-flows futurs, ces opérations sont beaucoup plus courantes aux USA qu'en Europe.



Les intervenants et leurs rôles

Nous comptons deux types d'intervenants lorsqu'une opération est lancée :

Les intervenants extérieurs à l'entreprise

- Les banquiers, en général leaders sur l'opération, proposent à l'entreprise ce type de montage, et réunissent autour d'eux les autres intervenants.
- Les conseils en propriété intellectuelle, procèdent aux audits de portefeuilles de titres de PI (brevets, logiciels...), sélectionnent et déterminent la valeur financière des brevets.
- Les avocats fiscalistes valident l'opération au plan fiscal, chaque opération est particulière et nécessite une expertise permettant d'éviter la requalification des opérations par les administrations fiscales.
- Les avocats en droit des affaires ont pour rôle de valider l'opération sur le plan droit des sociétés car l'opération faisant intervenir diverses entités peut présenter des risques qui doivent être anticipés.
- Les organismes financiers contre garantissent et partagent le risque avec le banquier leader.
- Les investisseurs éventuels.

Les intervenants de l'entreprise

- La Direction Financière,
- La direction juridique,
- La direction fiscale,
- La direction R&D,
- La direction production,
- La direction IP et la direction Stratégie et Planning éventuellement.

Les directions leader sont les directions de la maison-mère du groupe (services corporates) secondé par les directions locales des lieux où les droits ont été générés (centres de R&D) ou sont exploités (unités de productions...).

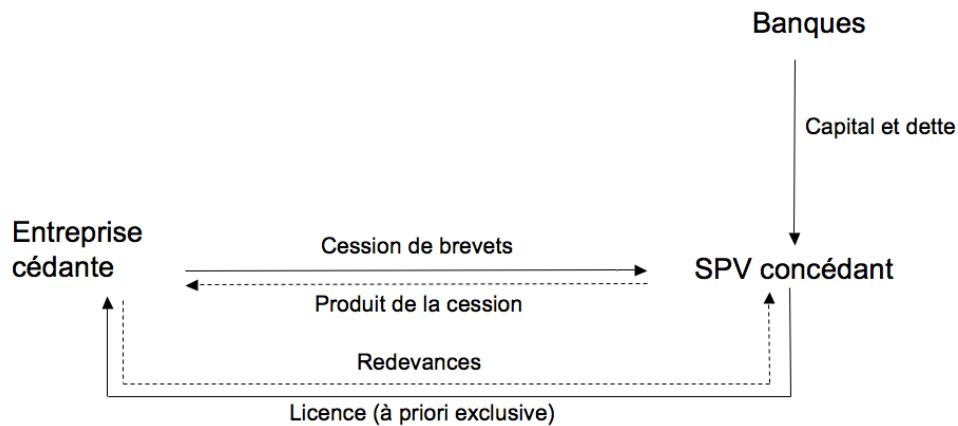
Nous notons le peu d'intervention des contrôleurs de gestions ou des comptables qui sont pourtant impactés par ces opérations.

Quelques cabinets d'audits offrent d'opérer ce type de montage, mais le point d'entrée dans l'entreprise se fait de préférence par le banquier, pourtant, il est plus facile de trouver un cabinet d'audit qu'un banquier capable de réaliser ce type de montage. En effet, peu de banques françaises disposent de spécialistes sur le financement de la propriété intellectuelle.

Au cours de ces cinq années, il y a eu peu d'acteurs et peu d'opérations significatives réalisées sur les brevets ou sur les marques en France...

Présentation des montages expérimentés

Les montages de financement adossés à des brevets présentent en général le schéma suivant :



Une banque crée et finance un SPV (spécial purpose véhicule) qui a pour objet d'acquies et de gérer ensuite le portefeuille de brevets. L'entreprise industrielle cède au SPV son portefeuille et obtient une concession de licence en général exclusive classique au plan juridique. Chaque flux juridique est doublé d'un flux financier inverse mentionné en trait pointillé correspondant, d'une part au flux financier d'achat et d'autre part au flux financier de redevances.

Méthodologie d'évaluation

L'estimation de la valeur se fait par les flux futurs attendus de l'exploitation des portefeuilles. Il s'agit du cœur de notre activité dans ce type de montages. Nous devons travailler en étroite collaboration à la fois avec le banquier leader, les juristes chargés des contrats et les fiscalistes car chacun d'eux se trouve impacté par la façon dont l'évaluation financière se présente.

Les procédures et méthodes utilisées pour les opérations sont les suivantes dans l'exemple du brevet (exemple qui peut être étendu aux autres types de droits):

1. Audit au moins succinct du portefeuille, l'objectif est de valider l'existence des brevets (examen de la situation administrative des droits, déroulement des procédures, contrôle des paiements des annuités, analyse de l'origine des droits...), détermination du périmètre des droits appartenant à l'entité cédante (séparation des droits à transférer des autres incorporels de l'entreprise, contrôle de la séparabilité...),
2. Détermination des clusters de brevets (clusters techniques, cluster = un ensemble de brevets qui protègent une même technologie), délimitation des clusters exploités en interne et en externe (sous licence), des clusters non exploités, des brevets de barrages et des brevets à potentiel (non encore exploités mais à fort revenu probable), il peut apparaître des difficultés

lorsque des brevets d'un même cluster appartiennent à des entités juridiques différentes du groupe.

3. Recueil des informations auprès des diverses sources (intervenants internes à l'entreprise) et validation des brevets sélectionnés,
4. Définition du périmètre de brevets inclus dans le transfert, en principe il s'agit de brevets exploités soit en interne par l'entreprise, soit en externe sous forme de concession de licence de brevet. Ces brevets produisent des cash flows, et ils ont une maturité suffisante ayant prouvé leur intérêt au plan industriel, et qui ont de plus une durée de vie d'exploitation de l'ordre de 7 à 10 ans à la date de l'évaluation. Au bout de 7 ans la procédure d'obtention du brevet est en général mature et au plan industriel, le brevet a atteint un niveau d'exploitation assez large.
5. L'évaluation des clusters peut comprendre des brevets exploités et des brevets non exploités, le calcul du cash flow se faisant au niveau du cluster, un brevet de perfectionnement ou un brevet de process sur une technologie particulière ne seront peut être pas exploités mais consolideront la valeur du ou des brevets exploités. En effet, ces brevets portant sur la même technologie peuvent empêcher les concurrents de mettre en œuvre la technologie ou tout simplement former un élément juridique de nature à protéger le brevet principal (capacité défensive du brevet sur un périmètre plus large, en termes de contrefaçon il sera plus aisé d'obtenir gain de cause sur plusieurs brevets).
6. A priori, sauf exceptions, l'évaluation des clusters de brevets non exploités est exclue du périmètre, il est essentiel pour que soit formé une garantie pour le banquier, que les clusters inclus dans le transfert soient nécessaires à l'exploitation de l'entreprise cédante. La validation se fait grâce à l'analyse technique des exploitations des différents clusters avec un raisonnement du type, si l'on supprime ce cluster, est ce que l'entreprise cédante peut continuer à effectuer ses opérations courantes et dans quelles conditions ? L'analyse des technologies environnantes fait bien entendu partie des travaux de validation. Si une technologie est facilement contournable, elle aura peu de valeur.
7. Il est tenu compte des évolutions probables des technologies dans l'estimation de la valeur. Si une technologie est vouée à disparaître à court terme elle sera éliminée du périmètre.
8. Concernant les brevets exploités en externe sous licence, la mesure des cash flows se fait sur la base des flux financiers et de l'analyse des contrats de licence pour s'assurer de la pérennité des flux.

Le cluster de brevets idéalement éligible sera exploité depuis quelques années, sans problèmes de contrefaçon ni difficulté juridique, ayant une durée de vie restante de l'ordre de 7 à 10 ans et représentant un avantage compétitif dont ne pourra pas se passer l'industriel cédant.

Détermination de la durée d'actualisation.

Parmi les trois paramètres qui influent de façon déterminante sur les valeurs actuelles, la durée d'actualisation est essentielle. Dans certains montages, la durée est plutôt limitée contractuellement, entre 7 et 10 ans la plupart du temps. Pour éviter des risques de requalification fiscale et donner un intérêt supplémentaire lié au management de la propriété intellectuelle à travers un véhicule, il arrive que l'on limite la durée des cash flows à la fin de vie du dernier cluster exploité. La requalification de l'opération en crédit bail est alors improbable. Si l'entité cédante souhaite récupérer les clusters, elle le fera de préférence en rachetant les titres du véhicule si celui-ci n'a pas été redistribué à de trop nombreux investisseurs. Ce point est prévu au départ dans le contrat afin que le banquier qui procède au montage ne cède qu'une partie du financement du véhicule à un organisme bancaire qui acceptera de sortir avec lui si l'option est choisie par le cédant.

Détermination du taux de redevances.

Dans les cas où il est estimé des cash flows par la méthode des redevances en cas d'exploitation interne, le taux de redevance est en principe pris en comparaison de technologies comparables ce qui est très peu fréquent du fait de l'inexistence de technologies comparables. C'est précisément la rareté qui fait la valeur de ces technologies. Rareté non pas absolue, mais relative au sens où si la technologie est excellente ou élégante au plan technique, mais contournable au plan industriel, elle perd alors de sa valeur. Le choix du taux est ici guidé par le principe classique d'évaluation suivant : si le détenteur d'une technologie ne disposait pas de cette technologie, à quel taux (coût exprimé en termes de taux de redevances sur chiffre d'affaires réalisé grâce à la technologie) devrait-il la louer à travers une concession de licence ?

Pour les clusters exploités en externe, une analyse détaillée des contrats de concession de licence permet de redresser les taux mentionnés aux contrats en fonction des détails des clauses financières afin de retrouver un taux excluant les conditions financières particulières et représentant exclusivement la valeur de la technologie.

Taux d'actualisation

L'application de la méthode des redevances actualisées aboutit en principe à une valeur exprimée en valeur actuelle nette. Cette valeur correspond aux redevances perçues actualisées (ou si calcul de cash flow, aux valeurs annuelles de cash flow actualisées). La précision du taux d'actualisation est déterminante pour la fixation de la valeur. Une faible variation de taux a pour conséquence une forte variation de valeur. Si l'on mesure le risque en termes de taux d'actualisation comme l'exige la norme IFRS (International Financial Reporting Standards), on obtient une valeur prenant en compte les risques de divers ordres : juridiques, économiques, industriels, commerciaux et financiers.

Puisque ces risques sont couverts par la qualité de la signature de l'industriel, le taux d'actualisation pratiqué par la banque exclu les éventuels risques spécifiques liés aux technologies. Le taux d'actualisation pratiqué est alors proche d'un taux de crédit classique.

Analyse des risques et couverture des risques

Au plan économique, l'isolement de la brique technologique a pour conséquence de diminuer le risque global. En effet, en cas de risque financier, la brique technologique titrisée ne sera pas forcément perdue comme c'est le cas lorsque l'industriel regroupe naturellement dans une même structure l'ensemble des briques : technologique, industrielle, marketing et financière. Les praticiens considèrent que ces quatre briques se combinent : si les chances de succès pour chacune de ces quatre briques est de 80 %, alors le taux de succès global sera de $0,8 * 0,8 * 0,8 * 0,8$ soit approximativement 0,41 %. Ainsi en isolant les risques technologiques qui se trouvent être parmi les plus élevés, nous considérons que nous abaissons le risque global de l'entreprise.

La banque n'imposera pas toujours une clause d'exigibilité des redevances futures en cas de défaut.

Analyse des limitations réglementaires

Il s'agit pour l'essentiel des limites imposées par le droit des sociétés et les traitements comptables et fiscaux. Il n'y a pas de cadre légal très spécifique qui automatise ce genre de financement.

Le montage doit éviter certains problèmes de requalifications, par exemple celle d'une opération de crédit bail qui ne permet pas alors une optimisation des flux. La rédaction du contrat de concession est alors déterminante pour éviter cet écueil.

Il sera également nécessaire de protéger les intérêts de l'industriel cédant dans la gestion et l'évolution du portefeuille alors qu'il l'a cédé, ce qui demande parfois quelques développements juridiques.

Une (ou plusieurs) entité(s) du groupe industriel cédant devient de fait concessionnaire. Au plan comptable, il s'agira d'une plus-value de cession enregistrée en produit constaté d'avance, qui sera repris au fur et à mesure du paiement des redevances. La grande majorité des dépenses de R&D supportées pour la mise au point des technologies est enregistrée en charges, ce qui a pour conséquence qu'en dehors des brevets qui ont été acquis à titre onéreux (cas le plus rare), les brevets sont valorisés pour quasiment zéro dans les comptes sociaux et leur cession génère une plus-value pour la quasi-totalité de leur prix de cession.

La plus-value de cession est immédiatement taxable et intervient également si la société a étalé cette plus-value de cession dans ses comptes sociaux. La reprise ultérieure de l'étalement de la plus-value initiale en résultat dans les comptes sociaux ne sera pas taxable.

Depuis le 1^{er} janvier 2008, cette plus-value est taxable à 15,50% pour les brevets développés par le cédant (Taux d'IS de 15% augmenté des contributions de 3,3%). Les redevances versées par la suite sont des charges d'exploitation déductibles au taux de 34,43%.

Si les filiales ayant cédé les brevets au SPV percevaient des redevances de licence sur ces brevets, ces licences deviendront des sous-licences ne bénéficiant plus du régime fiscal favorable des redevances.

L'opération de « cession / licence » est traitée comme une location financière en IFRS (IAS 17 locations), et exclut les licences sur brevets de son champ d'application mais, pour l'opération envisagée, cette exclusion ne nous semble pas pertinente.

Les redevances versées seront décomposées en principal et intérêts, par rapport à un traitement « hors IAS 17 » qui s'assimilerait à du « hors bilan », cela permet de ne pas peser sur la marge opérationnelle. La taxation initiale du produit de cession, qui génère une charge d'impôt courant au taux de 15,50%, génère un impôt différé actif au taux supplétif au titre de cette différence temporaire.

Voici l'impact pour une valeur de cession de 100, en termes de TRI et de VAN :

Années	Flux avant IS			Impact IS			Flux totaux nets
	cession brevets	redevances	flux total	cession brevet	redevances	flux total	
0	100		100	-15,5		-15,5	84,5
1		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
2		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
3		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
4		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
5		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
6		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
7		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
		17,0	-17,0		5,9	5,9	-11,1
TRI :			7,4%			34,2%	1,2%
VAN actualisée à 7,5% :							17,87 €
taux impôt plus values :		15,50%					
taux IS :		34,43%					

Intérêts des acteurs principaux

Concernant l'industriel, la logique de rentabilité est préservée et permet d'aller au delà de retours habituels. Il se source à un meilleur taux et se donne une marge de manœuvre et de flexibilité plus grande en disposant de cash grâce à un actif qui reste « caché » dans ses comptes. Il obtient une optimisation fiscale, et de plus nous avons rencontré diverses situations qui peuvent présenter un intérêt certain pour ce type de montage au delà de la rentabilité liée au levier fiscal :

- Le principe de « poison pill », en isolant la propriété intellectuelle sensible dans un véhicule, les groupes qui sont susceptibles de faire l'objet de raids ou d'OPA organisent par contrat la situation en cas de changement de contrôle par une entreprise hostile.
- L'optimisation de la gestion des portefeuilles de propriété intellectuelle, en effet, l'un des atouts des SPV consiste à mieux gérer au niveau du groupe l'ensemble des actifs de PI. Certains actifs de PI présentent une dimension ou un potentiel que nous qualifions de « supra-corporate ». Par exemple une technologie ou une marque peuvent être exploitées au-delà du périmètre de l'entreprise.
- Révélation de la valeur financière d'actifs stratégiques. Les comptes consolidés et sociaux ne mentionnent pas la valeur de marché des actifs incorporels sauf si ceux-ci ont été achetés récemment, tous les actifs créés en interne ou achetés depuis un certain temps ont des valeurs bilantielles au mieux en terme de coûts historiques. Le management des entreprises

estime de plus en plus qu'il faut pouvoir observer les effets de leur gestion sur les valeurs des incorporels.

- Coût très attractif de la ressource financière pour l'industriel, le nombre de points de base de la ressource financière levée est très réduit par rapport à une source de financement classique (impact du levier fiscal).

Les montages présentés peuvent ne pas être considérés fondamentalement comme des opérations de titrisation dans la mesure où le flux de revenus futurs pur n'est pas cédé seul. Par ailleurs, les titres du SPV dans les opérations que nous avons connu ne sont pas réalloués à des investisseurs, mais cette possibilité a été envisagée par les banques qui n'ont pas jugé le marché suffisamment mature pour l'instant.

Dans le contexte actuel de dépression économique, plusieurs demandes de ce type de montage nous sont parvenues de la part de certains acteurs de secteurs en grande difficulté (automobile notamment). Le montage appliqué à des sociétés en difficultés présente l'avantage considérable de permettre de boucler certaines opérations de recapitalisations difficiles et risquées en offrant des garanties et en limitant les risques de ceux qui recapitalisent. Nous nous heurtons cependant à une pratique et une connaissance de ces montages très limitées. Les banques ont cependant mis un coup de frein depuis quelques mois à ce type d'opérations.