

INGÉNIÉRIE FINANCIÈRE ET FINANCE D'ENTREPRISE

Hirigoyen, G.

RESUMEN

La ingeniería financiera es un factor esencial de flexibilidad puesto que es una respuesta puntual a una necesidad precisa de esencia estratégica o de orden estrictamente financiero.

Por otra parte, la ingeniería financiera contribuye en gran medida a perturbar la variable esencial que representa la información, ya que es fuente de opacidad y asimetría.

Este trabajo se esfuerza por referir estas dos facetas de la ingeniería financiera. El debate sobre estas cuestiones se plantea, en la actualidad, en términos de ética.

Los especialistas preocupados por la ingeniería financiera deben manifestar una prudente imaginación creadora.

— d'une part, parce qu'elle ne figure pas dans le Littré. Le terme ingénierie est un néologisme par francisation du terme anglais "engineering".

On pressent néanmoins qu'il faut y inclure l'idée d'ingéniosité et celle de montages en matière financière. N'est-ce pas S. Ross (1989) qui, dans un récent article, écrivait que "les économistes financiers sont demandés non seulement pour évaluer les instruments et les nouvelles stratégies mais aussi pour créer. Comme les ingénieurs, les financiers utilisent les techniques de la finance moderne pour construire l'équivalent financier des ponts et des avions";

— d'autre part, parce qu'elle est parfois assimilée à l'expression d'innovation financière qui, pour Silber (1983), est une réponse aux contraintes de l'environnement par la création de nouveaux produits financiers ou par l'emploi de nouvelles technologies financières.

Le contenu de l'expression ingénierie financière est plus ou moins large:

— dans une conception restrictive -qui est celle, semble-t-il, retenue par la pratique- l'ingénierie financière est limitée aux seuls techniques et montages visant à restructurer tant le haut que le bas de bilan d'une société commerciale, ainsi que ceux qui permettent de restructurer son actionariat par la production d'un effet de levier facilitant l'acquisition de son contrôle. Cette conception est elle retenue par Bertrel et Jeanun (1990) dans leur définition de droit de l'ingénierie financière comme l'ensemble des règles applicables à ces montages.

1. INTRODUCTION

L'imagination financière aurait-elle pris le pouvoir? La question mérite d'être posée devant la fréquence —depuis quelques années— de l'utilisation tant dans la littérature que dans la pratique —notamment bancaire et juridique— de l'expression d'ingénierie financière (Couret et Fougerat, 1991; Bertrel et Jeantin, 1990; Lachat, 1987). La formulation utilisée ingénierie financière peut surprendre:

— dans une conception plus large — qui est notamment celle de M. Vasseur (1990) — l'ingénierie financière concernerait l'étude et la mise en oeuvre de tous les montages financiers secrets par la vie des entreprises: diagnostic, évaluation, gestion financière, financement...

En ce qui nous concerne, nous dirons que l'ingénierie financière vise, par l'utilisation simultanée des différents produits et techniques financières, à optimiser la définition et la satisfaction des principaux objectifs financiers de l'entreprise (obtention de fonds propres, financement d'une acquisition, prise de contrôle, gestion du risque, refinancement d'une dette...). Elle n'est pas une fin en soi mais est l'art de bâtir une opération financière qui réponde aux besoins de l'entreprise et du marché compte tenu des contraintes et des opportunités comptables, financières, juridiques et fiscales. Au prêt à porter financier elle substitue une finance sur mesure. En amont, elle s'insère dans la stratégie de l'entreprise. En aval, et pour la détermination de son efficacité, elle se mesure en termes de rentabilité ou de valorisation du capital de l'entreprise.

En tout état de cause, les montages d'ingénierie financière sont au service du respect de l'impératif de flexibilité dans l'entreprise. D'une part, flexibilité stratégique parce qu'ils ont accompagné la restructuration des portefeuilles stratégiques des entreprises; d'autre part, flexibilité financière en ayant permis notamment une véritable chirurgie esthétique des bilans.

En contrepartie, l'ingénierie financière s'est développée au détriment de l'information. En effet, la complexité des montages réalisés a été tout à la fois source de développement de l'asymétrie de l'information et de désinformation financière.

2. L'INGÉNIÉRIE FINANCIÈRE AU SERVICE DE LA FLEXIBILITÉ

La flexibilité est la capacité d'une entreprise à s'adapter aux contraintes et aux opportunités nées de l'environnement. On a eu peu tendance à penser que l'ingénierie financière

consistait à imaginer des montages et ensuite seulement à se préoccuper d'une utilisation pour l'entreprise.

Comme nous l'avons dit, l'ingénierie financière est au service des entreprises et est l'art de bâtir une opération financière qui réponde aux besoins de l'entreprise et du marché compte tenu des contraintes (mais aussi des opportunités) de l'environnement. Pour cela, l'entreprise expérimentera des produits ou des processus imaginés en dehors d'elle ou bien elle les créera elle-même. On sait ainsi que depuis la loi du 14 décembre 1985, les sociétés sont largement maîtresses de la configuration des produits financiers qu'elles émettent.

En tout état de cause on substitue du sur mesure financier au prêt à porter. En se fondant sur les expériences récentes en la matière, il est possible de distinguer deux grandes catégories d'opérations d'ingénierie financière liées à des besoins nés de problèmes stratégiques ou des problèmes de gestion financière. D'où les deux paragraphes de cette section: (a) flexibilité des opérations liées à des problèmes stratégiques; (b) flexibilité des opérations liées à des problèmes de gestion financière.

2.1. FLEXIBILITÉ DES OPÉRATIONS LIÉES À DES PROBLÈMES STRATÉGIQUES

L'essor de l'ingénierie s'est particulièrement manifesté lors: (a) des opérations de financement de prises de contrôle; (b) des opérations de financement de projet.

2.1.1. Les opérations de financement de prises de contrôle

Les opérations de fusions-acquisitions qui se sont multipliées au cours de ces dernières années tant aux Etats-Unis qu'en Europe ont donné lieu dans le cadre d'opérations de restructuration de l'actionariat des sociétés à des montages financiers ciselés comme de véritables bijoux d'orfèvrerie et/ou à l'utilisation de produits financiers de plus en plus sophistiqués.

1°) RESTRUCTURATION DE L'ACTIONARIAT DES SOCIÉTÉS:

Les montages L.M.B.O. (Leverage Management Buy Out). L.B.O. (Leverage Buy Out),

R.E.S. (Reprise d'entreprise par les Salariés), E.S.O.P. (Employee Stock Ownership Property) sont devenus les instruments de la restructuration des entreprises. Cette restructuration consiste essentiellement:

— à concentrer l'activité d'une entreprise sur sa spécialité, selon une logique industrielle ou commerciale;

— à mieux utiliser les actifs de la société acquise, c'est-à-dire de se séparer par revente de ceux qui ne sont pas considérés comme indispensables et/ou qui ne s'inscrivent pas dans le cadre d'une spécialisation.

Les montages ont associé des techniques financières particulières à la réalisation de ces objectifs. Ces techniques ont conduit à une restructuration de l'actionnariat des sociétés par la réalisation d'un effet de levier qui s'est produit:

— au bénéfice d'un (ou de plusieurs) acquéreur(s) généralement non-salarié(s) de la société (opérations de L.B.O.),

— au bénéfice des salariés repreneurs de la société L.M.B.O., R.E.S., E.S.O.P.).

a) *Prise de Contrôle Externe*: Le L.B.O. consiste à retirer la société de la cotation sur le marché en se séparant de l'actionnariat public par recours à des fonds recueillis sous forme d'emprunt à long terme.

Dans un L.B.O. la tactique d'un groupe d'investisseurs est de maintenir privée la propriété de l'affaire acquise pendant une période de 5-7 ans durant laquelle la dette levée sera progressivement réduite grâce au cash-flow ou par des ventes sélectionnées d'actifs. A l'issue de cette période l'entreprise refait appel public à l'épargne par vente d'actions ou augmentation de capital. Les investisseurs entendent alors réaliser une confortable plus-value. Les opérations de L.B.O. ne sont pas toujours le fait d'acheteurs extérieurs. Elles peuvent aussi être initiées par les dirigeants associés pour la circonstance à des investisseurs, selon les modalités suivantes:

— reprise par l'encadrement d'une unité de production faisant partie d'un conglomérat dont ce dernier souhaite se séparer;

— réorganisation d'une entreprise par sa direction qui entend y parvenir sans y associer un actionnariat contraignant;

— mesure préventive pour dissuader toute O.P.A. ou mesure défensive en cas d'O.P.A. hostile. Par ce procédé désigné sous le nom de "recapitalisation" aux U.S.A., une société cherche à se rendre moins attractive en accroissant ses dettes et en diminuant ses fonds propres.

L'alchimie financière du L.B.O. se compose de trois types de financement: (a) la dette senior; (b) la dette subordonnée ou financement mezzanine; (c) les capitaux propres.

La dette "senior" constitue la source principale du financement de l'acquisition (50 à 85%); c'est une dette bancaire traditionnelle:

Les capitaux propres qui peuvent prendre la forme d'actions classiques ou d'actions préférentielles sans droit de vote représentent 2 à 30% du montage total.

Importée des Etats-Unis et directement inspiré des junk-bonds, la mezzanine désigne le financement qui s'intercale entre la dette senior et les fonds propres. De plus en plus souvent utilisée dans les montages L.B.O. (S.I.C.L.I., S.E.C.A.P., FEREMBAL, TECHPACK...), elle est pourtant la plus difficile à réaliser car seule elle permet de boucler le montage financier. D'une durée plus longue que la dette senior, son remboursement est subordonné à celui de cette dernière. Concrètement, elle n'est donc remboursée qu'une fois la dette senior éteinte. Les intérêts de la dette mezzanine sont également versés après le règlement de ceux de la dette senior. Le risque de l'investisseur étant supérieur, la rémunération de la dette mezzanine est donc plus élevée que celle versée aux créanciers de la dette senior.

La mezzanine s'accompagne le plus souvent d'un "kicker" incitation qui permet d'obtenir une participation au capital (bons de souscription, obligations remboursables en actions, obligations convertibles...).

b) *Prise de Contrôle par les salariés repreneurs*: Il convient de distinguer deux types de montages: les montages L.M.B.O. ou R.E.S.; et les montages E.S.O.P.

Les montages L.M.B.O. ou R.E.S. ont répondu principalement à des opérations de transmission d'entreprise, notamment en France dans les P.M.E. Le but du montage est identique à celui du L.B.O.: permettre aux repreneurs —ici les salariés— de prendre le contrôle de leur entreprise avec un apport personnel aussi limité que possible, en produisant un effet de levier juridico-financier grâce à la constitution d'une holding de reprise et à un endettement maximum de cette dernière, ainsi que des salariés eux-mêmes- l'effet de levier se trouvant ici amplifié par les avantages fiscaux accordés par le législateur.

Introduit pour la première fois dans le droit français par la loi du 9 juillet 1984 sur l'initiative économique, la R.E.S. est à l'heure actuelle réglementée par la loi du 17 juin 1987 sur l'épargne. Cette dernière permet aux salariés repreneurs de contrôler la holding de reprise en ne possédant que 33% du capital grâce à la détention d'action à droite de vote double.

Les E.S.O.P. reposent tous sur un montage très astucieux imaginé dans les années 50 par L. Kelso. Ce sont des plans de versement à échéances fixes dont l'objet principal est d'investir dans l'achat des titres de l'entreprise donatrice, afin de permettre aux salariés de devenir propriétaires des bénéficiaires de l'entreprise au sein de laquelle ils travaillent.

Le montage E.S.O.P. se résume en quatre points essentiels (Hirigoyen, 1990):

— la banque prête de l'argent au E.S.O.P. Trust avec la garantie de l'entreprise;

— l'E.S.O.P. Trust achète des actions de l'entreprise ou des actions à d'autres porteurs de titres;

— l'entreprise déduit de l'impôt annuel les remboursements de l'emprunt versés à E.S.O.P. Trust, lequel rembourse en contrepartie la banque;

— les salariés récupèrent leurs actions ou

une somme équivalente lorsqu'ils quittent l'entreprise.

Les plans E.S.O.P. qui regroupent à l'heure actuelle plus de 12 millions de salariés aux Etats-Unis ont concerné récemment des opérations de grande envergure: AVIS, POLAROID, PROCTER et GAMBLE.

La possibilité donnée par la loi du 23 décembre 1988 aux fonds communs de placement d'entreprise d'emprunter, la prochaine introduction dans le droit français de la fiducie permettraient d'envisager la possibilité d'appliquer un tel système en France.

2°) *L'UTILISATION DE PRODUITS DE PLUS EN PLUS SOPHISTIQUÉS:*

L'innovation en matière de produits financiers n'est pas récente. Les exemples fournis par l'histoire des faits économiques ne manquent pas. Il convient par exemple de rappeler au milieu du XIXe siècle les premiers emprunts obligataires émis par les compagnies de chemin de fer naissantes; où dans les années 20 l'émission de junk bonds par les entreprises dont la qualité de la signature s'était détériorée (fallen angels) et avec elle le rating des obligations qu'elles avaient émises. Il faut voir aussi dans l'introduction par la loi du 13 juillet 1978 des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et des prêts participatifs la mise en place de deux produits essentiels au service de montages d'ingénierie financière dans les P.M.E.

Aujourd'hui les financiers imaginent des "titres sur mesure" adaptés à telle situation puisqu'ils sont créés pour une donnée. Comme l'indique A. COURET (1990), ces titres développent de véritables groupes de produits financiers pouvant réunir par exemple quatre composantes:

- le produit primaire,
- un processus de transformation,
- un produit final,
- des produits dérivés attachés au produit primaire ou au produit final.

a) *L'utilisation des titres subordonnés*: depuis la loi du 14 décembre 1985 le marché

des titres subordonnés était essentiellement composé de titres subordonnés à durée indéterminée (T.S.D.I.) parfois assortis de clauses de conversion ou de bons de souscription.

L'année 1988 a connu une généralisation des émissions de titres subordonnés remboursables. Mais depuis 1989 de nouvelles formules encore plus complexes ont été élaborées par les financiers pour répondre aux besoins des entreprises:

— Les T.S. à intérêt progressif (émission le 23 mai 1990, par le Crédit Lyonnais);

— Les T.S.D.I. remboursables en actions inventés lors de la reprise d'Orkem par Total;

— Les T.S. convertibles en actions inventés par Indosuez en 1988 et utilisés dans le montage financier du financement de projet Orlyval pour un montant de 300 millions de francs.

Citons enfin, l'émission de Michelin sur l'Euromarché pour préserver à la fois les intérêts des créanciers et des actionnaires.

Pour cela, le contrat de subordination a inclu une clause originale, dite de "pari passu". En cas de faillite, les créanciers seniors seront d'abord indemnisés et les sommes encore disponibles seront partagées entre actionnaires et créancier subordonnés.

b) *L'utilisation des titres participatifs:* Retenons comme exemple l'émission de titres participatifs de Rhône-Poulenc de novembre 1989 afin de financer une partie importante de ses acquisitions (principalement la chimie de RTZ pour 600 millions de livres, et la reprise des laboratoires de Connaught pour environ 5 milliards de francs, au total plus de 10 milliards de francs). L'astuce du montage a consisté à indexer la partie variable de la rémunération non pas sur le chiffre d'affaires, comme il était jusqu'alors d'usage (et comme c'était le cas dans les anciens titres participatifs de Rhône-Poulenc), mais sur les dividendes.

c) *L'utilisation des Contingent Value Rights (C.V.R.)* — un titre sans équivalent en

France— par Rhône-Poulenc pour prendre le contrôle de Rorer. Imaginé par Shearson Lehman pour l'acquisition de Marion par Dow Chemical, le C.V.R. est une valeur mobilière négociable et cotée sur le marché, dont le prix s'établit un peu comme celui d'une option. Si dans trois ans le cours coté de l'action Rhône-Poulenc-Rorer est inférieur à 98.26\$, les porteurs de C.V.R. pourront percevoir la différence entre ce cours plafond et le cours réel de l'action — à condition toutefois que ce dernier soit supérieur ou égal à 52\$. S'il le souhaite Rhône-Poulenc pourra différer la date d'échéance de un an, le cours de référence passant alors à 106,1-2\$. Dans le pire des cas, Rhône-Poulenc aurait donc à déboursier 54,1\$ par action (106,12-52) soit au total 1,16 milliards de dollars.

Pour Rhône-Poulenc, il s'agit là d'une dette potentielle.

d) *L'émission de bons de souscription "exotiques"* (selon l'expression de E. Bouthillier, Bar et St. Petermann qui ont permis des augmentations de capital potentielles non négligeables.

— les bons à faculté de rachat au gré du porteur émis par B.S.N., la Lyonnaise des Eaux, Cascades qui permettent à l'échéance aux porteurs de bons non exercés d'en demander le rachat auprès de la société à un prix déterminé contractuellement à l'émission. La clause de rachat permet d'accroître le prix d'émission de l'A.B.S.A.R. (action à bon(s) de souscription d'Actions à faculté de rachat) ou de l'O.B.S.A.R. (obligation à bon(s) de souscription d'actions à faculté de rachat) et de réduire par là-même, dans ce dernier cas, le taux actuariel global du produit très significativement;

— les bons à prix d'exercice "proportionnel" qui sont des bons assortis d'une clause accordant à l'investisseur le choix, à l'échéance, entre le prix d'exercice égal à un certain pourcentage de la moyenne des cours de l'action durant un bref laps de temps à la même date d'échéance (exemple 90% pour le bon émis par Péchiney). L'émetteur, quel que soit le cours de l'action à l'expiration du bon, est assuré de lever des fonds. A la hausse le prix retenu sera

le prix d'exercice fixe; à la baisse, le prix d'exercice proportionnel.

— les bons à prix d'exercice glissant -émis notamment par SUEZ et BOUYGUES- sont des bons où le prix d'exercice est redéfini périodiquement comme un certain pourcentage de la moyenne des cours de l'action durant une très brève période de temps sans que ce prix d'exercice ne puisse chuter en dessous d'une valeur plancher fixée à l'émission.

Ce type de produit constitue pour l'émetteur une réplique efficace contre des O.P.A. hostiles. En effet, détenus par des actionnaires alliés sans mise de fonds initiale importante, les bons peuvent être exercés à tout moment et gonfler ainsi le capital de manière substantielle, rendant par là-même plus difficile l'O.P.A.

De plus, l'augmentation de capital qui résulte de l'exercice des bons est progressive et s'effectue sans dilution du bénéfice puisque le prix d'exercice est toujours sensiblement égal au cours de l'action.

e) *L'utilisation des "covered warrants sur actions" (ou warrants couverts):* Les "covered warrants" sont des valeurs mobilières représentatives d'options sur actions à long terme (entre 2 et 3 ans). Ces bons d'option donnent le droit, mais pas l'obligation, au porteur d'acquérir (ou de vendre) des actions à un prix défini dans le contrat d'émission, à tout moment jusqu'à la date d'échéance. Mais cette possibilité reste souvent l'exception. Au moment de l'exercice, ces warrants donnent également le droit à un montant en espèces égal à la différence entre le cours de l'action et le prix d'exercice.

A la différence des bons, les covered warrants permettent d'acquérir des actions existantes et non des actions nouvelles. Ce qui n'entraîne pas de dilution du B.P.A. De plus, la société émettrice est un établissement financier et non pas l'entreprise émettrice des actions sous-jacentes.

Outre la notoriété et l'amélioration de la liquidité sur l'action sous-jacente, l'émission de covered warrants offre à la société émettrice la possibilité d'étudier le marché (notamment la volatilité), afin de lancer ultérieurement, aux

meilleures conditions de pricing, des produits assortis de bons de souscription ou de bons secs.

Quant aux dernières émissions lancées à Paris, elles sont d'un genre nouveau. Elles répondent au nom de "warrants sur panier", (basquet warrant). La Société Générale en a signé trois en mai 1990. Le panier du spéculateur comportait cinq B.S.N., cinq Begnin Say, trois Perrier, trois Pernod et un L.V.M.H. La banque offrait un warrant à 99,60 F. 50 warrants permettaient d'acheter un panier à 21 539 francs.

2.1.2. Les opérations de financement de projet (projet-financing)

Le "projet-financing" est une technique de financement particulière qui fait appel, tant du point de vue de l'emprunteur que du point de vue du prêteur, à une appréciation des risques et à des montages juridiques et financiers différents du financement bancaire classique.

Dans le cadre d'un crédit en financement de projet, les prêteurs acceptent que le service de la dette soit assuré par le seul cash-flow du projet et les sûretés sont celles portant sur les actifs du projet. En d'autres termes, la technique du financement de projet permet d'autofinancer les dépenses engagées sur un projet par le projet lui-même. Les anglo-saxons qualifient ce montage financier de financement "non recourse", c'est-à-dire sans recours contre le groupe promoteur du projet.

L'importation en Europe (dans les années 70) de la notion de financement de projet aboutit à l'invention par les juristes anglais d'une structure juridique spécifique permettant aux prêteurs "sans recours" d'être protégés contre tout tiers créancier (Etat, autres licenciés du gisement, fournisseurs...) par le biais de l'établissement d'un certain nombre de contrats annexes à la convention de crédit: accord avec les autorités sur la poursuite de la licence au cas où les banques se substitueraient à l'emprunteur; nantissement de l'ensemble des recettes; hypothèse sur les installations, floating change...

Dans un financement de projet, le calcul du cash-flow disponible correspond aux recettes du projet, nettes des coûts opératoires et des impôts et taxes.

Les financements de projets font intervenir

de plus en plus des combinaisons originales de techniques financières, associant des montages en capital, des crédits export, des crédits financiers et des financements en crédit-bail (citons à titre d'exemple EUROTUNNEL, EURO-DYSNEYLAND, ASTERIX, ORLYVAL, ALUMINIUM DUNKERQUE...).

La réussite du financement d'EUROTUNNEL permet d'envisager le développement de financement en concession ou B.O.T. (Build Operate Transfer). Il s'agit pour un groupement banques/entreprises de répondre à un appel d'offres en couvrant la construction, le financement et l'exploitation du projet, en créant une société concessionnaire, elle-même appuyée sur des contrats de travaux, de financement et de gestion de l'ouvrage, signés avec les promoteurs du projet.

2.2. FLEXIBILITÉ DES OPÉRATIONS LIÉES À DES PROBLÈMES DE GESTION FINANCIÈRE

En matière de gestion financière, l'ingénierie financière s'est concrétisée en matière de: (a) gestion du risque de taux et de change; (b) gestion de l'actif immobilier; (c) chirurgie esthétique des bilans.

2.2.1. Gestion du risque de taux et de change

Dans la gestion traditionnelle la protection contre le risque de taux dépendait du choix initial, sans qu'il soit possible ensuite de remettre en cause l'engagement initial. Dans cette optique, l'entreprise qui avait besoin d'emprunter contractait en fonction de ses anticipations sur l'évolution des taux, soit des emprunts à taux fixes (en cas d'anticipation à la hausse), soit des emprunts à taux variable (en cas d'anticipation à la baisse). L'entreprise pouvait aussi procéder à la mise en place de financements sur besoins futurs.

Les nouvelles techniques de gestion du risque de taux d'intérêt sont désormais fondées sur la possibilité de dissocier le crédit du risque de taux lui-même et ainsi, de remettre en cause l'engagement initial. C'est le cas, par exemple, des swaps de taux d'intérêt qui permettent d'échanger des taux fixes contre des taux variables, des options sur taux d'intérêt auxquelles on peut renoncer, des achats à terme de contrats

sur taux d'intérêt (Smithson, 1987).

Avec ces nouvelles techniques, on assiste à l'introduction de la notion de marché dans la fonction financière de l'entreprise.

2.2.2. La gestion de l'actif immobilier

Le patrimoine est devenu un enjeu stratégique, d'autant plus que les entreprises disposent maintenant, à la vente comme à l'achat, d'un certain nombre de techniques d'ingénierie financière. Pechiney, le C.I.C., Axa Midi, Hachette, ont ainsi eu recours à la procédure de la vente aux enchères (ou open bidding) pour céder leurs immeubles respectifs, selon une procédure proche de celle utilisée dans le domaine des fusions-acquisitions pour vendre les entreprises (Spiteri, 1991).

En matière d'acquisition immobilière, il s'agit pour l'entreprise de choisir entre trois techniques relativement simples: la location, le crédit traditionnel et le crédit-bail. C'est toutefois dans ce dernier domaine, qui ne cesse de se développer (41 milliards en 1989) que les montages tendent à se sophistiquer. Une des formules du crédit-bail, le lease-back, permet même de satisfaire un besoin en fonds propres. L'entreprise, pour dégager des liquidités, vendra par exemple son siège à une société de crédit-bail, et le rachètera en le lui louant.

Mais un des domaines où l'art de l'ingénierie financière s'est particulièrement exercé, est celui de la restructuration des bilans.

On parlera volontiers d'opérations de chirurgie esthétique des bilans.

2.2.3. La chirurgie esthétique des bilans

Elle porte sur trois points essentiels: (a) la défaillance de bilan; (b) la gestion patrimoniale de la dette; (c) la titrisation des créances.

1°) LA DÉFAISANCE DE BILAN (IN-SUBSTANCE DEFEASANCE):

C'est une des perles de l'ingénierie financière. Mise au point en 1982 chez EXXON, la défaillance a été inaugurée en France par PEUGEOT, il y a trois ans. La technique de la défaillance consiste, pour une entreprise, à sortir une dette de son bilan en garantissant le remboursement par le biais de liquidités disponibles dans la société.

Objectif de la manoeuvre: éviter des processus coûteux comme le rachat de la dette obligataire ou les pénalités de remboursement. L'entreprise constituera alors un portefeuille de valeurs mobilières aux revenus certains, dont les intérêts et remboursements du principal correspondent exactement à ceux de la dette. Ces actifs sont confiés par l'entreprise à un organisme extérieur, un trust, et gérés par un trustee, les patrimoines du trust et du trustee étant isolés. Le trust n'étant pas reconnu en France, il peut être remplacé par une S.A. (dont le propriétaire fera figure de trustee) ou, comme dans la récente opération de défaisance chez MANURHIN, par une société en nom collectif. Créée exclusivement pour rembourser la dette de l'entreprise, elle a pour associé la banque Indosuez, gérant du fonds. La S.N.C. bénéficie de la garantie d'Indosuez, mais les patrimoines sont bien isolés.

Pour MATRA, cette défaisance offre au moins deux motifs de satisfaction:

— d'abord, parce qu'elle peut être considérée comme "parfaite", car les créanciers de MANURHIN ont donné leur accord à l'opération, la dette sera donc "juridiquement éteinte", ce qui n'est pas le cas chez PEUGEOT;

— ensuite, parce l'opération présente un intérêt fiscal: le profit exceptionnel anticipé par MANURHIN sera imputé sur les reports déficitaires que la société possède encore.

2°) LA GESTION PATRIMONIALE DE LA DETTE:

Les innovations financières, et le swap en particulier, ont contribué à modifier très profondément la façon dont de nombreuses (grandes) entreprises gèrent leurs dettes. De plus en plus, ces dernières sont gérées comme un élément du patrimoine en vue de réaliser un gain. Elles sont achetées ou vendues dans le cadre de décisions prises au jour le jour et qui sont fondées sur les anticipations en matière de taux de change ou d'intérêt.

La gestion de la dette à Gaz de France est très significative à cet égard.

Au début de 1984, Gaz de France a swapé une dette en dollars de 20 millions à sept

ans, à taux flottant, contre une dette en francs belges, de même maturité à taux fixe. Le franc belge s'étant déprécié vis-à-vis du dollar, le prix du contrat de swap de Gaz de France s'est élevé. Gaz de France a revendu son contrat de swap durant l'été ce qui lui a permis d'enregistrer un gain de 2,5 millions de dollars.

Une telle gestion de la dette nécessite une connaissance permanente du marché. En mars 1987, Gaz de France avait contracté 268 swaps; 91 ont été annulés, 75 ont fait l'objet d'une neutralisation financière (swaps miroir). Le profit total réalisé sur l'ensemble de ces opérations était, en mars 1987, de l'ordre de un million de francs; à interpréter comme une économie sur le coût en service de la dette.

Cette gestion sophistiquée de l'endettement E.D.F. la poursuit puisqu'afin d'optimiser la stratégie de gestion de la dette à long terme (232 milliards de francs après swap à la fin de l'année 1989) à partir d'une analyse des coûts des différents types d'endettement envisageables et de la façon dont ils affectent le risque global sur la dette, E.D.F. s'est doté d'un modèle de choix de portefeuille.

Le modèle élaboré à E.D.F. repose sur une transposition au cas d'une gestion de dette de la théorie des choix de portefeuille élaborée, il y a 30 ans, par H. Markowitz pour traiter de la sélection d'un portefeuille optimal d'actifs.

Ce modèle s'appuie sur des scénari probabilisés d'évolution des variables affectant le coût de la dette (taux d'intérêt, taux de change, rythme d'inflation). Il repose sur un arbitrage rentabilité-risque et conduit donc à retenir la stratégie la moins coûteuse pour le niveau de risque jugé acceptable.

3°) LES OPÉRATIONS DE TITRISATION:

Elles permettent depuis la loi du 23 décembre 1988 aux entreprises françaises d'améliorer leur structure bilantielle (fonds propres sur engagements) et donc leur rating.

Le groupe RENAULT vient, par sa filiale financière la DIAC, d'en tester les bienfaits. Pour la première fois en Europe, l'euro-émission correspondante est adossée à des créances automobiles.

Après avoir surmonté bon nombre de difficultés d'ordre juridique, le montage a été

réalisé hors du cadre de la loi (et notamment sans recourir à un fonds commun de créances).

Dans un premier temps, la société a sélectionné les prêts susceptibles d'être titrisés (créances accordées aux acquéreurs de véhicules neufs).

La société d'investissement CARS n° 1 Ltd crée à cet effet, —domiciliée à GUERNESEY— doit donc lever sur le marché les fonds nécessaires au rachat des prêts.

Pour séduire les investisseurs, CARS n° 1 a émis des "redeemable preference share" ou "action préférentielle remboursable". Emise pour 5 ans, à une valeur de 200 000 francs, cette action offrira un rendement à PIBOR un mois capitalisé, le souscripteur ne pouvant être remboursé en principal et intérêt que dans 5 ans.

Sous loi britannique CARS n° 1 Ltd bénéficie de la possibilité de pratiquer une gestion dite de "fonds ouvert" qui s'oppose à la conception française de "fonds fermé".

Cette dernière n'autorisant pas le remplacement des créances amorties. Dans ce cas les liquidités obtenues sont redistribuées aux porteurs de parts pour lesquels se pose le problème de reinvestissement du cash reçu.

En revanche, "le fonds ouvert", retenu pour CARS n° 1 Ltd, permet au fur et à mesure de l'amortissement des créances (30 millions par mois en moyenne en principal et intérêts), de réalimenter le fonds par de nouvelles créances de même nature, le seul impératif étant que leur échéance finale intervienne avant la fin des 5 ans.

Au cours de cette section nous avons montré en nous appuyant sur des expériences récentes menées dans les entreprises que l'ingénierie financière, répondait de façon ponctuelle à des besoins nés de problèmes stratégiques ou financiers.

En ce sens, elle est un facteur au service de l'impératif de flexibilité. Il convient de souligner aussi que l'ingénierie financière est due pour une grande part à une volonté de contourner un cadre légal et fiscal jugé trop contraignant.

Mais se faisant l'ingénierie financière affecte —et parfois de façon considérable— une variable stratégique de première importance: l'information.

3. L'INGÉNIÉRIE FINANCIÈRE AU DÉTRIMENT DE L'INFORMATION

En étant de plus en plus complexes, les opérations d'ingénierie financière deviennent plus opaques. Cette opacité accroît en même temps l'asymétrie de l'information. En effet, seuls les spécialistes les plus confirmés sont en mesure de comprendre les montages réalisés ou les caractéristiques des produits émis.

De façon générale, l'ingénierie financière soulève deux types de problèmes liés à l'information: (a) une controverse d'ordre théorique liée au rôle de l'endettement; (b) une perturbation d'ordre de l'analyse financière externe.

3.1. CONTROVERSE THÉORIQUE SUR LE DETTEMENT DANS LES OPÉRATIONS D'INGÉNIÉRIE FINANCIÈRE

Il est apparu dans la section précédente que dans les opérations d'ingénierie financière l'endettement occupe une place prépondérante.

Tantôt on a imaginé des montages permettant son accroissement de façon considérable pour mettre en jeu l'effet de levier (L.B.O., E.S.O.P., R.E.S...). Tantôt on a élaboré des montages pour le réduire de façon tout aussi enseignements de la théorie financière d'autant plus qu'il soulève des points de vue contradictoires de la part des auteurs.

3.1.1. Endettement et prises de contrôle

Pour certains auteurs comme Jensen, l'endettement est un facteur de réduction des coûts d'agence; pour d'autres comme A. Rappaport plutôt que de s'endetter il faut augmenter la richesse des actionnaires.

1°) L'ENDETTEMENT FACTEUR DES RÉDUCTION DES COÛTS D'AGENCE:

Le rôle bénéfique de l'endettement dans les opérations d'ingénierie financière a été mis en évidence par M. Jensen (1990). Pour ce dernier, "l'endettement, aide à limiter le gaspillage de liquidités en obligeant les dirigeants à verser des fonds qu'ils seraient autrement tentés de conserver. La dette remplace en effet les dividendes: c'est un mécanisme qui contraint les

dirigeants à se défaire des liquidités au lieu de financier des projets pour construire un empire, entretenir un personnel pléthorique et forcer sur les avantages en nature" (Jensen, 1990, p. 67).

Pour M. Jensen, les L.B.O. éliminent la principale faiblesse de la société cotée, à savoir le conflit entre actionnaires et gestionnaires à propos de l'utilisation du cash-flow. Les dirigeants non-proprétaires détournent une part des cash-flow pour des activités non productives ou non directement liées à l'intérêt social. Les L.B.O. apparaissent alors comme une sanction à un semblable comportement.

L'endettement des repreneurs les contraint par le montage financier lui-même à secréter des bénéfices suffisants pour rembourser les emprunts contractés. Ceci les conduit à négocier les termes d'un accord avec les établissements financiers. L'endettement est alors un élément de réduction des coûts d'agence. Comme ont pu le souligner S. Thompson et M. Wright (1989), l'endettement dans les L.B.O. crée une nouvelle relation d'agence dans laquelle les établissements financiers jouent le rôle du principal face à des dirigeants soucieux du risque lié à la reprise.

En préférant la dette aux actions d'une part, les entreprises obligent les dirigeants à verser l'excédent de cash-flow comme ne peut la faire la simple augmentation des dividendes. D'autre part, la dette est un puissant moteur de changement. Les entreprises qui empruntent dans des limites telles qu'elles ne puissent assurer le service de la dette avec le cash-flow résultant de leur exploitation s'obligent à repenser toute leur stratégie et toute leur structure. "Le surendettement crée l'atmosphère de crise dont les responsables ont besoin pour éviter de se lancer dans des programmes d'investissement contestables et pour réduire les frais généraux" (Jensen, 1990, p. 68).

2°) CE RÔLE BÉNÉFIQUE DE L'ENDETTEMENT A ÉTÉ TRÈS VIVEMENT CRITIQUE:

Dans une opération de L.B.O. ou R.E.S. le taux d'endettement est fonction de la rentabilité de la société cible qui doit être du type "vache à lait", c'est-à-dire assurée d'une rentabilité importante et régulière, avec de faibles

besoins d'investissements.

En période de croissance, il n'y a pas beaucoup de risques de dérapages bien que certaines "vaches à lait" aient pu voir leur autofinancement surestimé. Mais en période de retournement du cycle économique, ce qui risque d'être le cas en Europe dans les premières années de la décennie 90, les fonds propres mis en place peuvent s'avérer rapidement insuffisants et la situation devenir critique, lorsque le cash-flow diminue fortement.

Si ce n'est pas le cas, il n'en reste pas moins que le remboursement prioritaire d'un endettement élevé risque de réduire à la portion congrue les nécessaires investissements et les frais de recherche.

Les entreprises concernées ne peuvent plus faire le même effort de productivité et de croissance que leurs concurrents. A moyen terme cela peut se traduire par une diminution de leurs marges et/ou de leurs parts de marché.

D'ores et déjà certains cadres, associés imprudemment comme une partie du personnel à un R.E.S., se posent des questions sur la pérennité de leur entreprise, au moins dans son actionnariat actuel. Ces critiques à l'encontre d'un endettement excessif ont trouvé un fort écho académique chez A. Rappaport (1990), pour qui au contraire "il faut augmenter la richesse des actionnaires" A. Rappaport ne croit pas que les rachats d'entreprises avec effet de levier puissent remplacer la société cotée classique. Pour deux raisons: les L.B.O. ont un "marché" étroit et une durée de vie limitée. Il soutient que la société cotée mérite d'être sauvée et pour cela propose un programme en quatre points afin de rénover les entreprises en maximisant la valeur pour l'actionnaire:

- trouver pour chaque actif les utilisations qui secrètent le plus de valeur;

- limiter l'investissement aux opportunités les plus susceptibles de créer de la valeur;

- verser des dividendes aux actionnaires quand il n'y a pas d'investissements pouvant générer de la valeur;

- prévoir un système de rémunération

incitatif pour amener les managers et les employés à créer de la valeur.

A l'opposé des opérations financières privilégiant un endettement excessif d'autres montages d'ingénierie financière ont eu pour objectif de le réduire et parfois de façon tout aussi considérable.

3.1.2. Endettement et défaillance de bilan

La défaillance peut apparaître en contradiction avec certains enseignements de la théorie financière récente tout particulièrement la théorie des signaux.

1°) En effet, les résultats du modèle construit par S. ROSS (1977) montrent que la valeur de la firme doit s'accroître avec l'endettement si toutefois le système d'intéressement et de pénalités est conçu de telle sorte que les managers ne puissent avoir intérêt à donner une fausse information. L'endettement est un signal de bonne santé financière émis par l'entreprise.

Or, dans une opération de défaillance, il y a réduction de l'endettement et il ne peut donc être admis que les bonnes entreprises utilisent ce procédé pour se signaler au marché. Pour que la défaillance constitue un moyen de se signaler au marché dans l'optique développée par ROSS il faudrait admettre que les firmes qui y ont recours cherchent à se signaler négativement devant la pénalité encourue en cas de liquidation judiciaire.

L'entreprise cherchant à utiliser au mieux ses liquidités les utiliserait pour éliminer une dette qui lui coûte trop cher, eu égard à la rémunération qu'elle peut attendre sur ces liquidités. Ce faisant, elle se signalerait négativement au marché en indiquant qu'elle ne dispose pas actuellement d'opportunités d'investissement satisfaisantes. Les dirigeants espérant que ce signal sera perçu favorablement par le marché (Paquet, 1990).

La pratique de la défaillance devrait alors se traduire par une diminution de la valeur de l'entreprise et viendrait se cumuler au transfert de richesse devant se faire au détriment des actionnaires.

Or, un tel raisonnement s'oppose aux résultats obtenus par Johnson, Pari et Rosenthal

(1989) qui n'ont pas permis de conclure à une rentabilité anormale négative des actions des entreprises ayant procédé à des opérations de défaillance.

Les auteurs fournissent deux types d'explications à un tel résultat. La première consiste à dire que le montant du transfert de richesse reste important lorsqu'il est réparti sur l'ensemble des obligations concernées alors qu'il devient négligeable lorsqu'il est réparti sur l'ensemble de la capitalisation boursière de l'entreprise. La seconde explication se ramène à l'idée que le phénomène pourrait être occulté en raison de la forte volatilité des actions relativement aux obligations.

2°) Il semble tout autant difficile de relier la défaillance à l'optique développée par Leland et Pyle (1977).

La défaillance réduit le montant des liquidités ou des valeurs mobilières de placement de l'entreprise. On pourrait considérer que le portefeuille d'actifs et donc le portefeuille des actionnaires devient moins diversifié, ce qui nous rapprocherait de l'optique de Leland et Pyle. Malheureusement, chez ces auteurs c'est le degré de diversification du portefeuille du dirigeant-actionnaire qui importe, entendu au sens où celui-ci investit à la fois dans son entreprise et à l'extérieur de celle-ci.

Or, la proportion de capital de la firme détenue dans le portefeuille du dirigeant, relativement à ses autres placements ne se trouve pas modifiée par l'opération de défaillance.

3.2. PERTURBATION PRATIQUE DE L'ANALYSE FINANCIÈRE EXTERNE POUR LES OPÉRATIONS D'INGÉNIERIE FINANCIÈRE

Les opérations d'ingénierie financière perturbent l'analyse financière externe de l'entreprise dans la mesure où:

— d'une part elles affectent la communication financière en étant source de désinformation;

— d'autre part, parce qu'elles conduisent à une financiarisation excessive de la comptabilité générale.

3.2.1. Risque de désinformation au niveau de la communication financière

Ce risque se manifeste principalement à deux niveaux: (a) la lecture des comptes consolidés; (b) la notation de l'entreprise (rating).

1^o) LA LECTURE DES COMPTES CONSOLIDÉS:

Des groupes financiers se dotent d'une chaîne de holdings superposés, qui permettent de constituer des fonds propres substantiels aux différents pailleurs, avec le concours d'institutionnels. De telles structures, particulièrement complexes, ne permettent plus aux comptes consolidés des groupes concernés d'avoir la transparence souhaitable. Ces montages d'ingénierie financière à cascades de holdings qui conduisent à "contrôler sans argent et à emprunter sans surface" (Peyrelevade, 1985) reposent largement sur l'existence de boucles d'auto-contrôle dont les conséquences sont fondamentales en matière d'information financière. En effet, la multiplication des boucles d'auto-contrôle a pour effet de capitaliser les sociétés au-delà de leur valeur réelle dans la mesure où une boucle d'auto-contrôle est équivalente à une réduction de capital financée par une diminution d'actifs. Les valeurs "fictives" ainsi créées sont très exactement égales à la valeur des actions d'auto-contrôle. Il en découle qu'au niveau consolidé, il faut réduire la valeur de marché globale des actions d'auto-contrôle de la capitalisation de la société-mère du groupe si l'on veut avoir une estimation plus exacte de sa surface financière.

A compter de 1^{er} juillet 1991 (suite à l'amendement Dailly) les actions d'auto-contrôle seront privées du droit de vote et il n'en sera pas tenu compte pour le quorum. La légalité de la détention des actions d'auto-contrôle n'est cependant pas supprimée.

2^o) LA NOTATION DE L'ENTREPRISE:

Plusieurs problèmes sont soulevés:

— En premier lieu l'émission de faux signaux: les mauvaises entreprises peuvent profiter de la nature surcomplexe de certains produits pour signaler une fausse situation. A titre d'exemple citons le cas de la Société Cascades

émettrice en 1989 d'une O.R.A.B.S.A.R. (Obligation remboursable en action à bons de souscription d'action remboursable) qui était en déficit jusqu'en 1988.

— En second lieu, l'évaluation du risque juridique c'est-à-dire de la légitimité du montage.

Un montage d'ingénierie financière implique le plus souvent des acteurs (préexistants ou conçus pour la circonstance) et il est organisé entre des acteurs des flux financiers fondés sur des relations contractuelles. Les acteurs sont:

— dotés de la personnalité juridique ou simples patrimoines d'affectation: par exemple la titrisation en France et à l'étranger: fonds commun de créances et spécial purpose vehicle;

— dotés ou non d'une existence fiscale propre: consolidation et compensation des charges financières et des bénéfices d'exploitation;

— le trust et la fiducie: sortilèges des droits étrangers et tentatives de greffe législative.

Les relations contractuelles viennent:

— de la juxtaposition de systèmes de droit différents: par exemple la différence entre les conceptions anglaises et françaises du crédit-bail;

— de la subordination des créances et de la gradation du risque d'entreprise: prêts et titres subordonnés;

— des instruments composites: par exemple la combinaison d'un titre de créance ou de capital et d'une option;

— de l'utilisation des garanties comme articulation d'un montage: par exemple le financement de projet EUROTUNNEL.

La validité juridique du montage d'ingénierie financière peut toujours être remise en cause

par le juge même dans le cas où les règles de droit formelles n'ont pas été enfreintes. En effet, le juge peut dans certaines circonstances requalifier l'opération, c'est-à-dire lui restituer sa véritable dénomination juridique et en tirer les conséquences (article 12 du Nouveau Code de Procédure Civile).

Cette requalification peut se faire à la demande des tiers lésés (fisc, créanciers, actionnaires) qui prouvent (Terray, 1991):

— soit la dissimulation des véritables objectifs du montage,

— soit le fait que le but poursuivi est exclusivement d'échapper à ses obligations vis-à-vis du tiers en question,

— soit l'utilisation abusive d'une règle ou d'une faculté en dehors du contexte pour lequel elle a été prévue.

L'appréciation de l'entreprise à l'issue de l'opération d'ingénierie financière doit tenir compte nécessairement d'un tel risque juridique né de la requalification.

— En troisième lieu, la localisation des produits au passif du bilan.

L'appréciation des entreprises à partir de leurs comptes sociaux sera d'autant plus difficile que la nature parfois incertaine des produits soulève la question de leur rattachement à l'une des grandes masses du passif du bilan: fonds propres ou dettes?

Le problème se pose avec d'autant plus d'acuité lorsqu'une entreprise émet plusieurs catégories de produits complexes, comme ce fut le cas par exemple chez Rhône-Poulenc qui a émis dans un intervalle de temps assez rapproché cinq catégories de produits: certificats d'investissement, T.S.D.I., Titres privilégiés amortissables, Titres Participatifs, Contingent Value Rights.

Observant que les émissions de produits complexes —notamment de T.S.D.I.— n'étaient pas entourées d'informations suffisantes de nature à garantir les droits des actionnaires et à permettre une analyse fiable de la situation financière de la société émettrice, la C.O.B.

vient de formuler une recommandation précisant que l'émission devait faire l'objet d'un communiqué (Bulletin Mensuel COB 1991, n° 243, p. 14). Celui-ci doit comporter notamment les informations suivantes: montant global de l'émission, conditions relatives au paiement des intérêts et, quand l'émission fait l'objet d'un reconditionnement, le montant de la part de l'émission réellement mise à la disposition de l'émetteur, l'échéance du reconditionnement, les indications sommaires du traitement comptable et fiscal.

Les interrogations financières relatives à la place des produits dans telle ou telle masse du passif se retrouvent de façon aiguë du niveau de l'enregistrement comptable.

3.2.2. Risque de financiarisation excessive de la comptabilité

La multiplication des produits financiers et des montages d'ingénierie financière feraient-ils perdre son "âme" à la comptabilité générale en la détournant de son rôle premier? Il semble que l'idée puisse être avancée et cela pour deux séries de raisons principales:

— l'ingénierie financière conduit à la disparition progressive de la double distinction fonds propres-dettes d'une part; ressources permanentes-ressources non-permanentes d'autre part, ce qui se traduit par un décalage par rapport aux normes actuelles de la comptabilité;

— l'ingénierie financière fait de la comptabilité générale le support indispensable aux opérations de restructurations de l'actionnariat et de prises de contrôle.

1°) DÉCALAGE ENTRE L'INGÉNÉRIE FINANCIÈRE ET SON ENREGISTREMENT COMPTABLE:

L'ingénierie financière fait qu'à l'heure actuelle:

— la distinction fonds propres-dettes s'estompe progressivement pour laisser la place à des catégories de produits de plus en plus hybrides. Les questions quant à la nature de ces produits ne datent pas d'aujourd'hui: qui ne se souvent en effet des débats soulevés par l'intro-

duction des prêts participatifs par la loi du 13 juillet 1978? Ou plus tôt encore par l'utilisation des obligations convertibles en actions. De façon générale on peut dire que les pouvoirs publics ont encouragé participatifs; la loi du 14 décembre 1985 a donné un cadre légal au développement des titres subordonnés.

La distinction fonds propres-dettes est d'autant plus remise en cause que la pratique du financement dans les entreprises fait que le renforcement des fonds propres au cours de ces dernières années s'est essentiellement opéré à partir de produits de base qui au départ sont des dettes (exemple: O.B.S.A.). Des expressions nouvelles ont dû être imaginées pour qualifier ces financements à nature incertaine: quasi-fonds propres, fonds propres assimilés, autres fonds propres, capital intermédiaire. De même apparaissent aujourd'hui les expressions de dette subordonnée, dette potentielle ...

— une ressource financière ne peut plus être considérée ni comme un produit définitif, ni comme un produit permanent. Il s'agit en fait d'une véritable matière première, qui fait l'objet d'un marché, s'achète au meilleur moment, se transforme, se stocke et se vend. De plus, la gestion systématique et agressive du passif du bilan conduit à racheter sur le marché ou à rembourser de manière anticipée des financements à taux élevés pour les remplacer par des financements à taux plus faibles. Ce qui enlève pratiquement toute signification à la traditionnelle distinction entre le court terme et le long terme (Hirigoyen, 1990).

Les règles d'enregistrement comptables ne permettent pas à l'heure actuelle de suivre ces évolutions et restent muettes sur les méthodes de comptabilisation de la plupart des produits complexes. Cela pose un grave problème de fond pour l'établissement du journal et des documents de synthèse dans les sociétés émettrices ou utilisatrices de tels produits (ex: comptabilisation de la mezzanine ou des T.S.D.I.). L'absence de normalisation en la matière peut conduire à des enregistrements différents en fonction des interprétations retenues. Le même problème se rencontre pour la plupart des nouveaux instruments financiers (Hirigoyen, 1991).

A titre d'exemple rappelons que le traitement comptable des O.B.S.A. a été précisé dans un avis du Conseil national de comptabilité en date du 17 novembre 1988. Le traitement proposé est assez éloigné de celui suggéré, par certains professeurs de finance, comme M. Levasseur, dans la lignée des enseignements de la théorie financière (Levasseur et Quintart, 1990).

Il convient de remarquer cependant qu'aujourd'hui des corporations d'experts-comptables s'inquiètent de la diffusion des normes anglo-saxonnes et des volontés de réglementation européenne. De même. Outre-Atlantique, le patronat de la Business Roundtable critique l'objectif du Financial Accounting Standards Board de multiplier les règles et d'accélérer la publication de documents comptables sans cesse plus raffinés (The Business Roundtable, 1990), accroissant par là-même l'asymétrie de l'information.

2°) LA COMPTABILITÉ AU SERVICE DES MONTAGES COMPLEXES:

La comptabilité est apparue comme l'outil essentiel dans les montages liés à des opérations d'acquisitions et de prises de contrôle.

Ce rôle a été clairement mis en évidence dans une étude très fouillée réalisée par W.N. Espeland et P.M. Hirsch (1990) d'où il ressort en particulier que la comptabilité a fourni une "rhétorique" légitimant les visions financières de l'entreprise. Dans les grandes entreprises internationales les montages comptables permettent de contourner les obstacles légaux au rapatriement des profits réalisés dans le pays d'implantation, et optimiser la charge fiscale de leurs opérations d'investissements à l'étranger.

De même, le paiement de royalties à la maison-mère ou la rémunération des prestations de service diminue la rentabilité locale d'une filiale et autorise le transfert du profit avant son imposition dans le pays où est implantée la filiale. Le montage comptable constitue donc un levier important de gestion du risque dans une opération d'acquisition internationale et, à ce titre, a un fort impact sur son évaluation.

La comptabilité se préoccupe moins de contrôler les relations avec les tiers que de fournir aux investisseurs des informations

permettant de prévoir la rentabilité ou les risques des entreprises et susceptibles d'être insérés dans des modèles d'évolution des marchés financiers. Dès lors, la comptabilité générale est au service de la décision financière.

4. CONCLUSION

L'ingénierie financière est un peu semblable au dieu Janus: d'un côté elle est un facteur essentiel de flexibilité dans la mesure où elle est une réponse ponctuelle à un besoin précis d'essence stratégique où d'ordre strictement financier.

D'aucuns ont d'ailleurs pu s'étonner de la prééminence apparemment accordée aux considérations stratégiques par rapport à la raison financière tellement sont considérables les opérations financières qui accompagnent la restructuration des portefeuilles stratégiques.

D'un autre côté, l'ingénierie financière contribue fortement à perturber la variable essentielle que représente l'information dans la mesure où elle est source d'opacité et d'asymétrie.

Cette contribution s'est efforcée de retracer ces deux facettes de l'ingénierie financière eu égard à la finance d'entreprise. Le débat soulevé par ces questions s'oriente à l'heure actuelle vers des préoccupations plus philosophiques et sociologiques. Il aborde l'ingénierie financière en termes d'éthique.

En effet, si les L.B.O. sont entachés aux U.S.A. d'un certain discrédit c'est parce que dans la mémoire collective beaucoup d'entre eux restent liés à des opérations de "spin-offs" c'est-à-dire de liquidation ou de "dépeçage" d'entreprises. Qui ne se souvient encore de l'ardoise morale laissée par Milken?

Les financiers préoccupés par l'ingénierie financière doivent donc faire preuve d'une prudente imagination créatrice. Si tel n'était pas le cas, s'appliqueraient à eux le mot de Shakespeare dans Coriolan: "Traite innovateur, ennemi aux yeux de l'opinion".

BIBLIOGRAPHIE

BEAULAC, A. (1989). L'ingénierie financière et fiscale du rachat d'une entreprise par ses salariés

Usine Nouvelle, Les dossiers Pilotes, Editions du Moniteur, Paris.

BERTREL, J.; JEANTIN, M. (1990). *Droit de l'ingénierie financière*. Paris: LITEC.

COURET, A. (1990). Les nouveaux produits financiers. Conférence Bilbao, Mars.

COURET, A.; FOUGERAT, J. (1991). *Ingénierie financière des cessions et acquisitions d'entreprise*. Editions Liaisons.

DOCK, M.; LACHAT, D. (1988). "Banques d'ingénierie financière". France: Paperback.

ESPELAND, W.; HIRSCH, P. (1990). Ownership changes, Accounting practice and the redefinition of the corporation, *Accounting Organizations and Society*, pp. 77-96.

HIRIGOYEN, G. (1990). Evolution du rôle des banques et des intermédiaires financiers dans le financement des entreprises, *Les Cahiers de Recherche du C.I.E.R.G.O.-I.A.E. de Bordeaux*, N° 89, p. 1.103.

HIRIGOYEN, G. (1990). La comptabilisation des obligations à bons de souscription d'actions, *Les Petites Affiches*.

HIRIGOYEN, G. (1990). La comptabilisation des options négociables, *Les Petites Affiches* du 28 novembre.

HIRIGOYEN, G. (1990). E.S.O.P.: la pire où la meilleure des choses?", *Cahiers de Recherches*, N° 90 0714 C.I.E.R.G.O. I.A.E. de Bordeaux 1990.

HIRIGOYEN, G. (1991). Analyse comptable de la defeasance, *Les Petites Affiches* du 22 mars.

JENSEN, M. (1990). Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires. *Harvard L'Expansion*, Été.

JOHNSON, J.; PARI, R.; ROSENTHAL, L. (1989). The impact of insubstance defeasance on bondholder and shareholder Wealth, *The Journal of Finance*, septembre.

LACHAT, D. (1987). *Ingénierie financière d'entreprise*. France: Paperback.

LELAND, J.; PYLE, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, N° 2, mai.

LEVASSEUR, M.; QUINTART, A. (1990). *Finance Economica*. Paris.

PAQUET, PH. (1990.) Quelques réflexions concernant l'intégration de l'insubstance defeasance au sein de la théorie de l'agence et de la théorie du capital, *Les Cahiers de l'Institut Orléans de Finance*, juillet.

- PEYRELEVADE, J. (1985). Contrôler sans argent-emprunter sans surface, *La Revue Banque*, N° 453, septembre.
- RAPPAPORT, A. (1990). Il faut augmenter la richesse des actionnaires, *Harvard L'Expansion*, Été.
- ROSS, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Printemps.
- ROSS, S. (1989). Institutional Markets, Financial marketing, and financial innovation, *Journal of Finance*, juillet.
- SILBER, W. (1983). The process of financial innovation, *American Economic Review*, Mai.
- SMITHSON, CH. (1987). A legs approach to financial engineering: an introduction to forwards, futures, swaps, and options. *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 4, N° 4, hiver, pp. 16-28.
- SPITERI, P. (1991). La vente aux enchères d'une entreprise (open bidding), *Les Cahiers de Recherche de L'ESUG*, N° 100. Toulouse. Février.
- TERRAY, J. (1991). Le rôle du juriste et du fiscaliste: la prudente imagination créatrice, *Finance et Gestion*, N° 25, Février.
- THE BUSINESS ROUNDTABLE. (1990). Roundtable Report, Septembre-octobre. New York.
- THOMSON, S.; WRIGHT, M. (1989). Management Buy-Outs: Debt, Equity, Ratchets and agency costs. Eastern Economic Association Conference, mars.
- VASSEUR, M. (1990). L'ingénierie financière. Description (I) -Le point de vue juridique (II). *La revue Banque*, N° 501, janvier, N° 502, février.