



HAL
open science

Les titres hybrides : de leur émission à leur classement comptable. Un enjeu de contrôle ?

Pascal Barneto, Stéphane Ouvrard, Yves Rannou

► **To cite this version:**

Pascal Barneto, Stéphane Ouvrard, Yves Rannou. Les titres hybrides : de leur émission à leur classement comptable. Un enjeu de contrôle ?. 18ème Conférence Internationale de Gouvernance (CIG 2019), May 2019, Bruxelles, Belgique. <hal-02311469>

HAL Id: hal-02311469

<https://hal.science/hal-02311469v1>

Submitted on 10 Oct 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

La distinction entre dettes et capitaux propres : une question de gouvernance ?

Hebattallah ABOULMAATY
Professeur Assistant
ESSCA School of Management
hebattallah.aboulmaaty@essca.fr

Pascal BARNETO
Professeur des Universités
IAE - Université de Bordeaux
pascal.barneto@u-bordeaux.fr

Stéphane OUVRARD
Professeur Senior
KEDGE Business School
stephane.ouvrard@kedgebs.com

Yves RANNOU
Professeur Associé
Groupe ESC Clermont
yves.rannou@esc-clermont.fr

Résumé

Avec la publication du *Discussion Paper Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) en juin 2018, l'IASB propose une réflexion sur une nouvelle classification des instruments financiers du point de vue de l'émetteur. A ce jour, l'approche risques/liquidité des instruments hybrides permet de faire la distinction entre les capitaux propres et les dettes. Ce papier propose une relecture de cette distinction à travers une revue de la littérature et les avancées des théories organisationnelles et comportementales. La question du contrôle et des enjeux de gouvernance, tant du point de vue de l'actionnaire que du créancier, sont au cœur de l'analyse de cette classification. Par ailleurs, l'examen du cadre juridique et institutionnel ne peut plus être ignoré par l'IASB dès lors que ces instruments véhiculent des clauses complexes, posant une interrogation sur l'incomplétude des contrats.

Classification JEL :

Instruments financiers hybrides – IFRS – Gouvernance – Capitaux propres

1. Introduction

La question de la distinction entre dettes et capitaux propres n'a jamais été autant d'actualité. Pour preuve : l'IASB a proposé un débat au travers d'un *Discussion Paper/2018/1 Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) lancé en juin 2018 dont la phase consultative s'achève début 2019, afin de proposer une classification des capitaux propres et des dettes ainsi qu'une présentation des besoins spécifiques. L'enjeu de la classification concerne particulièrement les instruments financiers complexes tels que les actions préférentielles, les actions remboursables, les obligations convertibles (OC), les titres perpétuels, les obligations contingentes convertibles (CoCos), les dérivés sur actions propres, les instruments *puttable*, les mezzanines, etc. Tous ces instruments qualifiés « d'hybrides », fruits de l'imagination des ingénieurs financiers et des avocats d'affaires, combinent avec subtilité des éléments issus de la finance, de la comptabilité, du droit, de la fiscalité mais également des théories organisationnelles et institutionnelles. Pourtant, la question de la classification n'est pas récente. Dans son ouvrage *Accounting Theory* de 1922, Paton exposait déjà les raisons pour lesquelles les firmes émettaient des produits hybrides¹. L'un des motifs évoqués est que la possession (la propriété) passe par le droit de contrôle de l'opération (p.71). Par la suite, il mettait en exergue l'importance de la classification des instruments de capitaux propres et de dettes en fonction de leur niveau de risque et/ou de leur contrôle ainsi que leurs incidences sur les flux de trésorerie futurs de l'entreprise.

Le DP FICE s'intéresse uniquement à l'amélioration de la classification des instruments financiers afin que la norme IAS 32 puisse être plus consistante, complète et claire. Il ne traite ni de la reconnaissance ni de l'évaluation des instruments financiers qui restent du domaine d'IFRS 9. Il tente de répondre à la dichotomie dettes/fonds propres utilisée jusqu'alors par l'IASB et qui est mise à mal aujourd'hui par la croissance exponentielle des titres hybrides dans les financements des entreprises. De nombreux travaux académiques ont proposé des analyses et des synthèses sur cette question (Schön *et al.*, 2009 ; Schmidt, 2013). Deux critères identifient avant tout une dette² (EY, 2018) : une échéance et/ou une durée (c'est-à-dire l'obligation de transférer à un moment donné de la trésorerie ou un autre actif financier pour rembourser le contrat) et un montant de transaction (c'est-à-dire l'obligation de rembourser, indépendamment

¹ L'ingénierie financière ne date pas du 20^{ème} siècle. Selon Gallais-Hamonno et Zamfirescu (2002), elle daterait du 18^{ème} siècle avec les emprunts basés sur la tontine et la rente viagère. De même, Hirigoyen (1992) expose les multiples innovations financières du 19^{ème} siècle avec les émissions d'emprunts obligataires émis par les compagnies de chemins de fer et les premiers *junk-bonds* émis dans les années 20.

² Il s'agit de l'approche Gamma proposée par l'IASB.

des ressources économiques disponibles de l'entité). S'il y a une obligation de temps et de montant, nous avons affaire à une dette classique. S'il n'y a aucune obligation de temps et de montant, alors l'instrument financier relève des capitaux propres. En revanche, s'il n'y a qu'une seule obligation (temps ou montant), il s'agit d'une dette hybride qui mérite une attention particulière. Cette approche binaire consiste à s'interroger en premier lieu sur les dettes, la définition d'un instrument de capitaux propres n'étant en fait, qu'une absence de réponse à celle de la dette. Au niveau des dettes financières, le DP FICE propose de présenter dans le bilan sur une ligne séparée, les dettes classiques de celles qui fournissent une rémunération comparable à celle des capitaux propres et d'afficher dans l'état de la performance financière, un résultat financier avec une contrepartie classée en autres éléments du résultat net global (les OCI, *Other Comprehensive Income*) sans recyclage (EFRAG, 2018)³. Toutes ces propositions relèvent d'une démarche technique visant à donner une réponse opérationnelle aux émetteurs d'instruments hybrides⁴. Les titres hybrides seraient alors des contrats – complexes et/ou incomplets – qui nécessiteraient des explications détaillées à fournir dans les annexes des états financiers. De plus, comme les principaux émetteurs dans le monde sont avant tout des établissements bancaires, une influence réciproque entre règles comptables et contraintes prudentielles s'est opérée dès le départ afin de réaliser autant que possible une classification tant en termes de risque que de liquidité de l'instrument émis⁵. Cette approche vise en réalité à identifier et à hiérarchiser la plupart des titres hybrides et convient assez bien *in fine* à une démarche d'auditeurs et/ou d'agences de notation.

Les titres hybrides sont définis comme des instruments financiers qui, en combinant les caractéristiques de plusieurs autres instruments, se situent entre la dette, au sens strict du terme, et le capital d'une entreprise. Les ressources qui émanent de ces titres hybrides sont souvent qualifiées de quasi-fonds propres⁶. La plupart des textes nationaux – dont les textes français – proposent de classer ces titres en trois catégories : les titres de capital hybrides (actions de préférence par exemple) et deux sous catégories de titres de créances : les titres de créances assimilés à des fonds propres (titres perpétuels ; prêts participatifs ; TSDI ; TSR ; etc.)⁷ et les

³ Il s'agit d'une démarche similaire à celle opérée par l'ANC en 2013 lorsqu'elle a publié sa recommandation afin de distinguer dans le compte de résultat le résultat opérationnel courant du résultat opérationnel.

⁴ Les souscripteurs ne sont pas concernés par le DP car en qualité d'investisseurs, ils relèvent d'IFRS 9 avec la définition d'un actif financier.

⁵ C'est surtout vrai pour le CET1 et IFRIC2.

⁶ Une obligation convertible constitue un titre hybride, puisque le titre de dette que représente l'obligation convertible peut être transformé en titre de capital.

⁷ Les titres subordonnés remboursables (TSR) sont des émissions subordonnées ayant une échéance connue pour lesquels le versement des coupons n'est pas toujours garanti (après que les actionnaires aient reçu leurs

titres de créances assimilés aux titres de capital (OC ; ORANE ; OBSA ; obligations échangeables ; etc.)⁸. S'il nous semble quasi-impossible à ce stade de pouvoir lister l'ensemble des types d'instruments hybrides émis dans le monde, il semble opportun de nous interroger sur l'une des catégories les plus répandues, les obligations convertibles (OC). Une OC est un instrument de dettes qui peut être converti contre un nombre d'actions fixe ou variable à la discrétion de l'investisseur ou de l'émetteur. Le volume mondial et la croissance des émissions d'OC attestent d'un intérêt manifeste pour ce type de produit financier au cours des dernières années. Fin 2017, selon les analystes de Bank of America Merrill Lynch, la capitalisation boursière des OC représente environ 400 milliards de dollars (307 milliards d'euros), dont un peu plus de la moitié (223 milliards de dollars) se situe aux Etats-Unis et près d'un quart en Europe (Dinsmore et *al.*, 2018). Si les entreprises américaines et japonaises sont les principaux émetteurs dans le monde suivies des pays européens (Dutordoir et *al.*, 2016), la France et l'Allemagne représentent à eux deux environ 2/3 des émissions européennes. En comparaison, la capitalisation boursière mondiale des *equity* (*resp.* dettes d'entreprises) négociées est estimée à 320 000 milliards (*resp.* 51 800 milliards) d'euros (FT, 2018). Aussi, afin de pouvoir faire une distinction entre un instrument de dettes et un instrument de capitaux propres, la question liminaire est de comprendre l'origine de la classification et de savoir quelles sont les soubassements théoriques qui conduisent les émetteurs à utiliser des titres hybrides en général et des OC en particulier.

Les réponses à cette question sont multiples et en général peu consensuelles malgré les nombreuses études empiriques menées (Dutordoir et *al.*, 2014a). Selon ces auteurs, il est possible de recenser trois groupes de recherches empiriques. Tout d'abord, les études qui tentent d'expliquer pourquoi les entreprises émettent des dettes hybrides au détriment de dettes classiques. Ensuite, les recherches qui tentent de mesurer les impacts de l'émission des OC sur

dividendes). Ces émissions étaient intéressantes pour les entreprises, car leur produit était assimilé à des fonds propres. Depuis les accords de Bâle 3, les TSR sont désormais considérés comme des titres hybrides et ne font plus partie à ce titre du noyau dur des fonds propres. Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont des titres de créance perpétuels dont le capital n'est théoriquement jamais remboursé. Pareil au cas du TSR, le détenteur du TSDI n'est alors indemnisé qu'après tous les autres créanciers en cas de faillite de l'émetteur.

⁸ Une obligation convertible en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) permet à l'émetteur d'une obligation convertible de remettre au créancier, soit de nouvelles actions émises pour l'occasion, soit des actions existantes qu'il détient, par exemple après un rachat d'actions. Une obligation à option de remboursement en actions ou numéraire (ORANE), est une obligation à courte échéance qui peut être remboursée soit par remise d'actions nouvelles ou soit en trésorerie. Une obligation à bon de souscription d'actions (OBSA) est une obligation à laquelle est attachée un ou plusieurs bons de souscription d'actions qui permettent de souscrire à une future augmentation de capital à un prix fixé.

la richesse des actionnaires, que ce soit à court ou à long terme. Enfin, les déterminants des caractéristiques des OC constituent une voie de recherche alternative (clauses de protection des dividendes, sous-tarifcation des OC, délivrance de cash, arbitrage sur le sous-jacent, émission d'OC sans intérêt pour les start-up, *spread* de volatilité, etc.). Comme le soulignent Brealey *et al.* (2011), la question des innovations en matière d'OC fait partie de l'une des dix énigmes non résolues en finance. En fait, toutes ces études sont ancrées dans des explications théoriques évolutives mais souvent divergentes. La plupart de ces théories prises isolément se révèlent être incomplètes, ne permettant pas de généraliser les résultats du fait de singularités institutionnelles et réglementaires, de spécificités géographiques et/ou de particularités fiscales. De même, il ne semble pas possible d'avancer la supériorité de méthodologies de recherche quantitatives sur les approches de nature qualitative ou inversement pour apporter une réponse claire à l'émission de titres hybrides (Dutordoir *et al.*, 2014a).. Un cadre théorique alternatif issu de la finance organisationnelle et/ou comportementale semble se dessiner afin de mieux comprendre le recours à de telles émissions. Il s'agit avant tout d'une relecture des schémas de gouvernance à la lumière des théories néo-institutionnelles et des théories contractuelles.

Après avoir exposé la classification des titres hybrides, tant d'un point de vue juridique qu'économique, la position des émetteurs des titres hybrides sera mise en exergue à travers les principales théories financières et de gouvernance. A partir de la théorie des contrats incomplets, il est proposé au normalisateur d'intégrer des critères complémentaires tels que ceux liés au contrôle de l'instrument à définir, soit dans le cadre conceptuel, soit dans la norme IFRS9, afin de généraliser la classification des instruments financiers.

2. Essai de classification des titres hybrides : une démarche complexe

Les tentatives de classification des instruments financiers sont anciennes. Elles remontent au développement de l'ingénierie financière. Si les déclinaisons juridiques et fiscales des instruments financiers restent à ce-jour spécifiques à chaque pays ou groupes de pays, l'avènement des normes IFRS a conduit à un rapprochement des normalisations comptables vers ce référentiel comptable international. Cependant, la classification des instruments financiers proposée par l'IASB reste encore trop imprécise à ce jour. L'IASB fonde son analyse sur une segmentation risque/liquidité de l'instrument afin de l'affecter soit en capitaux propres, soit en dettes (approche Gamma que l'on peut scinder en approches Alpha et Bêta) laquelle

diffère assez sensiblement des agences de notation. En définitive, le normalisateur comptable international pourrait explorer la création d'une sous composition de la rubrique capitaux propres en une catégorie quasi-fonds propres de manière à laisser le soin à chaque émetteur d'expliquer en annexes (*Disclosures within the Notes to the Financial Statements*) les avantages, contraintes, limites et engagements de l'instrument.

2.1 Origines et enjeux de la classification

Alors que les IFRS se veulent être un langage international de traduction de la vie des affaires, la classification des instruments financiers proposée initialement par l'IASB avec IAS 32 est fortement critiquée car, d'une part elle ne serait pas utile aux investisseurs et aux évaluateurs⁹, et d'autre part, elle reposerait en réalité sur l'influence de langages comptables (US GAAP, Japanese GAAP, PCG, etc.) impactés par les aspects juridiques et fiscaux propres à chaque pays. Schmidt (2013), en citant le parallèle entre IASB F.4.4 (c) et US ASC 505-1-05-3, explique que la dichotomie entre le règlement fixe (la dette) et le lien de subordination (l'*Equity*) a conduit l'IASB à définir les capitaux propres comme une non dette, c'est-à-dire les considérer comme un intérêt résiduel ou un actif net. En rajoutant des textes interprétatifs (SIC 5, 16 et 17 ; et IFRIC 2) et des amendements (« instruments *puttable* » de 2008 par exemple) pour requalifier une dette en capitaux propres et vice-versa, un flou s'est opéré du fait du nombre d'exceptions proposé par IAS 32 au cours de ces vingt dernières années. Il en est de même dans le référentiel US GAAP qui privilégie un classement en dettes en cas de doute, ce qui entraîne par exemple de retraiter le ratio du *gearing* pour les actions préférentielles rachetables qui ne sont plus incluses dans les capitaux propres (ASR 268) mais bien dans les dettes¹⁰.

De ce fait, de nombreux instruments classés en capitaux propres en IFRS sont considérés comme de la dette en US GAAP. Le cas des obligations perpétuelles est éclairant car selon la norme SFAS 150¹¹, les paiements d'intérêts effectués sont considérés comme contenant une part de remboursement du principal. Si cette approche paraît adaptée pour les obligations dites perpétuelles, elle trouve ses limites en matière d'OC. Ces obligations, pouvant être réglées

⁹ Par exemple, les agences de notation cartographient souvent un instrument hybride comme étant 50% de la dette et 50% des capitaux propres.

¹⁰ Aux Etats-Unis, il existe quatre catégories d'actions de préférence : les actions de préférence classées en dettes au regard de l'application de la norme ASC 480 ; les actions de préférence remboursables contre de la trésorerie ou toutes autres classes d'actifs « *redeemable preferred stock for cash or other assets* » ; les actions de préférence convertibles « *convertible preferred stock* » ; les actions de préférence perpétuelles ou les actions de préférence remboursables au choix de l'émetteur.

¹¹ SFAS 150 « *Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity* »

contre une remise de trésorerie, peuvent être traitées comme un cas spécifique¹², en étant scindées en une composante dette et une composante de fonds propres. Dans ce cas, les composantes seront soumises à la comptabilisation séparée à la juste valeur (APB 14-1)¹³. Ce traitement rejoint celui préconisé par IAS 32 au sens où un instrument financier composé¹⁴, ayant des composantes de dettes et de capitaux propres, doit avoir une comptabilisation distincte pour chaque composante. La composante de dettes est reconnue à la juste valeur, calculée à travers l'actualisation des flux de trésorerie à un taux du marché pour les instruments de dettes similaires. Quant à la composante des capitaux propres, elle est mesurée comme un montant résiduel, par différence entre la valeur nominale et la valeur actualisée.

De nombreuses recherches ont tenté d'expliquer les arbitrages comptables dans la mesure où la classification a une influence sur le jugement que l'on porte sur l'instrument hybride proposé. Pour certains auteurs (Hopkins, 1996), la classification est le reflet des caractéristiques de l'instrument mais aussi de sa solvabilité et/ou liquidité. Si certains titres hybrides sont mieux compris que d'autres à ce jour (Dutordoir et *al.*, 2014a), leur grande diversité et leur complexité interdisent toute généralisation d'explication. En outre, leur pluralité crée des divergences voire des incohérences au niveau du *reporting* dans les états financiers des comptes de groupe. Parmi les titres hybrides, les actions de préférence constituent un terrain d'étude privilégié. Pour Kimmel et Warfield (1995), elles ne seraient ni plus ni moins qu'un indicateur du risque des capitaux propres. Pour De Jong *et al.* (2006), alors que les actions de préférence sont classées en capitaux propres en normes Néerlandaises et en dettes selon IAS 32, la plupart des firmes ont racheté leurs propres actions de préférence ou ont inséré des clauses dans les titres de manière à maintenir un certain niveau de classification en capitaux propres au moment du basculement en normes IFRS.

Au final, les entreprises accepteraient un coût de financement plus élevé pour atteindre une classification comptable désirée (Engle et *al.*, 1999). La classification en capitaux propres améliore la mesure de la performance car elle permet de gérer et d'anticiper le bénéfice par action (BPA) dilué. Elle permet également d'atténuer la perception négative du levier financier, obtenir un coût du capital plus faible et de mieux gérer les ratios de dettes afin d'éviter les

¹² EITF 90-19: « *Convertible Bonds with Issuer Option to Settle for Cash upon Conversion* ».

¹³ APB14-1 "Accounting for Convertible Debt Instruments That May Be Settled in Cash upon Conversion (Including Partial Cash Settlement)"

¹⁴ Il s'agit par exemple des actions préférentielles avec option de rachat « *redeemable preferred stock* », dont les dividendes sont versés uniquement à la discrétion de l'émetteur ou les différents types d'obligations convertibles.

violations des *covenants* bancaires. L'enjeu de la classification comptable a un lien direct avec la structure financière et une conséquence indirecte sur le coût du capital et l'évaluation de la firme.

2.2 D'une typologie juridique à une finalité économique des titres hybrides

Les OC en actions (OCA) ont été créées en France par un décret du 3 septembre 1953 mais c'est la loi du 6 janvier 1969 qui instaure le principe de conversion à tout moment de ce titre afin de renforcer son efficacité. L'OC est considérée comme un titre de créances assimilé à un titre de capital. En normes françaises, les OCA sont comptablement classées en dettes au compte 161 "emprunts obligataires convertibles" du PCG et deviennent des capitaux propres classiques si elles sont converties. En normes IFRS, les OCA s'analysent comme des instruments composés. Une composante dette (la valeur actuelle des flux d'intérêts et de remboursement actualisée à un taux normal d'endettement) et une composante fonds propres (la valeur de l'option de conversion). Alors que la seconde composante reste figée, la première (la composante dette) est revalorisée chaque année de la différence entre la valeur faciale de la dette et la valeur initialement comptabilisée (méthode du coût amorti).

L'influence de la qualification juridique et fiscale des instruments hybrides par rapport à leur traitement comptable est loin d'être mineure. Dans un contexte de remontée de taux d'intérêt au niveau mondial et de cadres fiscaux plus favorables pour les entreprises, l'attrait fiscal pour émettre telle ou telle catégorie d'instruments hybrides se fait ressentir (cf. tableau 1 à titre illustratif pour la France). De même, une attention doit être portée à leur finalité économique sous-jacente. Pour une OC, si l'exercice du droit de conversion est une option offerte au détenteur d'une dette convertible, cette dernière sera traitée comme un passif ordinaire, au motif que cela permet à l'investisseur de participer à la hausse de la valeur des capitaux propres et à l'émetteur d'économiser des liquidités en payant un coupon moindre. Si la conversion est obligatoire, le classement en fonds propres devient possible, même si cela se fait au détriment de la structure du capital de l'entité.

Tableau 1. Tableau synoptique des principaux titres hybrides : traitement juridique et fiscal – Cas de la France

Instrument financier	Définition juridique			Traitement juridique	Traitement fiscal
	Code du Commerce	Code Monétaire et Financier	Autres		
Actions de préférence (<i>Preference Shares</i>)	Article L.228-11		Article 31 de l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004	Actions bénéficiant de « droits particuliers », « de toute nature »	Aucune particularité par rapport aux actions ordinaires
Titres participatifs (<i>Participation Certificates</i>)	Article L.228-36 et L.228-37	Articles L.211-1, II, 2 et L213-32	Loi n°83-1 du 3 janvier 1983	Titres de créances à durée indéterminée (remboursables à la liquidation de la société) et assortis d'une clause participative	Leur rémunération est une charge de l'exercice lors de la rémunération versée.
Titres subordonnés (<i>Subordinate Securities</i>)	Article L228-97		loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985	Titres de créances représentatifs de capitaux stables et permanents	Leur rémunération est assimilée au versement d'intérêts d'une dette ordinaire. Fiscalement déductible.
Prêts participatifs		L.313-13 à L.313-20	Loi n°78-741 du 13 juillet 1978 Loi n°2005-882 du 2 août 2005	Moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation.	Les sommes versées en rémunération des prêts participatifs sont fiscalement déductibles pour la société émettrice.
Obligation convertible en actions (OCA)	L228-92		Décret n°53-811 du 3 septembre 1953	Les OCA sont des dettes jusqu'au moment de leur conversion.	Leur rémunération est inscrite comme charge de l'exercice selon la méthode de l'engagement. Fiscalement déductible.
Obligation remboursable en actions (ORA)		Article L228-91		Les ORA sont qualifiés de titres de capital différé.	Les ORA sont traitées comme des obligations jusqu'au remboursement, puis comme des actions après conversion.
Bon de souscription en actions (BSA)	L228-91		Loi du 3 janvier 1983 Loi du 14 décembre 1985	Bon immédiatement négociable, ouvrant droit à souscription pour une augmentation de capital de la société émettrice	Les BSA ne perçoivent pas de rémunération. Ils ne sont pas soumis à une quelconque fiscalité.
Obligation à bons de souscription d'actions (OBSA)	L228-91		Loi n°83-1 du 3 janvier 1983	Les OBSA sont qualifiées de titre de capital potentiel.	Aucune particularité fiscale.
Obligation échangeable en actions (OEA)	L228-91			Les OEA comportent une option d'échange en titre de capital (actions) de la société émettrice.	Aucune particularité fiscale.

Mourgues (1996) propose dans le cas de la France une classification basée sur la notion de quasi-fonds propres. Les quasi-fonds propres sont des fonds propres sans pourtant en être. Ils constituent un pont ou un passage des dettes vers les capitaux propres. Si la portée du mot « quasi » est riche de sens (Sakr, 2009), elle peut être parfois insuffisante pour cerner la notion globale de quasi-fonds propres. La classification « capitaux propres – dettes » est alors bousculée par ces nouveaux véhicules hybrides entrant dans cette catégorie. La dette se rapproche de plus en plus des fonds propres (Sakr, 2009). Ces quasi-fonds propres deviennent très vite un palliatif aux apports des fonds risqués non remboursables, des apports de fonds prêtés qui eux, seraient exempts de tout risque économique. Une proposition de classement des instruments hybrides en fonds propres, quasi-fonds propres ou dettes a été effectuée par Mourgues (1996). Ce classement est proposé dans le tableau 2.

Tableau 2 – La distinction capitaux propres, quasi-fonds propres et quasi-capital social

Notions	Capitaux propres ou fonds propres	Quasi-fonds propres	Quasi-capital social
Éléments constitutifs	<ul style="list-style-type: none"> - Apports des associés - Ecart de réévaluation - Réserves - Report à nouveau - Subventions d'investissement - Provisions réglementées 	<ul style="list-style-type: none"> - Prêts participatifs - Titres subordonnés - CCA - ORA - Avances conditionnées - Fonds destinés à être capitalisés et ne devant pas faire l'objet d'un remboursement 	<ul style="list-style-type: none"> - BSA - Options de paiement du dividende en actions - Options de souscription au bénéfice des salariés et des dirigeants sociaux - ABSA, OBSA et ABSAR - OCA - TSC et TPCCI - OCBSA et ABSOC

Source : Mourgues (1996)

Pour Mourgues (1996), ce qui caractérise les instruments de capitaux propres, ce sont d'une part, la non-exigibilité (non amortissable et durée de mise à disposition indéterminée pour l'entreprise) et d'autre part, le caractère aléatoire de la rémunération qui n'est pas due *a priori*. Le détenteur d'un instrument de capitaux propres a droit au boni de liquidation mais peut prétendre également à une reconnaissance de droits non pécuniaire symbolisée par le droit de vote représentant le contrôle (Sakr, 2009). Pour les instruments classés en quasi-fonds propres, leur exigibilité est réduite et leur remboursement est à la seule initiative de l'émetteur. La rémunération peut être reportée et son versement est souvent conditionnel. La notion de quasi-capital social ne saurait correspondre à une rubrique comptable et financière au même titre que

les capitaux propres, les quasi-fonds propres ou les dettes. Cette notion désigne les contrats conditionnels qui sont portés par un dérivé (option ou warrant).

Couret *et al.* (2016) considèrent que la notion de quasi-fonds propres révèle la faiblesse de la notion de capitaux propres. C'est à l'investisseur – et non à l'émetteur – qu'il appartient de prendre en compte certaines catégories de passifs exigibles. La notion de quasi-fonds propres serait alors un concept issu de la finance pour financiers plutôt qu'un concept pour juristes. Il pourrait être identifié selon deux critères :

- Le critère de classement dans l'ordre d'exigibilité, car ces fonds ne sont exigibles qu'après le remboursement des créanciers ;
- Le critère de potentialité en capitaux propres contenus dans certains titres de créances (Sark, 2009).

A titre d'illustration, il est possible de citer l'annonce publiée par la société ENGIE le 11/04/2017. « *En 2017, la société ENGIE a annoncé le placement de titres super subordonnés à durée indéterminée hybrides pour un montant de 600 millions d'euros. Ces obligations offrent un coupon initial fixe de 2,875% révisé pour la première fois sept ans après l'émission sur la base du taux de swap à 5 ans puis tous les 5 ans. Ces titres sont classés en quasi fonds propres dans les comptes sociaux, le communiqué de presse précise que ces titres seront comptabilisés en fonds propres à 100% en IFRS et à 50% par l'agence de notation Moody's* ». A la lumière de cet exemple, la mesure de la complexité du traitement comptable se pose toujours et a des incidences non négligeables sur la structure financière et la performance financière du groupe.

2.3 Diversité environnementale ou isomorphisme institutionnel ?

La question qui se pose à l'IASB avec le DP FICE est de proposer dans un texte uniforme, cohérent et homogène, des solutions techniques répondant à des interrogations multiples et conceptuelles, tout en prenant en compte la diversité des situations juridique, fiscale, économique face à l'innovation des produits financiers. La réponse de l'IASB sera toujours imparfaite d'une part, s'il ne remet pas à plat l'intégralité de la norme IAS 32 et ses divers amendements et textes interprétatifs et, d'autre part, s'il ne reprecise pas certains éléments relatifs aux instruments financiers au niveau de son cadre conceptuel.

La norme IAS 32 proposait un cadre pour la classification des instruments financiers permettant de traiter les obligations convertibles en tant qu'instruments financiers composés. Les composantes de dettes et de fonds propre sont classées selon deux caractéristiques distinctes. La composante de dettes est calculée à travers l'actualisation des flux de trésorerie futurs à un taux du marché. La composante capitaux propres est mesurée comme un résidu, par différence entre la valeur nominale et la valeur actualisée. Ainsi, si l'on fait référence aux OC comme étant un exemple révélateur des problèmes de classement des autres catégories de titres hybrides, on se rend compte que l'on a affaire à des instruments composés, imposant une comptabilisation distincte entre la dette et les fonds propres due à l'option de conversion. Ce point peut être mis en exergue lorsque l'on compare les textes comptables de quelques pays qui ne proposent pas tous, en matière de classification et de comptabilisations différentes, le même traitement que l'IASB (tableau 3).

Tableau 3. Traitement des obligations convertibles à travers quelques pays

Etats-Unis	Même traitement qu'en IFRS depuis 2008 uniquement. Avant la comptabilisation des obligations convertibles se faisait en dettes
France	Le PCG ne spécifie pas le traitement comptable des emprunts obligataires convertibles et les classe dans leur intégralité dans les dettes sous le compte « 161 – Emprunts obligataires convertibles »
Allemagne	Les normes allemandes s'alignent sur les IFRS. La différence est dans l'évaluation de la composante dette (comptabilisée à la valeur de remboursement)
Royaume Uni & Irlande	Les obligations convertibles sont assimilées à des obligations classiques et reportées en dettes
Pays Bas	Les normes hollandaises n'exigent pas la classification séparée des composantes dettes et fonds propres des obligations convertibles et échangeables
Italie	Les normes italiennes ne distinguent pas les obligations convertibles des autres obligations classiques
Portugal	Les obligations convertibles sont reconnues en intégralité en dettes

S'il est vrai qu'un isomorphisme s'opère dans nos économies développées, il n'en demeure pas moins que les spécificités locales demeurent, en particulier pour les grands émetteurs d'OC. La profondeur du marché financier (cas des Etats-Unis) ou l'expérience des entités émettrices (cas du Japon) sont deux critères qui priment sur les préconisations de classification¹⁵. La diversité des cadres institutionnels (intermédiation financière, gouvernance, droit financier, régulateurs, etc.) perdure et continue à influencer les pratiques comptables.

L'étude de Dutordoir *et al.* (2016) sur le marché japonais révèle que les émissions d'OC sont accueillies plus favorablement que dans les autres pays car les cours boursiers réagissent

¹⁵ D'autant que ces deux pays n'adoptent pas (ou n'adoptent qu'en partie) le référentiel IFRS.

favorablement lors de l'annonce. Cela proviendrait de trois éléments. Tout d'abord, l'environnement institutionnel est différent avec l'existence de Kereitsu. Ensuite, les formalités d'émission beaucoup plus longues affaibliraient le contenu négatif des émissions d'OC (Christensen *et al.*, 1996). Enfin, la différence de normes comptables pourrait être une explication car les informations spécifiques à fournir par les émetteurs japonais réduisent l'incertitude des projets à financer et limitent l'action des dirigeants.

Cailliau (1990) explique les hésitations du normalisateur comptable (français) à décliner une vision économique ou juridique des instruments hybrides. En réalité, son interrogation porte avant tout sur le rôle que l'on souhaite donner à la comptabilité. Doit-t-elle avoir une utilité contractuelle vis-à-vis des créanciers ou doit-t-elle servir aux actionnaires dans un mécanisme prospectif d'évaluation ? Les normes comptables en général, et les IFRS en particulier, ont été avant tout conçues pour les créanciers financiers et pas uniquement pour les actionnaires comme cela est souvent commenté. En effet, en supposant que les marchés financiers fonctionnent correctement et aussi pertinente que puisse être l'information comptable, elle perd de son utilité pour déterminer le cours boursier au moment de sa publication. Décomposés, déstructurés, démembrés, réinventés, etc. les titres hybrides seraient *in fine* des contrats incomplets nécessitant des explications détaillées en annexes aux états financiers afin de comprendre la relation entre le créancier de l'entreprise et les flux de trésorerie générés par cette dernière. Dans ce cadre, La Porta *et al.* (1998) en faisant référence à différents schémas nationaux, expliquent la qualité de la protection des actionnaires et des créanciers, les structures de financement et la détention du capital.

3. Titres hybrides et positions des émetteurs : une lecture ambiguë

La théorie financière classique est dans l'incapacité d'expliquer la présence de quasi-fonds propres dans le financement des entreprises. D'ailleurs, Ross *et al.* (2012) indiquent que les raisons de l'émission de titres hybrides constituent une des problématiques les plus controversées en finance d'entreprise, non résolue à ce jour. Au-delà des aspects fiscaux et juridiques qui créent des ambiguïtés et donc des distorsions entre pays et émetteurs, les justifications économiques et financières expliquant le recours aux instruments hybrides reposent sur plusieurs théories. Mais dans la pratique des affaires, les émissions d'OC sont stimulées par la diversité des environnements réglementaires et la variété des systèmes de

gouvernance (Aggarwal *et al.*, 2009). Schleifer et Vishny (1997) évoquent des raisons internes liées à la qualité de la gouvernance, alors que Doidge *et al.* (2007) énumèrent des aspects institutionnels spécifiques aux pays, en opposant ceux fondés sur le *Common Law* de ceux fondés sur le *Civil Law*. L'étude du rôle et de la place de la gouvernance explique les enjeux en termes de contrôle et de pouvoir pour les entreprises qui émettent des instruments hybrides.

3.1 Un ancrage dans la finance organisationnelle

Depuis les premières théories sur la structure financière des firmes initiées par Modigliani et Miller (1958, 1963), de nombreuses recherches sur le sujet ont été réalisées selon deux grands axes. D'un côté, la théorie du compromis (Kraus et Litzenberger, 1973) et la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986), qui ont été développées pour répondre à la question de l'existence ou non d'une structure de capital optimale. D'un autre côté, en introduisant des hypothèses différentes d'asymétries d'information, il a été proposé par Donaldson (1961) puis par Myers et Majluf (1984), la théorie du financement hiérarchique, par Ross (1977) la théorie des signaux, puis par Baker et Wurgler (2002), la théorie du « *market timing* ». Néanmoins, aucune de ces théories n'expliquent la présence des instruments hybrides dans la structure du capital. Il convient de recourir à des éléments issus de la théorie des organisations.

3.1.1 Les principales théories explicatives à l'émission de titres hybrides

Selon Dutordoir *et al.*, (2014a), les émissions d'OC sont perçues avant tout comme un mécanisme pouvant réduire les coûts d'agence (Dutordoir et Van de Gucht, 2009) et les coûts de sélection adverse résultant des asymétries d'information. L'interdépendance entre le coût de financement des firmes, les raisons de l'émission des OC et la qualité de la gouvernance constituent le nœud explicatif. La réduction des coûts d'agence peut être expliquée par deux grandes théories (Dutordoir *et al.*, 2014a). D'une part, la théorie du transfert des risques (*Risk Shifting Theory*), avancée par Green (1984), est centrée sur les conflits entre actionnaires et créanciers. Elle explique que les entreprises émettent des dettes hybrides afin de réduire les conflits potentiels entre les actionnaires et les créanciers. En maîtrisant les paramètres des dettes hybrides (le taux de conversion, le prix d'exercice, la maturité etc.), les investisseurs peuvent contrôler à tout moment leur manière de prendre des risques. D'autre part, la théorie de l'opportunisme managérial d'Isagawa (2000)¹⁶ avance que l'émission d'OC permet un

¹⁶ Isagawa (2000) construit un modèle à trois périodes où il est supposé que l'OC assortie d'une clause de remboursement anticipé au gré de l'émetteur *callable* bien structurée permet de contraindre l'opportunisme des dirigeants en aidant à réduire le surinvestissement et le sous-investissement.

enracinement du dirigeant dans le but de préserver sa position. Les dirigeants peuvent forcer la conversion lorsqu'un nouveau projet augmente la valeur de l'entreprise et s'en abstenir dans le cas contraire. Par conséquent, le dirigeant enraciné n'entreprend pas de projet risqué dans lesquels les flux de trésorerie sont insuffisants pour assurer le remboursement de la dette. Les OC évitent ainsi un risque de faillite mais aussi un risque de prise de contrôle hostile.

Par ailleurs, les OC conçues comme un moyen de réduction de la sélection adverse sont traitées par trois grandes théories. Tout d'abord, la théorie des capitaux propres détournés (*Back Door Theory*) a été proposée par Stein (1992). Elle explique que l'utilisation des instruments hybrides par une entreprise émettrice est l'alternative la plus efficace pour atteindre une structure de financement optimale, car elle facilite l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients de l'endettement. Ensuite, la théorie des dettes favorisées ou du risque incertain (*The Risk Uncertainty Theory*) a été initiée par Brennan et Kraus (1987) et Brennan et Schwartz (1988). Les titres hybrides pourraient neutraliser le problème de l'asymétrie d'information qui survient lorsque les dirigeants et les investisseurs ne partagent pas les mêmes informations ou lorsqu'ils n'ont pas le même avis sur le risque de l'entreprise. A travers les dettes hybrides émises, les investisseurs exigent une prime de risque inférieure à celle requise sur les capitaux propres. Il est donc plus facile pour les dirigeants et les investisseurs de s'accorder sur la valeur de l'OC plutôt que sur la valeur des dettes, réduisant de ce fait les coûts de sélection adverse. Enfin, la théorie du financement séquentiel (*Sequential Financing Theory*) de Mayers (1988) considère les OC comme un moyen de satisfaire les besoins de financement séquentiels de l'entreprise. Cette dernière émet initialement des obligations convertibles avec l'idée qu'une fois la prochaine étape de l'investissement réalisée, elle pourra forcer la conversion de ses dettes et « nettoyer » ainsi son bilan par un transfert des dettes en capitaux propres. En outre, les OC sont mieux paramétrées que les dettes ou les capitaux propres quand un problème de surinvestissement survient. Dans ce cas, il faut considérer les OC comme une succession de dettes à court terme assorties d'une option de conversion.

Les premières études ont souvent justifié le recours aux OC pour obtenir des taux d'intérêt plus faibles grâce à leur option de conversion. Selon l'étude menée par Graham et Harvey (2001) auprès de directeurs financiers, les résultats sont peu convaincants, ne validant aucune théorie sauf à infirmer celle de Green (1984). Par ailleurs, Lewis *et al.* (2001) affirment que les prix

des actions d'émetteurs d'OC sont moins performants que ceux qui n'en émettent pas. Dans ce cas, l'émission des OC détruirait la structure financière car la piètre performance de l'OC cotée sur les marchés représenterait en fin de compte un frein à une future augmentation de capital.

Les caractéristiques innovantes des OC (maturité, prime de conversion, calibrage des taux, clauses, etc.) constituent un substitut aux dettes classiques pour les émetteurs qui ne peuvent plus avoir recours au capital pour cause de rationnement du marché par exemple. Le recours aux OC de la part des émetteurs trouve alors une légitimité dans des situations de plus en plus complexes (environnements juridiques et institutionnels). Des variables macro-économiques permettent également d'expliquer le cadre favorable ou non aux OC tant du côté émetteur que du côté preneur (De Jong *et al.*, 2013). Cependant, on regrette le manque d'études empiriques auprès des institutions financières (banques et assurances) dont le modèle de fonctionnement répond à d'autres logiques, en particulier en ce qui concerne les modes de conversion des OC (Koziol et Lawrenz, 2002).

Dans l'annexe A de leur revue de la littérature, Dutordoir *et al.*, (2014a) présentent sous la forme d'un tableau synoptique, 43 études sur les émissions d'OC qu'ils ont classées en trois thèmes principaux : on dénombre 20 recherches sur les motivations des dirigeants pour émettre des OC ; 18 recherches concernent les caractéristiques des OC ; les recherches conduites sur les impacts de la richesse des actionnaires sont au nombre de 16. Sur les 43 études recensées, 9 sont des études qualitatives et 8 concernent uniquement les marchés européens. Les théories de Stein (1992), de Mayers (1988), de Brennan et Kraus (1987) et de Brennan et Schwartz (1988) sont validées le plus souvent. La théorie de Green (1984) est très souvent rejetée. On pourrait donc en déduire que la théorie de l'agence n'est pas au centre des préoccupations des émetteurs. En revanche, le choix d'émettre des OC conforte plutôt la volonté de réduire les asymétries d'information entre dirigeants et investisseurs.

3.1.2 Les titres hybrides comme mécanismes de gouvernance

Le recours aux émissions d'OC serait un problème subtil de gouvernance, beaucoup plus qu'un « simple » problème de substitution d'actifs ancré dans la théorie de l'agence telle que développée par Jensen et Meckling (1976). En réalité, les OC seraient un moyen d'apprécier la qualité de la gouvernance des firmes. Selon Dutordoir *et al.* (2014b), deux hypothèses peuvent

être testées. D'un côté, ce sont les firmes à faible gouvernance qui sont les plus susceptibles d'émettre de la dette ou des capitaux propres. Les mécanismes classiques de gouvernance étant défaillants (aussi bien dans les pays de droit coutumier que de droit civil), les entreprises s'en remettent à l'émission d'instruments financiers afin d'encadrer les comportements des acteurs. C'est le cas des dirigeants enracinés qui souhaitent échapper à la discipline du marché en gardant le contrôle de leurs pouvoirs et bénéfices par des conversions forcées par exemple. D'un autre côté, ce sont les firmes les mieux gouvernées qui peuvent émettre des OC, compte tenu de leur maturité, du type d'actionnariat ou des spécificités de leurs pays/marchés. Le résultat de leur recherche est sans appel : l'émission des OC constitue un dispositif alternatif aux mécanismes de gouvernance uniquement lorsqu'ils ont été conçus dans une optique de substitut et non de complément comme peut l'être un comité d'audit pour un conseil d'administration ou un pacte d'actionnaires.

Une classification des instruments financiers fondée sur des critères de gouvernance aurait pour mérite d'une part de répondre aux cadres théorique et conceptuel existants et, d'autre part, d'apporter une réponse opérationnelle à la norme IFRS 9 avec la notion de modèle économique (Obert, 2014). Si la littérature est foisonnante sur le modèle économique, le papier de recherche de 2013 publié par l'EFRAG, l'ANC et le FRC¹⁷, limite ce concept à sa dimension financière : *« Notre conception du terme modèle économique se concentre sur le processus de création de valeur d'une entité, c'est-à-dire comment l'entité génère des cash-flows »*. Pourtant, le modèle économique repose avant sur les intentions du dirigeant. Or, les évolutions dans le temps de ces intentions peuvent poser un problème de comparabilité. Il convient cependant de ne pas confondre comparabilité et uniformité de l'information financière. Gélard (2008) rappelle que, *« vouloir faire rentrer dans le même moule en y appliquant les mêmes règles, des événements et transactions différents relève de l'uniformité qui est le contraire de la comparabilité »*. Si l'IASB reste assez frileux avec ce concept (qu'il a lui-même introduit dans la norme IFRS 9 notamment), il est pourtant essentiel pour la pertinence de l'information car il facilite la prise de décisions, d'une part des émetteurs d'instruments financiers, d'autre part des investisseurs.

3.2 Vers une harmonisation des environnements réglementaires

¹⁷ EFRAG : European Financial Reporting Advisory Group ; ANC : Autorité des Normes Comptables ; FRC : Financial Reporting Council

3.2.1 L'incomplétude des contrats des titres hybrides

Un instrument financier est avant un contrat émis entre une firme et un apporteur en capital, que ce soit un actionnaire ou un créancier. Les caractéristiques juridiques des titres ordinaires (action ordinaire ou dette ordinaire) sont régulées par le droit financier propre au pays de chaque émetteur. Dès que l'instrument ne répond plus à l'un des critères d'échéance ou de montant, nous avons affaire à un instrument hybride que l'IASB a décliné selon son approche liquidité/risque dans la norme IAS 32. Or, ce qui définit précisément les titres hybrides, c'est qu'ils affichent des attributs complexes ou anormaux. Ces titres sont caractérisés par des durées longues (cas des Titres Super-Subordonnés), voire illimitées (cas des rentes perpétuelles). Ces contrats peuvent faire l'objet de changements/contingences imprévu(e)s (cas des CoCos ou des actions rachetables ou des BSA) et de rémunération indexée ou fixe (actions préférentielles à effet cumulatif classées en dettes). La relation autorité-subordination est au cœur du dispositif afin de gérer non pas une situation risquée, c'est-à-dire probabilisable, mais une situation incertaine qu'il est impossible d'évaluer voire d'envisager. Tous ces éléments, à l'origine de la formation des instruments hybrides, se caractérisent par une incapacité à prévoir au départ le scénario de débouclage ou non d'une situation. Ils sont constitutifs de la théorie des contrats incomplets.

Déclinée initialement par Oliver Hart¹⁸ qui voulait résoudre les problèmes d'asymétrie d'information et d'aléa moral pour comprendre notamment la structure financière des firmes à partir des contrats de dettes, la théorie des contrats incomplets a été développée par la suite par les articles fondateurs de Grossman et Hart (1986), Hart et Moore (1990 ; 1998) et Hart (1975). Elle repose sur la résolution d'une carence et d'une imperfection de l'information. Il ne s'agit pas seulement une question d'asymétrie comme l'expose la théorie de l'agence. Cette théorie s'intéresse aux liens contractuels qui lient émetteurs et investisseurs afin d'apporter une réponse *ex post* à une situation de contrôle *ex ante*. Deux éléments sous-tendent cette théorie : le caractère observable mais non vérifiable du contrat (par exemple de la part d'un magistrat dans le cadre d'un acte juridique) et l'absence de négociation possible du contrat par un tiers (cas du marché de gré à gré, OTC).

L'incomplétude se définit comme l'impossibilité de prévoir ou même de spécifier dans un contrat toutes les situations futures possibles (Chemla et Milone, 2017). Alors qu'une dette

¹⁸ Olivier Hart a reçu le Nobel en 2016.

classique ou une émission d'actions ordinaires répondent à la définition d'un contrat complet, une dette hybride permet à l'émetteur – qui prend la décision de l'émettre – de détourner l'action disciplinaire du contrat (absence de *covenant* par exemple) en ne pouvant s'engager ni sur les profits à venir de l'entreprise, ni sur la rémunération du contrat émis (cas d'un TSDI par exemple). Il s'agit du phénomène bien connu du *hold-up* qui entraîne des comportements opportunistes de la part des dirigeants (Klein *et al.*, 1978).

Par ailleurs, la conception d'un instrument financier complexe reste une énigme dans l'allocation contingente des droits de propriété. La détention des droits de contrôle (droits sur les décisions explicites ou non explicites spécifiés ou non par le contrat) fait du détenteur de ces droits le véritable propriétaire de la firme. Il s'agit bien d'un problème de contrôle contingent qui reste *in fine* entre les mains de l'émetteur si ce dernier ne fait pas défaut. En revanche, si une entreprise venait à être défaillante, le processus le plus efficace serait de convertir les dettes en actions ou en options (*puttable* instrument) afin de la vendre et de se libérer de tout endettement. Comme le soulignent Chemla et Milone (2017), le contrat sur lequel repose l'instrument financier devient alors un outil de protection de l'entreprise à l'encontre de ses créanciers. C'est ce dispositif qui est acté dans le *Chapter 11* aux Etats-Unis sur le droit de la faillite. Par exemple, si les dirigeants anticipent une évolution défavorable de la structure financière, les OC permettent d'éviter les coûts de défaillance liés à une nouvelle émission de dettes. L'enjeu qui est soulevé avec l'incomplétude des contrats hybrides est d'un côté, l'absence de contractualisation de la rémunération et d'un autre côté, les droits de contrôle attachés. Or, cette allocation des droits de vote¹⁹ est simultanément au cœur des enjeux de la réglementation financière, en particulier pour réguler le niveau des fonds propres des institutions financières avec les accords bâlois par exemple (Hart et Zingales, 2011). L'IASB aurait dû s'inspirer des travaux menés sur l'incomplétude des contrats pour apporter une réponse au DP FICE, plutôt que de vouloir tenter de proposer des réponses techniques à chaque « nouveaux cas de figure » d'instruments hybrides rencontrés, rendant au final un texte confus, aux conséquences importantes (environ 120 Mds de titres hybrides classés comme action retraités en dettes) et sans fondement conceptuel.

¹⁹ L'allocation des droits de vote a une influence majeure sur la répartition du contrôle d'un dirigeant (émetteur). En France, la loi Florange 2014-384 autorise le doublement des droits de vote. On peut citer le document de référence de Vivendi (2017) : « *La comptabilisation de la durée de l'inscription nominative débute à compter de la date d'entrée en vigueur de la loi Florange, soit le 2 avril 2014. En conséquence, à compter du 3 avril 2016, les actionnaires de Bolloré bénéficient de plein droit, dès lors que les conditions requises par la loi sont réunies, d'un droit de vote double* ».

3.2.2 De la notion de contrôle à une gouvernance élargie de la dette

Le contrôle légalement exercé par les créanciers sur les dirigeants est plutôt bénéfique aux actionnaires sur le long terme, en cohérence avec les attentes du marché (action disciplinaire de la dette). Mais ce rôle coercitif concerne beaucoup plus les dettes de court terme que les dettes de long terme, voire celles qui n'ont pas d'échéance comme les dettes perpétuelles. C'est la preuve que la violation des clauses des *covenants* n'a des effets négatifs qu'à très court terme sur les cours des actions des sociétés émettrices. Une relecture de la théorie de l'agence – complétée et modifiée – s'impose à travers le cadre conceptuel pour rendre compte du rôle modérateur joué par les créanciers dans la gouvernance des entreprises (Bala, 2018).

La notion de *contrôle* s'impose en fil rouge dans le référentiel IFRS dans la plupart des dernières normes comptables internationales émises (IFRS 10, IFRS 15 et IFRS 16 en particulier) au détriment d'une analyse fondée sur les risques et avantages. D'une part, appliquée aux instruments financiers, cette notion de contrôle aurait eu pour mérite de recentrer la discussion à partir de cadres théoriques renouvelés tels que la théorie partenariale au sens de Freeman (1984). Cette analyse aurait été particulièrement pertinente au moment où l'IASB s'intéresse aux critères extra-financiers et où la définition de l'objet social de l'entreprise est en pleine évolution suite à la promulgation de la loi PACTE en France. D'autre part, dans le cadre de la gouvernance d'entreprise fondée sur la loi ou sur les codes de bonnes pratiques, la notion de contrôle aurait eu le mérite de faire converger les aspects organisationnels, financiers et juridiques des instruments hybrides.

Le modèle actuel de l'IASB ne prend pas en compte les enjeux de gouvernance et les modalités de subordination imposées par les aspects juridiques des titres hybrides. A titre d'illustration, et afin de voir les errements des normes IFRS où la forme prend le pas sur le fond concernant les dettes perpétuelles²⁰, on peut examiner les comptes consolidés d'Air France – KLM (document de référence 2017).

Passif et capitaux propres (en millions d'euros)	Notes	2017	2016
Capital	28.1	429	300
Primes d'émission et de fusion	28.2	4 139	2 971
Actions d'autocontrôle	28.3	(67)	(67)

²⁰ Voir la Lettre Vernimmen (2018)

Titres subordonnés	28.4	600	600
Réserves et résultat	28.5	(2 099)	(2 520)
Capitaux propres (Propriétaires de la société mère)		3 002	1 284

« Le Groupe a réalisé, au cours de la première quinzaine d’avril 2015, une émission obligataire subordonnée perpétuelle d’un montant total de 600 millions d’euros. Ces titres, de maturité perpétuelle et portant un coupon annuel de 6,25%, disposent d’une première option de remboursement en octobre 2020 au gré de l’émetteur. Ils sont comptabilisés en capitaux propres, conformément aux dispositions prévues par les normes IFRS. Cette obligation est subordonnée à toutes les dettes Air France - KLM existantes ou à venir ».

Dettes financières

(en millions d’euros)

	2017	2016
Emprunt subordonné à durée indéterminée en Francs suisses	315	349

« Le montant de l’emprunt subordonné s’élève à 375 millions de Francs suisses, soit 315 millions d’euros au 31 décembre 2017. Cet emprunt est remboursable à certaines dates, **à la main du Groupe**, pour un prix situé entre sa valeur nominale et 101,25% (en fonction de l’obligation et de la date de remboursement anticipé). Cet emprunt est soumis au versement d’un coupon considéré à taux fixe (5,75% sur 270 millions de Francs suisses et 0.75% sur 105 millions de Francs suisses). Cet emprunt est subordonné à toutes les dettes existantes ou à venir de KLM ».

La stipulation des clauses sur l’instrument émis brouille le message en matière de lecture et de compréhension de la structure financière des firmes. Comme le soulignent Quiry et LeFur (2018), « il suffit qu’il y ait une clause de majoration du taux d’intérêt payé par l’émetteur dans le cas où il n’exerce pas sa faculté de remboursement par anticipation (le plus souvent au bout de 5 ans) pour que, en normes IFRS, on puisse enregistrer ce produit de dettes en capitaux propres »²¹.

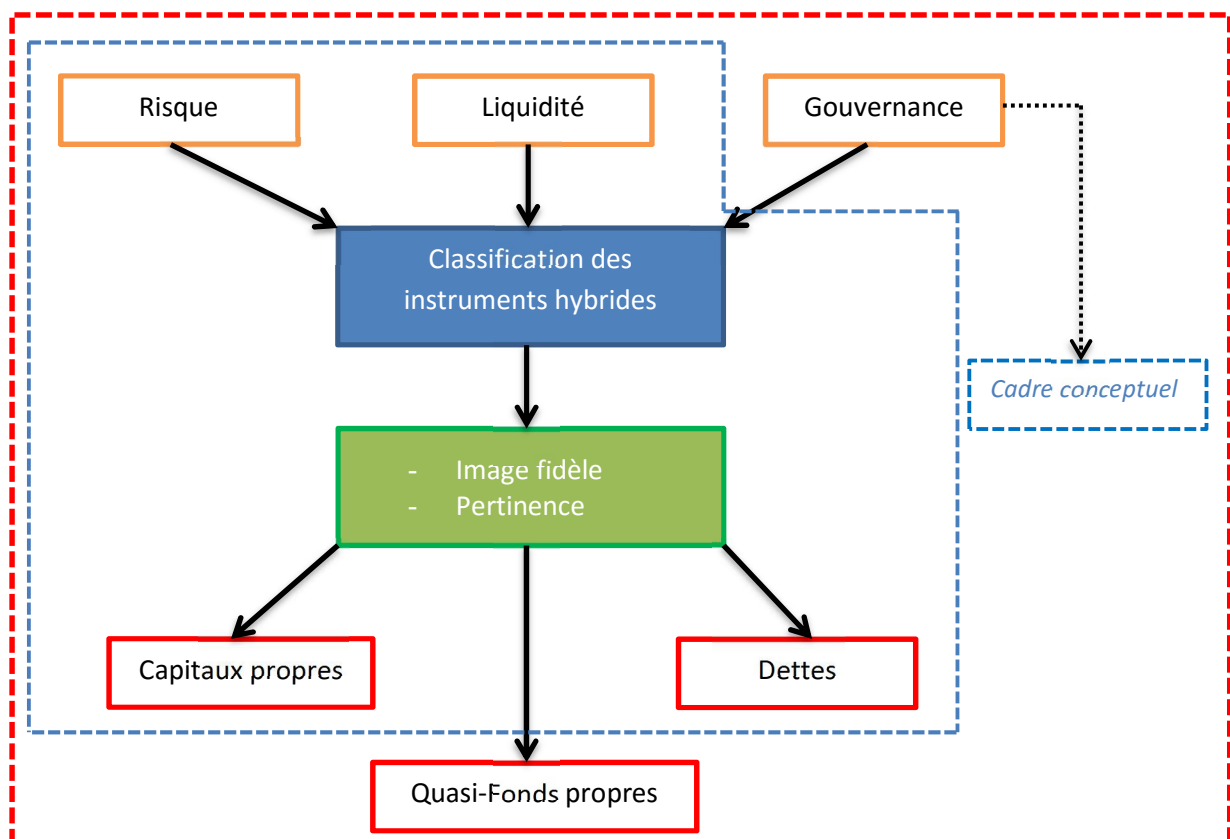
Alors que l’approche risque/liquidité oppose émetteurs et investisseurs, une déclinaison de la notion de contrôle et du modèle économique par la gouvernance permettrait :

²¹ Groupe Casino, Document de référence 2017 : « En début d’année 2005, le Groupe a émis 600 000 titres “super subordonnés” à durée indéterminée (TSSDI) représentant une valeur de 600 millions d’euros. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l’initiative du Groupe et sa rémunération est subordonnée au versement d’un dividende au titre des actions ordinaires au cours des 12 derniers mois. Ces titres portent intérêt au taux de Constant Maturity Swap à 10 ans + 100 bp (le taux ne peut pas excéder 9 %). En 2017, le coupon moyen s’est établi à 1,71 %. Le Groupe a procédé le 18 octobre 2013 à la mise sur le marché d’une émission obligataire hybride perpétuelle de 750 millions d’euros portant sur 7 500 titres. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l’initiative du Groupe avec une première possibilité le 31 janvier 2019. Ces titres portent intérêt avec un coupon à 4,87 % jusqu’à cette date. Ce taux sera ensuite revu tous les cinq ans. En raison de leurs caractéristiques particulières, de durée et de rémunération, ces instruments sont classés en capitaux propres en comptes consolidés, pour un montant de 1 350 millions d’euros ». En comptes sociaux, ces montants apparaissent hors capitaux propres, sur une ligne séparée en Autres Fonds Propres et les intérêts à payer sont présentés dans la rubrique “Dettes financières diverses”.

- D'un côté, de relier la position des émetteurs aux principales théories financière dans lequel est ancré au final le cadre conceptuel des IFRS (notamment avec la théorie de l'agence). Il s'agirait d'une gouvernance par les capitaux propres.
- D'un autre côté, de séquencer la structure de la dette ce qui permettrait une meilleure lecture pour les investisseurs et les agences de notation (en mobilisant la théorie des contrats incomplets, des droits de propriété et des incitations). Il s'agirait d'une gouvernance par la dette.

En présentant sur une ligne distinctive dans le bilan de l'émetteur et en justifiant dans les annexes (*Notes to the Accounts*), les incidences financières (effets relatifs et dilutifs de l'instrument financier hybride sur le contrôle, etc.), juridiques (droits de vote, répartition et géographie du capital, etc.), et fiscales, et en déclinant une approche par la gouvernance explicitement dans le DP FICE et implicitement dans le cadre conceptuel, il est possible d'aboutir à l'architecture du graphique 1 présenté ci-dessous.

Graphique 1 – Proposition d'un cadre de gouvernance



En amont du DP FICE, on peut regretter que le normalisateur international ne souhaite pas proposer un schéma comptable spécifique aux établissements financiers. En effet, les aspects prudentiels et réglementaires sont importants et polluent souvent un débat qui pourrait avoir lieu au niveau des autres formes d'organisations. Les régulateurs (ACRP, Comité de Bâle, etc.) prônent avant tout une quantification des risques des instruments, sans prise en compte de l'intérêt stratégique et des conséquences sur la géographie du capital (effet de relation ou de dilution du capital), générant ainsi une incertitude sur la rémunération et le coût du capital. C'est pourtant sur ce dernier point que le débat sur la classification des instruments financiers prend tout son sens.

4. Conclusion

Comme le soulignent Quiry et LeFur (2018), « *le rôle de pierre angulaire des capitaux propres dans le financement des entreprises est tel qu'il faut appeler un chat un chat, et des dettes des dettes* ». La complexification dans lequel l'IASB a opéré le classement des instruments de dettes et de capitaux propres depuis plusieurs années par des nouvelles normes, des textes interprétatifs, des amendements divers, des *Discussion Papers*, etc. rend la lecture des comptes consolidés confuse, énigmatique et en opposition avec d'autres référentiels comptables nationaux, comme les US GAAP. Alors que le normalisateur international a mobilisé à travers son cadre conceptuel et/ou certaines normes (cas d'IFRS10 avec la relation agent/principal) des éléments de théorie financière, il serait temps qu'il révise certains dépassements de cette même théorie financière, en allant puiser des éléments de finance institutionnelle et organisationnelle. Il faudrait qu'il reprenne la norme IAS32 et accepte les préconisations de l'EFRAG de novembre 2018 en imposant sur une ligne distincte tous les instruments hybrides, comme c'est le cas dans le plan comptable français avec la rubrique Autres Fonds Propres. Agences de notation, investisseurs, et parties prenantes seraient gagnants tant au niveau de la forme que du fond. Cela permettrait en même temps au normalisateur de réviser son cadre conceptuel ou d'imposer dans IAS32 et/ou IFRS9, une lecture plus optimale des contrats financiers émis. Comme le souligne Fares (2005), « *l'approche en termes de contrats incomplets est en passe de devenir un nouveau paradigme en économie. Elle se retrouve maintenant dans l'analyse de la structure financière de la firme* ». Cette théorie des contrats incomplets n'est qu'une continuité de la relation d'agence, combinée avec la théorie des droits de propriété. Autrement dit, elle apporte un éclairage plus fin à l'arbitrage de la classification dettes/capitaux propres

grâce à la notion de contrôle tout en mettant en exergue la théorie des incitations économiques proposée par Tirole (1999).

5. Bibliographie

- Aboulmaaty, H., Barneto, P., Keiser, J., Ouvrard, S., Rannou, Y., (2018), Titres hybrides et référentiels comptables : une comparaison internationale, *Actes du 39^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité*, Nantes, 2018.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., Williamson, R., (2009), Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences, *Review of Financial Studies*, 22, p. 3171-3209.
- APB14-1: «*Accounting for Convertible Debt Instruments That May Be Settled in Cash upon Conversion (Including Partial Cash Settlement)* ».
- Baker, M., Wurgler, J., (2002), Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57, p. 1-32.
- Bala, E., (2018), *Are Creditors and Shareholders Friends or Foes? Three Empirical Studies on Covenant Violations*, PhD Universa, Febuary.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., (2011), *Principles of Corporate Finance*, 10th edition. McGraw-Hill Irwin, New York.
- Brennan, M., et Kraus, A., (1987), Efficient Financing under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, 42, p. 1225-1243.
- Brennan, M.J., Schwartz, E.S., (1988), The Case for Convertibles, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, p. 55-64.
- Cailliau, J.C., (1990), Vers un cadre conceptuel de la comptabilité d'entreprise, *In Réflexions sur la comptabilité, Hommage à Bertrand d'Illiers*, Economica, Paris.
- Chemla, G., Milone, M., (2017), Oliver Hart – La finance vue à travers la théorie des contrats incomplets, *In Les Grands Auteurs en Finance, Albouy M., et Charreaux G.*, éditeurs, Ed. EMS, p.530-553.

- Christensen, D.G., Faria, H.J., Kwok, C.C.Y., Bremer, M., (1996), Does the Japanese stock market react differently to public security offering announcements than the US stock market? *Japanese World Economy*, 8, p. 99-119.
- Couret A., Deveze J., Hirigoyen G., Parachkevova, I., (2016), *LAMY Droit du financement*, Paris, Lamy SA.
- De Jong, A., Duca, E., Dutordoir, M., (2013), Do convertible Bond Arbitrageurs Cater to Investor Demand? *Financial Management*, 42, p. 41-78.
- De Jong, A., Rosellon, M., Verwijmeren, P., (2006), The Impact of IAS32 on Preference Shares in the Netherlands, *Accounting in Europe*, 3, 1, p.169-185.
- Dinsmore, T., O’Keeffe, J., Dinsmore, J., (2018), A Review of the Convertible Securities Market, *Gabelli Funds White Paper*, 30 June.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., (2007), Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 86, p. 1-39.
- Donaldson, G., (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*, Cambridge, Harvard Business School, Division of Research, Harvard University.
- Dutordoir, M., Van de Gucht, L., (2009), Why do Western European Firms Issue Convertibles instead of Straight Debt or Equity ? *European Financial Management*, 15, p.563–583.
- Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J., Veld, C., (2014a), What we do and do not Know about Convertible Bond Financing? *Journal of Corporate Finance*, 24, p.3-20.
- Dutordoir, M., Li, H., Liu, F.H., Verwijmeren, P., (2016), Convertible bond announcement effects: Why is Japan different? *Journal of Corporate Finance*, 37, p.76-92.
- Dutordoir, M., Strong, N., J., Ziegen, M.C., (2014b), Does corporate governance influence convertible bond issuance? *Journal of Corporate Finance*, 24, p.80-100.
- EFRAG (2018), Visualising FICE – A Closer Look at Presentation and Disclosure, November EITF 90-19: « *Convertible Bonds with Issuer Option to Settle for Cash upon Conversion* ».
- Engle, E., Erickson, M., Maydew, E., (1999), Debt-Equity Hybrid Securities, *Journal of Accounting Research*, 37, 2, p.249-274.
- EY, (2018), IASB Issues discussion paper Financial Instruments of Characteristics of Equity, *IFRS Development*, 135, July.
- Financial Times (FT), (2018), US Convertible Debt Splurge Reflects Tech Shares Rally, August 15, <https://www.ft.com/content/7c53d61c-9eff-11e8-85da-eeb7a9ce36e4>.
- Freeman, R.E., (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- Gallais-Hamonno, G., Zamfirescu, N., (2002), Espérance de vie contre espérance des flux dans le cas des Rentes Viagères de montants inégaux : l’exemple de la loterie tontine de 1743, *Journées Internationales d’Economie Monétaire et Bancaire*, Lyon.
- Gélard, G., (2008), Cadre conceptuel de l’IASB : Trouver un équilibre entre les caractéristiques qualitatives, *Revue Française de Comptabilité*, n°412, juillet-août.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., (2001), The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics*, 60, p. 187-243.
- Green, R., (1984), Investment Incentives, Debt, and Warrants, *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 115-136.
- Grossman, S.J., Hart, O.D., (1986), The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy*, vol. 94, 4, p.691-719.
- Hart, O.D., (1975), On the Optimality of Equilibrium when the Market Structure Is Incomplete, *Journal of Economic Theory*, 11, 3, p. 418-443.
- Hart, O.D., Moore, J., (1990), Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of Political Economy*, 98, 6, p. 1119-1158

- Hart, O.D., Moore, J., (1998), Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt, *Quarterly Journal of Economics*, 113, 1, p. 1-41.
- Hart, O.D., Zingales, L., (1991), A New Capital Regulation for Large Financial Institutions, *American Law and Economics Review*, 13, 2, p. 435-490.
- Hirigoyen G., (1992), *Ingénierie financière et finance d'entreprise*, In Mélanges en l'honneur de Jean-Guy Mérigot, Economica.
- IASB, (2008), *Puttable Financial Instruments and Obligations Arising on Liquidation (Amendments to IAS 32 and IAS 1)*, 14 February.
- IASB, (2018), Financial Instruments of Characteristics of Equity, *Discussion Paper*, June
- Isagawa, N., (2000), Convertible Debt: An Effective Financial Instrument to Control Managerial Opportunism, *Review of Financial Economics*, 9, pp. 15-26.
- Jensen, M., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 2, p. 323-339.
- Jensen, M., Meckling, W., (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kimmel, P., Warfield, T.D., (1995), The Usefulness of Hybrid Security Classifications: Evidence from Redeemable Preferred Stock, *The Accounting Review*, 70, 1, p.151-167.
- Klein, B., Crawford, R.G., Alchian, A.A., (1978), Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, *Journal of Law and Economics*, 21, 2, p. 297-326.
- Koziol, C., Lawrenz, J., (2012), Contingent Convertibles: Solving or Seeding the next Banking Crisis? *Journal of Banking and Finance*, 36, p. 90-104.
- Kraus, A., Litzenberger, R., (1973), A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, 28 (4), p. 911-922.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (1998), Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113–1155.
- Levi, S., Segal, B., (2015), The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities, *European Accounting Review*, 24, p. 801-822.
- Lewis, C., Rogalski, R., Seward, J., (2001), The Long-Run Performance of Firms that Issue Convertible Debt: An Empirical Analysis of Operating Characteristics, Analyst Forecasts, and Risk Effects, *Journal of Corporate Finance*, 7, p. 447-474
- Mayers, D., (1998), Why Firms issue Convertible Bonds: the Matching of Financial and Real Investment Option, *Journal of Financial Economics*, 47, p. 83-102.
- Modigliani, F., Miller, M., (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48 (3), p. 261-297.
- Modigliani, F., Miller, M., (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, pp. 433-443.
- Mourgues, N., (1996), *Capitaux propres et quasi-fonds propres*, Paris, Economica.
- Myers, S., (1977), Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, p. 147-175.
- Myers, S., (1984), Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, 3, p. 574-592.
- Myers, S., (1993), Still Searching For Optimal Capital Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 1, p. 4-14.
- Myers, S., Majluf, N., (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.
- Obert, R., (2014), Le rôle du business model dans les états financiers, *Revue Française de Comptabilité*, n° 473, février.
- Paton, W., (1922), *The Accounting Theory*, New York, The Ronald Press Company
- Paton, W.A., (1922), *Accounting Theory*, The Ronald Press.
- Quiry, Y., LeFur, P., (2018), Les errements des IFRS, *Lettre Vernimmen* 163, décembre.

- Ross, S., (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, 8, p. 23-40
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., (2012), *Corporate Finance*, Mc Graw Hill Education, 10th Edition, 1072 p.
- Sakr, T., (2009), *Les quasi-fonds propres : rôle et place dans l'exercice du pouvoir des dirigeants et leurs stratégies d'enracinement*, thèse de doctorat, université de Bordeaux 4.
- Schmidt, M., (2013), Equity and Liabilities – A Discussion of IAS32 and a Critique of the Classification, *Accounting in Europe*, 10, 2, p. 201-222.
- SFAS 150: «*Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity*».
- Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, p.737-783.
- Standard & Poor's (2008), *Hybrid Capital Handbook*, Standard & Poor's Ratings Services Publications.
- Stein, J., (1992), Convertible Bond as "Back Door" Equity Financing, *Journal of Financial Economics*, 32, p. 3-21.
- Tirole, J., (1999), Incomplete Contracts: Where do we Stand? *Econometrica*, 67, 4, p.741-781.