



## **Structure financière et recours aux titres hybrides : le cas des sociétés du SBF 120**

Pascal Barneto, Stéphane Ouvrard, Yves Rannou

### **► To cite this version:**

Pascal Barneto, Stéphane Ouvrard, Yves Rannou. Structure financière et recours aux titres hybrides : le cas des sociétés du SBF 120. *Gestion* 2000, 2022, 38, pp.19 - 38. <10.3917/g2000.384.0019>. <hal-03582746>

**HAL Id: hal-03582746**

**<https://hal.science/hal-03582746v1>**

Submitted on 21 Feb 2022

**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

# **Structure financière et recours aux titres hybrides : le cas des sociétés du SBF 120**

**Pascal BARNETO\***

**Stéphane OUVRARD\*\***

**Yves RANNOU\*\*\***

## **Résumé**

L'objet de ce papier est d'examiner le financement des sociétés appartenant à l'indice SBF 120 sur la période 2010-2018. La question de recherche est de savoir si le recours aux titres hybrides a une incidence sur la structure financière des groupes en normes IFRS (International Financial Reporting Standards). Deux catégories de titres hybrides sont utilisées : ceux appartenant à la famille des TSDI (Titres Subordonnés à Durée Indéterminée) et ceux appartenant à la famille des OC (Obligations Convertibles). Notre étude souligne que : (i) seulement 53% des sociétés cotées ont utilisé un instrument hybride sur la période étudiée ; (ii) il existe une différence de classification comptable de ces instruments dans 25% des cas, entre les comptes consolidés en normes IFRS et les comptes individuels de la société mère en normes françaises ; (iii) le montant global des titres hybrides émis est trop faible pour révéler une incidence sur les structures financières et sur la classification comptable des émetteurs.

## **Mots-clés**

Capitaux propres – Dettes financières – Instruments hybrides – IFRS – Plan Comptable Général (PCG)

## **Classification JEL**

G32 ; K22 ; M41

\* Université de Bordeaux – IRGO, 35 avenue Abadie 33072 Bordeaux cedex, France.  
*Email* : [pascal.barneto@u-bordeaux.fr](mailto:pascal.barneto@u-bordeaux.fr) (correspondance)

\*\* KEDGE Business School, 680 avenue de la Libération, 33405 Talence, France.  
*Email* : [stephane.ouvrard@kedgebs.com](mailto:stephane.ouvrard@kedgebs.com)

\*\*\* ESC Clermont Business School – CleRMA, 4 boulevard Trudaine, F-63000 Clermont-Ferrand, France.  
*Email* : [yves.rannou@esc-clermont.fr](mailto:yves.rannou@esc-clermont.fr)

# **Financial structures and the use of hybrid financial instruments: the case of SBF 120 firms**

## **Abstract:**

The purpose of this paper is to examine the financing of companies belonging to the SBF 120 index over the 2010-2018 period. The research question is whether the use of hybrid securities has an impact on the financial structure of groups under IFRS (International Financial Reporting Standards). Two categories of hybrid securities are used: those belonging to the TSDI family (Subordinated Notes with Indefinite Term) and those belonging to the CB family (Convertible Bonds). Our study highlights that: (i) only 53% of listed companies used a hybrid instrument over the period studied; (ii) there is a difference in the accounting classification of these instruments in 25% of cases, between the consolidated financial statements disclosed under IFRS and the parent company's stand-alone financial statements published under French GAAP; (iii) the overall amount of hybrid securities issued is too small to reveal an impact on financial structures and on the accounting classification by issuers.

## **Keywords:**

Equity – Financial debt – Hybrid instruments – IFRS – French GAAP

## **JEL classification:**

G32 ; K22 ; M41

## Introduction

« *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* ». Ce constat cinglant de Quiry et Le Fur (2018) au sujet de la distinction entre dettes et capitaux propres n'a jamais été autant d'actualité. Pour preuve : alors que la crise sanitaire du COVID 19 met à mal la solvabilité d'un grand nombre d'entreprises, le Ministre de l'Economie Bruno Le Maire lance l'idée de l'émission de prêts participatifs afin de renforcer les capitaux propres des entreprises<sup>1</sup>. Dès juin 2018, le normalisateur comptable (IASB<sup>2</sup>) avait (re)lancé le débat<sup>3</sup> sur la manière de classer dans les bilans des firmes les instruments de capitaux propres et les instruments de dettes. L'enjeu concerne les produits financiers complexes tels que les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI), les titres perpétuels, les titres et les prêts participatifs, les obligations remboursables en actions (ORA), les obligations convertibles (OC), les obligations contingentes convertibles (CoCos), etc. Tous ces instruments, qualifiés d'hybrides, combinent avec subtilité des éléments issus de la finance, de la comptabilité, du droit, de la fiscalité et trouvent une justification dans les théories organisationnelles et institutionnelles.

Notre étude cherche à identifier quels instruments financiers hybrides ont été utilisés par les 120 premières sociétés françaises cotées sur Euronext au cours de la période 2010-2018. L'objectif est de savoir si le recours aux titres hybrides a une incidence sur la structure financière des groupes en normes IFRS (International Financial Reporting Standards). Par ailleurs, la différence de classification comptable entre les normes

---

<sup>1</sup>[https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/plan-de-relance/Renforcement-fonds-propres-tpe-pme-eti.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/plan-de-relance/Renforcement-fonds-propres-tpe-pme-eti.pdf); voir Dorison *et al.* (2020) ; Les Echos, 17 mars 2021, p.19.

<sup>2</sup> IASB : International Accounting Standards Board

<sup>3</sup> Il s'agit du *Discussion Paper/2018/1 Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) lancé en juin 2018 par l'IASB.

IFRS et les normes françaises pour certaines catégories de titres hybrides<sup>4</sup>, soulève d'autres interrogations sur l'analyse de la structure financière des firmes. La latitude laissée aux dirigeants des sociétés émettrices lors de la classification comptable de ces titres hybrides n'est pas neutre pour l'étude de la solvabilité et de la performance financière.

Les instruments financiers hybrides sont définis comme des instruments financiers qui se situent entre de la dette classique et le capital d'une entreprise. Deux critères identifient avant tout une dette (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 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.

Il est possible de recenser trois champs de recherche concernant le recours aux titres hybrides (Dutordoir et *al.*, (2014). Tout d'abord, les études qui tentent d'expliquer pourquoi les entreprises émettent des dettes hybrides au détriment des dettes classiques (Graham et Harvey (2001) ; Bancel et Mittoo (2004) ; Brown et *al.* (2012) ;

---

<sup>4</sup> Par exemple, en normes françaises, les obligations convertibles en actions (OCA) sont classées comptablement en dettes dans le compte 161 "emprunts obligataires convertibles" du PCG. Elles 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).

De Jong et *al.* (2013) ; Dong et *al.* (2013)). Ensuite, les travaux qui tentent d'évaluer les impacts de l'émission de ces titres (notamment les obligations convertibles) sur la richesse des actionnaires (Zeidler et *al.* (2012) ; De Jong et *al.* (2012) ; Duca et *al.* (2012) ; Henderson et Zhao (2014)). Enfin, l'étude des déterminants de ces titres constitue une voie de recherche alternative. Il peut s'agir d'examiner les clauses de protection des dividendes, la sous-tarification des OC, la délivrance de cash, les arbitrages sur le sous-jacent, les émissions d'obligations sans intérêts pour les start-ups, le *spread* de volatilité, etc. (Chemmanur et Simonyan (2010) ; De Jong et *al.*, (2011) ; Lewis et Verwijmeren (2011)). En résumé, toutes ces études empiriques sont ancrées dans des schémas théoriques qui ont évolué dans le temps, de manière souvent divergente. Prises isolément (théories de l'agence, du compromis, du financement hiérarchique, de l'enracinement, du *market timing*, du détournement des capitaux propres, etc.), ces théories se révèlent incomplètes, ne permettant pas de généraliser de résultats du fait de singularités institutionnelles et réglementaires, de spécificités géographiques et/ou de particularités fiscales nationales. D'ailleurs, la plupart de ces titres ne sont pas comparables d'un pays à l'autre. Il ne semble pas possible non plus d'avancer la supériorité de travaux fondés sur des méthodologies quantitatives par rapport aux approches qualitatives - ou inversement - ceci afin d'apporter une réponse claire au choix d'émission de titres hybrides (Dutordoir et *al.*, 2014).

Selon notre étude empirique faite entre 2010 et 2018, 53% des groupes du SBF 120 émettent au moins une fois sur la période un instrument hybride. La question de la classification comptable entre dettes et capitaux propres ne se pose réellement que dans 25% des cas. Notre étude empirique permet de mettre en exergue deux familles de titres hybrides : (i) les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) inscrits en

capitaux propres en normes IFRS et en quasi-fonds propres en normes françaises ;

(ii) les titres obligataires qui selon leurs caractéristiques et leurs clauses spécifiques (exemple : clause de *step-up*), se scindent entre dettes financières et capitaux propres, et relèvent de la catégorie des obligations convertibles (OC). Cette dernière famille de titres regroupe par ailleurs différentes sous-catégories comme les OCA, les OCEANE, les ORDINANE, les OE, les OBSAAR, etc.<sup>5</sup>. Le constat de notre étude est sans appel : les titres hybrides relevant des capitaux propres sont utilisés exclusivement par des grands groupes (Axa, BNP-Paribas, Edf, Engie, Total, etc.). Ils représentent un faible montant au regard du total des capitaux propres (13.39% en moyenne) et des dettes financières à long terme (19.66% en moyenne). Le choix de ces instruments s'explique avant tout par des pratiques sectorielles (contraintes réglementaires avec les accords de Bâle pour les banques, règles Solvency pour les compagnies d'assurances, etc.), des motivations fiscales (déductibilité des intérêts d'emprunts (Eiger et *al.*, 2015)), des opportunités comptables (*earnings management*) ou des enjeux de gouvernance (stratégie d'enracinement et maintien du pouvoir (De Angelo, 2021)).

Dans une première partie, une revue de la littérature permet de confronter les théories financières et organisationnelles actuelles avec les enjeux de la classification comptable, notamment en normes IFRS. Une seconde partie présente la méthodologie et les résultats de l'étude empirique. Une troisième partie permet d'aborder une discussion en proposant une classification des titres hybrides reposant sur la notion de contrôle à travers les principaux concepts théoriques à mobiliser.

---

<sup>5</sup> OCA : obligations convertibles en action ; OCEANE : obligations convertibles en actions nouvelles ou échangeables ; ORDINANE : obligations à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes ; OE : obligations échangeables ; OBSAAR : obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables.

# **1. Les titres hybrides dans la littérature : une réponse comptable à la théorie financière ?**

## **1.1. Les théories explicatives à l'émission de titres hybrides**

Les émissions d'obligations convertibles (OC) représentent les principales émissions de titres hybrides dans le monde (Dutordoir *et al.* 2014). Elles constituent un mécanisme pouvant réduire les coûts d'agence et les coûts de sélection adverse résultant des asymétries d'information (Huang *et al.*, 2019). La réduction des coûts d'agence peut être expliquée par deux grandes théories. D'une part, la théorie du transfert des risques (*Risk Shifting Theory*), avancée par Green (1984), centrée sur les conflits entre actionnaires et créanciers, explique pourquoi et comment les entreprises émettent de telles dettes afin de réduire les conflits potentiels. En maîtrisant les paramètres des obligations convertibles (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)<sup>6</sup> avance que les émissions d'OC permettent un enracinement du dirigeant afin de préserver sa position. Par le contrôle des mécanismes et clauses insérées dans les OC, les dirigeants peuvent accélérer la conversion de ces dettes lorsqu'un projet augmente la valeur de l'entreprise ou s'en abstenir dans le cas contraire. Le dirigeant qui s'enracine, n'entreprend pas de projets pour lesquels les flux de trésorerie seraient insuffisants pour assurer le remboursement de la dette. Par conséquent, les OC sont un outil qui permet d'éviter un risque de faillite mais aussi un risque de prise de contrôle hostile.

---

<sup>6</sup> 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.



Les titres hybrides sont conçus également comme un moyen de réduction de la sélection adverse. Tout d'abord, la théorie des capitaux propres détournés (*Back Door Theory*) de Stein (1992) explique que l'utilisation de titres hybrides est l'alternative la plus efficace pour atteindre une structure de financement optimale. Ensuite, la théorie du risque incertain (*The Risk Uncertainty Theory*), initiée par Brennan et Kraus (1987) puis Brennan et Schwartz (1988), énonce que les titres hybrides peuvent neutraliser le problème de l'asymétrie d'information qui survient lorsque les dirigeants et les investisseurs ne partagent pas les mêmes informations sur le risque. A travers les dettes hybrides, les firmes proposent une prime de risque inférieure à celle imposée par les actionnaires. Enfin, la théorie du financement séquentiel (*Sequential Financing Theory*) de Mayers (1988) considère ces titres comme un moyen de satisfaire les besoins de financement séquentiel de l'entreprise. A chaque étape, le dirigeant peut forcer la conversion des dettes financières et ainsi « nettoyer » le bilan par un transfert des dettes en capitaux propres.

Les travaux académiques ont justifié le recours aux titres hybrides par des émissions à des taux d'intérêt plus faibles obtenus grâce à l'option de conversion. Selon une étude menée par Graham et Harvey (2001), les résultats semblent peu convaincants, ne validant aucune théorie sauf à infirmer celle de Green (1984). Les caractéristiques innovantes des OC (maturité, prime de conversion, calibrage des taux, clauses, etc.) constituent pourtant un substitut aux dettes classiques pour les émetteurs qui ne peuvent plus avoir recours au marché (Verwijmeren *et al.*, 2020). Faire appel aux OC trouve alors une légitimité dans des situations de plus en plus complexes liées aux environnements juridiques et institutionnels. Cependant, Lewis *et al.* (2001) affirment que les émissions d'OC envoient des signaux négatifs pour la structure financière des firmes : la piètre performance de l'obligation cotée représenterait un frein à une future

augmentation de capital. Les facteurs macro-économiques permettent également d'expliquer le cadre favorable ou non du choix des OC tant du côté émetteur que du côté investisseur (De Jong *et al.*, 2013 ; Tyler *et al.*, 2020).

## **1.2. La classification comptable des titres hybrides**

« *Le critère permettant de distinguer dettes et capitaux propres est l'existence ou non d'une obligation pour l'émetteur de verser un paiement en espèces à sa contrepartie. Le fait d'avoir ou non l'initiative du décaissement est le critère essentiel de distinction entre dettes et capitaux propres* », (Klépierre, Document de référence 2018, p.71). A travers la promulgation de la norme IAS 32, l'IASB a retenu une distinction et une classification entre dettes et capitaux propres à partir d'une analyse en termes de risques et de trésorerie. 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. Ainsi, de nombreuses recherches ont tenté d'expliquer les arbitrages comptables dans la mesure où la classification découle de l'intention financière que l'on exerce en amont de l'utilisation d'un titre hybride (Lewis *et al.*, 2014). Selon Hopkins (1996), la classification n'est que le reflet de la solvabilité et de la liquidité. Si certains titres sont mieux compris que d'autres à ce jour, leur diversité et leur complexité interdisent toute généralisation d'explications car il n'existe aucune harmonisation au niveau européen et mondial (Dorison *et al.*, 2020). De plus, la grande hétérogénéité des titres hybrides crée des divergences voire des contradictions au niveau des états financiers en raison de clauses juridiques qui sont spécifiques à chaque pays.

Mourgues (1996) propose une classification des titres hybrides selon les normes comptables françaises en introduisant la notion de quasi-fonds propres. Ces titres ne

sont ni plus ni moins qu'une « passerelle » entre dettes et capitaux propres. Si la dette se rapproche de plus en plus des capitaux propres, voire se confond, les quasi-fonds propres deviennent très vite un substitut tant aux apports de fonds risqués non remboursables qu'aux apports de fonds prêtés (Sakr, 2009). Si le détenteur d'un instrument en capital a droit *in fine* à un boni de liquidation, il peut prétendre surtout à une reconnaissance non pécuniaire par un droit de vote. 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 à tout moment et le versement est souvent conditionnel.

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 appartiendrait de prendre en compte certaines catégories de passifs exigibles. Le critère prévalant à la classification comptable du titre pourrait être fondé sur le degré d'exigibilité et de potentialité en capitaux propres dans la mesure où certains titres peuvent ou non se transformer. En outre, les incidences juridiques et fiscales de ces titres sont également loin d'être mineures. En effet, l'intérêt d'émettre telle ou telle catégorie d'instruments peut s'expliquer par la possibilité de déduire fiscalement les frais financiers liés à un instrument de quasi-fonds propres, comme c'est le cas en France. Ce qui est loin d'être le cas à l'échelle internationale (Eiger et *al.*, 2015).

Cailliau (1990) s'interroge sur les hésitations des normalisateurs comptables à décliner une vision économique ou juridique des instruments hybrides. Son interrogation porte avant tout sur le rôle que l'on souhaite donner à la fonction redditionnelle de la comptabilité c'est-à-dire, au concept d'*accountability*. La comptabilité doit-elle avoir une utilité contractuelle vis-à-vis des différents créanciers (parties prenantes) ou doit-elle servir uniquement aux actionnaires lors de mécanismes d'évaluation ? Les normes comptables en général, et les IFRS en particulier, ont été avant tout conçues

pour rendre des comptes à des créanciers financiers<sup>7</sup>. Ce choix de les considérer comme les utilisateurs privilégiés des états financiers, pourrait être remis en question par une vision élargie de la gouvernance (*stakeholders' theory*).

Ainsi, entre les théories financières qui tentent de justifier le recours aux titres hybrides pour des raisons multiples (gouvernance, création de valeur actionnariale, etc.), et un système de normalisation comptable qui classe ces titres de manière dichotomique (capitaux propres ou dettes financières), il nous a semblé utile de comprendre si l'enregistrement comptable des titres hybrides en normes IFRS a une incidence sur la structure financière des sociétés cotées.

## **2. Etat des pratiques des entreprises cotées**

### **2.1. Données et méthodologie**

Les données utilisées font référence aux sociétés cotées, membres de l'indice SBF 120 au début de l'année 2019. Elles concernent la période 2010-2018, soit neuf années. Toutes les données ont été extraites des bases d'Infront Analytics, de Bloomberg et des documents de référence. Les banques et assurances ont été retirées en raison d'une structure de bilan différente. Suite à ce premier tri, notre échantillon restant correspond à 109 entreprises. Nous avons ensuite scindé les sociétés membres de l'indice SBF 120 en deux sous-groupes :

- d'une part, les sociétés de l'indice CAC 40 ;
- d'autre part, les 80 sociétés suivantes (indice dénommé NEXT 80).

Deux sociétés n'ont pas eu une continuité d'activité sur la période : Maison du Monde et TechniPFMC. Au final, il nous reste donc 36 firmes pour l'indice CAC 40 et 71

---

<sup>7</sup> Le terme *Financial Reporting* introduit en avril 2001 lors du remplacement de l'IASB par l'IASB est très évocateur du modèle de gouvernance sous-jacent au référentiel IFRS. En effet, le verbe « *to report to* » peut être traduit littéralement en français par « rendre des comptes à ».

sociétés pour l'indice NEXT 80, soit un total de 107 sociétés. Dans les bilans publiés en normes IFRS, il n'existe pas de ligne spécifique intitulée « quasi-fonds propres » ou « autres fonds propres ». De ce fait, la plupart des titres hybrides sont noyés dans diverses rubriques : les réserves, les autres éléments de capitaux propres, les dettes financières à long terme, les obligations convertibles, etc. Nous avons dû décortiquer une par une les annexes des comptes consolidés de chaque société pour les neuf années (963 documents examinés) afin de vérifier le traitement comptable de chaque instrument hybride. Il s'agit d'une analyse de données textuelles que nous avons par la suite transformée en tests statistiques univariés.

## **2.2. Montants et classements des titres hybrides utilisés**

Sur les 107 groupes de l'échantillon, 50 groupes (46.73%) n'ont utilisé aucun titre hybride sur la période étudiée, 57 groupes (53.27%) se sont financés avec au moins l'un. Un premier constat permet d'affirmer que l'utilisation des titres hybrides n'est pas importante dans le financement des sociétés du SBF 120 au regard des instruments de financement classiques. Le classement en capitaux propres ou en dettes des titres hybrides<sup>8</sup> dépend de l'analyse des caractéristiques de chaque instrument émis. Un instrument est considéré comme relevant des capitaux propres s'il n'inclut aucune obligation contractuelle de verser de la trésorerie ou tout autre actif financier. Ainsi, un instrument dont le remboursement est à l'initiative de l'émetteur et dont la rémunération est subordonnée au versement d'un dividende sera classé en capitaux propres. En analysant les documents de référence, les libellés exacts des titres

---

<sup>8</sup> Les actions de préférence (actions de performance, ADVD, etc.) qui relèvent de la catégorie des titres hybrides ne sont pas concernées dans le cadre de la présente étude car elles ne posent aucun problème de comptabilisation. Elles sont traitées comme des actions ordinaires. Il en est de même pour les ADR (*American Depositary Receipts*) émis par des sociétés cotées aux Etats-Unis comme Sanofi ou pour les ADS (*American Depositary Shares*) comme DBV Techn ou pour les FDR (*Fiduciary Depositary Receipts*) émis par SES Global.

hybrides utilisés et mentionnés dans les annexes des états financiers consolidés ont été recensés dans le tableau 1.

**Tableau 1 – Liste des titres hybrides et des sociétés émettrices**

<b>Titres</b>	<b>Sociétés émettrices</b>
TSDI (Titres subordonnés à durée indéterminée)	Accor – Air France-KLM – ArcelorMittal – Arkéma – Danone – Korian – Orange – Total – URW – Vinci
TSSDI (Titres super subordonnés à durée indéterminée)	Casino – EDF – Engie – Fnac Darty – Solvay – Véolia
TDIRA (Titres à durée indéterminée remboursable en actions)	Orange
TP (Titres participatifs)	Engie – Peugeot – Renault – Saint Gobain – Sanofi
BSA (Bons de souscription)	CGG – DBV Techno – Genfit – Peugeot – Publicis – Ubisoft
Put sur minoritaires	ADP – Alstom – Casino – Danone – EssilorLux – Ingénico – JCDecaux – Kéring – Nexity – Sopra Steria – Total – Valéo – Vicat – Vivendi – Wendel
Emprunt perpétuel	Saint Gobain
Emprunt subordonné	Europ M GRP – Michelin
ORA (Obligation remboursable en action)	Alstom
OCA (Obligation convertible en action)	Aperam – ArcelorMittal – Iliad – STMicroelectronics – Valéo – Vallourec
OCRN (Obligation convertible remboursable en numéraire)	Carrefour – Michelin
OE (Obligation échangeable)	Orange – Wendel
OBSA	Publicis – Vivendi
ORANE	Publicis
ORDINANE	Korian – Quadient
ORDINAN	Eramet
OBSAAR	Orpéa
OCEANE	Air France-KLM – Airbus – Capgémmini – CGG – Elis – Engie – Faurecia – Genfit – Ingénico – Korian – Michelin – Nexans – Nexity – Orpéa – Peugeot – Publicis – Rémy Cointreau – Safran – Soitec – Ubisoft – Véolia
ORNANE	Air France-KLM – Cap Gemini – Covivio – Nexity – Orpéa – URW
ORNAE	Seb

Au 31 décembre 2018, 16 sociétés présentaient dans leurs capitaux propres des TSDI, TSSDI, TDIRA et 5 sociétés utilisaient des titres participatifs (TP). Compte tenu de la faiblesse des échantillons sectoriels, il est impossible de relier un secteur d'activité à un instrument hybride utilisé. De nombreuses sociétés relevant du secteur informatique (Alten, Altran, Atos, Dassault Systèmes, etc.) ne se financent par aucun

de ces instruments même s'il existe quelques exceptions (Capgemini, Sopra Stéria, etc.). En revanche, il est possible de relever une certaine habitude en matière de politique financière. Certaines sociétés utilisent de manière récurrente et systématique le même type d'instruments. Par exemple, URW a émis des ORNANE<sup>9</sup> à plusieurs reprises : en 2012, 2014, 2015 ; Total dispose de six émissions de TSDI en 2018 dans ses comptes consolidés, réalisées au cours des années antérieures ; Orpéa utilise des emprunts obligataires plus complexes que la moyenne des sociétés ; etc. Il peut s'agir soit d'un effet d'expérience avec un mode de financement, soit de recourir à des partenaires financiers et/ou banquiers d'affaires spécialisés dans ce type d'instruments.

Nous n'avons pas pu identifier de différences significatives entre entreprises à actionnariat familial et entreprises managériales pour l'utilisation des titres hybrides. En effet, notre étude portant sur des comptes consolidés, nous n'avons pas pu remonter jusqu'aux sociétés holding actionnaires pour connaître la géographie du capital. De ce fait, on peut dénombrer autant de cas d'entreprises familiales que d'entreprises managériales qui utilisent telles ou telles catégories d'instruments. En revanche, on peut relever que les sociétés qui émettent des titres hybrides – notamment ceux qui impactent les capitaux propres comme les TSDI – ont pu rencontrer à un moment donné des difficultés financières (CGG, EDF, etc.), des problèmes de gouvernance (Air France-KLM, Orange, etc.) ou subir les conséquences d'une opération de fusion/acquisition/scission (Accor, Danone, etc.).

La présentation au bilan des instruments hybrides n'est pas identique entre les comptes consolidés du groupe et les comptes individuels de la société mère. Par exemple, Accor présente ses TSDI sur une ligne spécifique dans les capitaux propres de ses comptes consolidés et sur une ligne *Autres fonds propres* dans ses comptes

---

<sup>9</sup> Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes

individuels. En revanche, Engie n'affiche pas directement ses TSDI dans les capitaux propres (on ne les trouve qu'en lisant les annexes) mais les présente en dettes financières dans ses comptes individuels. Une analyse juridique des clauses insérées dans les différents types de TSDI permet de mieux comprendre ces choix comptables. Autre exemple : URW affiche clairement dans ses comptes sociaux sur des lignes distinctes « *Autres fonds propres* », les ORA (obligations remboursables en actions) et les titres hybrides (TSDI), mais présente les ORNANE en « *dettes financières* ». Dans les comptes consolidés d'URW, on note en capitaux propres une ligne intitulée « *Titres hybrides* » qui regroupe ORA et TSDI. Pour la majorité des groupes examinés, il n'est pas possible d'extraire en lecture directe une information sur leurs titres hybrides. Seules quatre sociétés de notre échantillon, qui émettent des TSDI, font apparaître de tels titres sur une ligne distincte de leurs capitaux propres (Accor, Air France – KLM, Orange et URW). Pour les autres sociétés, une analyse approfondie des annexes s'impose.

Les titres hybrides peuvent faire l'objet de regroupements en fonction de leur classification comptable (tableau 2). Si dans le PCG (Plan Comptable Général) français, la connexion entre droit et comptabilité reste forte, il n'en va pas de même dans le référentiel IFRS où prévaut le principe de prédominance de la réalité économique sur la forme juridique (*substance over form principle*).



**Tableau 2 – Classification comptable des titres hybrides**

Titres	En IFRS	En PCG Français
TSDI / TSSDI	Capitaux propres	Autres fonds propres
TDIRA	Capitaux propres/Dettes financières	Autres fonds propres
TP (Titres participatifs)	Dettes financières Retraitement possible depuis IFRS 9 en Capitaux Propres	Autres fonds propres
ORA, OCA, ORANE, OBSA, ORDINANE, ORDINAN, OBSAAR, OCEANE, ORNAE	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières

En fonction de cette classification comptable, l'incidence sur la structure financière n'est pas neutre. Une étude statistique des comptes de groupes en normes IFRS s'impose.

## 2.3. Résultats de l'étude

### 2.3.1 L'importance des capitaux propres

Le renforcement du poids des capitaux propres apparaît comme une tendance générale entre 2010 et 2018 au détriment de l'ensemble des dettes pour les 36 groupes de l'indice CAC40 (tableau 3). Cette observation est la conséquence de la hausse des bénéfices sur la période malgré une hausse de la distribution de dividendes et du rachat d'actions.

**Tableau 3 – Structure des capitaux propres CAC 40 versus NEXT 80**

Années	Ratio de CP CAC 40	Ratio de CP NEXT 80	Ratio de Capital Social CAC 40	Ratio de Capital Social NEXT 80
2010	35,59%	24,54%	11,58%	11,15%
2011	34,47%	24,31%	11,27%	9,97%
2012	34,62%	22,23%	11,39%	10,9%
2013	36,34%	27,15%	11,54%	9,11%
2014	36,22%	26,90%	11,55%	8,87%
2015	36,10%	27,00%	11,21%	9,00%
2016	36,19%	28,77%	9,19%	8,26%
2017	37,69%	31,32%	8,63%	6,91%
2018	37,95%	31,59%	7,98%	6,84%
Moyenne	36,13%	27,09%	10,48%	9,00%
Variance	1,391%	9,858%	2,100%	2,348%
<i>Test d'égalité des moyennes</i>				
Statistique t	8,085909311		2,106820108	
Valeur Critique de t	2,228138852		2,119905299	

avec Ratio de CP : le ratio des capitaux propres = total des capitaux propres/ total bilan ; Ratio de Capital Social : le ratio du poids du capital social du groupe = capital social / capitaux propres.

En moyenne, les capitaux propres représentent 36.13% du total du bilan alors que les dettes totales s'élèvent à 63.87%. La société qui affiche les fonds propres les plus importants est Total avec une moyenne de 82 Mds € sur la période 2010 à 2018. Elle est suivie par Sanofi avec 57 Mds €. La moyenne des fonds propres des 36 groupes du CAC 40 s'élève à 17 Mds €. Les sociétés ont toutes renforcé leurs fonds propres sur la période étudiée. On note par ailleurs un plus fort poids des capitaux propres dans le total du bilan des sociétés du CAC 40 par rapport à celles de l'indice NEXT 80 (environ 6 à 10 points de différence).

Le poids du capital social dans les capitaux propres a mécaniquement baissé en moyenne sur la période. Cette évolution est liée à la hausse des réserves, à la baisse des taux d'intérêt favorisant les opérations à effet de levier plutôt que les augmentations de capital, et aux opérations de rachat d'actions conduisant à des réductions de capital. Cette tendance s'explique également par des profitabilités exceptionnelles de certains leaders (Total, Sanofi, Engie, etc.). Des écarts significatifs constatés concernant le ratio capital social/capitaux propres, sont le reflet des stratégies des groupes en matière de croissance externe ou de croissance organique. Certains groupes présentent des montants de capital social relativement faibles : Essilor (43 M€), Hermès (54 M€) et Safran (83 M€). En revanche, Orange (10.6 Mds €), Vivendi (7.2 Mds €) et Arcelor-Mittal (6.6 Mds €) sont les trois groupes possédant le plus fort montant de capital. En 2018, le capital social représentait moins de 8% des capitaux propres des sociétés composant l'indice CAC 40. Le montant et le poids du capital social des groupes de l'indice NEXT 80 apparaissent nettement en retrait.

### *2.3.2. La structure de la dette totale*

L'endettement total moyen des groupes du CAC 40 a plutôt diminué sur la période 2010-2018. Les passifs courants (DCT, dettes à court terme), qui regroupent à la fois les dettes d'exploitation, les dettes de trésorerie et la partie des dettes financières à long et moyen terme échue à moins d'un an, sont passés en moyenne de 49.2% en 2010 à 53.57% en 2018. Cette hausse provient pour l'essentiel d'une augmentation des dettes d'exploitation et de la partie à court terme des dettes financières de long terme. Ces dernières ont eu tendance à augmenter en raison d'une baisse continue des taux d'intérêt et du retraitement comptable de certaines opérations de titrisation. Parmi les passifs non courants, les dettes financières à plus d'un an concernent essentiellement des emprunts bancaires et obligataires. Elles sont demeurées stables depuis 2015 et représentent en moyenne 26% du total du bilan sur la période étudiée (tableau 4).

**Tableau 4 – Structure de la dette CAC 40 versus NEXT 80**

Années	Ratio DT CAC 40	Ratio DT NEXT 80	Ratio DLT CAC 40	Ratio DLT NEXT 80	Ratio DCT CAC 40	Ratio DCT NEXT 80
2010	64,40%	75,46%	27,07%	29,45%	49,20%	38,45%
2011	65,52%	75,69%	27,47%	30,02%	48,92%	37,39%
2012	65,38%	77,76%	27,05%	29,49%	49,36%	37,15%
2013	63,66%	72,85%	26,55%	29,31%	51,34%	38,80%
2014	63,77%	73,09%	26,36%	29,55%	49,60%	38,21%
2015	63,89%	73,00%	25,34%	31,46%	51,27%	35,84%
2016	63,80%	71,23%	25,68%	31,62%	51,42%	37,98%
2017	63,31%	68,67%	25,41%	31,72%	53,46%	38,69%
2018	62,05%	68,41%	25,20%	32,38%	53,57%	38,72%
Moyenne	63,98%	72,91%	26,24%	30,56%	50,90%	37,91%
Variance	1,109%	9,856%	0,733%	1,480%	3,144%	0,947%
<i>Test d'égalité des moyennes</i>						
Statistique t	-8,091		-8,7094		19,2661	
Valeur Critique de t	2,1199		2,1447		2,17881	

avec, ratio de DT, ratio de dettes totales = (dettes de long terme + dettes de court terme / total bilan) ; ratio DLT, ratio de dettes à long terme = (dettes de long terme /total bilan) ; ratio DCT, ratio de dettes à court terme = (dettes de court terme /total bilan).

L'étude de la structure de la dette révèle une très grande différence entre les sociétés de l'indice SBF 120. Les sociétés de l'indice CAC 40 sont bien plus endettées à court terme qu'à long terme, alors que le poids de cet endettement est plus homogène pour les sociétés de l'indice NEXT 80. Les facteurs expliquant cette différence sont notamment :

- le recours aux opérations de titrisation par les firmes du CAC 40 ;
- le rééchelonnement des dettes de long terme avec la baisse de taux, qui rend les arbitrages (swaps de dettes) plus récurrents ;
- l'utilisation plus importante de produits dérivés comptabilisés à court terme ;
- un plus grand nombre d'entreprises à structure familiale dans l'indice NEXT 80 qui ont souvent moins recours à l'endettement que les firmes managériales.

### *2.3.3. La structure de la dette financière*

Le montant moyen des dettes financières totales s'est élevé de 10.8 Mds € en 2010 et à 12.23 Mds € en 2018. La proportion de dettes financières à long terme par rapport à celles à court terme a très peu évolué sur la période, avec une moyenne de 69% pour le long terme et de 31% pour le court terme. Une très forte diminution, de la part à moins d'un an des dettes financières de long terme, est observée. Cette baisse s'est accompagnée du renforcement des autres types de dettes financières à court terme, telles que les lignes de crédit mobilisées. La faiblesse des taux d'intérêt, combinée avec des modifications intervenues sur les marchés monétaires (produits de type NEU CP, accélération de la titrisation, etc.), sont les facteurs explicatifs. Le poids des dettes financières à court terme a augmenté de 20% sur la période, passant d'une enveloppe moyenne de 1.51 Mds € en 2010 à 2.59Mds € en 2018 (tableau 5).

**Tableau 5 – Ratios de dettes financières**

Années	Ratio DFLT / Total DF CAC 40	Ratio DFLT / Total DF NEXT 80	Ratio DFCT / Total DF CAC 40	Ratio DFCT / Total DF NEXT 80	Ratio Part CT des DFLT / DFCT CAC 40	Ratio Part CT des DFLT / DFCT NEXT 80	Ratio Total DF/ Total Bilan CAC 40	Ratio Total DF / Total bilan NEXT 80	Ratio DFLT / Total Bilan CAC 40	Ratio DFLT / Total bilan NEXT 80	Ratio DFCT / Total Bilan CAC 40	Ratio DFCT / Total bilan NEXT 80
2010	69,80	78,02	30,20	21,98	54,03	57,02	24,41	27,68	17,43	22,22	7,54	6,26
2011	70,23	77,17	29,77	22,83	52,37	57,68	25,05	28,54	18,00	22,72	7,63	6,72
2012	68,89	75,71	31,11	24,28	51,46	61,90	25,13	29,21	17,69	22,94	7,98	7,35
2013	68,32	76,10	31,68	23,89	50,06	62,50	24,19	26,94	16,90	21,35	7,84	6,74
2014	69,95	77,38	30,05	22,61	46,23	54,15	23,50	26,83	16,81	21,60	7,22	6,31
2015	69,11	79,88	30,89	20,12	43,94	64,45	22,97	28,32	16,19	22,97	7,23	5,78
2016	69,28	78,97	30,72	21,02	38,34	71,66	23,19	28,05	16,38	22,53	7,26	6,00
2017	69,10	79,68	30,90	20,32	37,26	61,54	22,48	26,88	15,83	21,78	7,07	5,55
2018	68,08	78,76	31,92	21,23	33,50	59,08	22,31	27,45	15,63	22,15	7,33	5,97
Moyenne	69,20	77,96	30,80	22,03	45,24	61,11	23,69	27,77	16,76	22,25	7,46	6,30
Variance	0,52	2,23	0,58	2,21	55,22	25,78	1,11	0,690	0,686	0,345	0,09	0,31
Test d'égalité des moyennes												
Statistique t	-15,889		15,920		-5,288		-9,119		-16,222		5,428	
VC de t	2,178		2,178		2,144		2,131		2,144		2,178	

avec, Total DF : dettes financières totales ; DFLT : dettes financières à long terme ; DFCT : dettes financières à court terme ; Part CT des DFLT : part à court terme des dettes financières à long terme.

Chacun de ces ratios financiers évolue de manière significative par rapport à sa moyenne. Ainsi, les structures financières des sociétés de l'indice NEXT 80 suivent les mêmes tendances que celles des sociétés du CAC, à savoir une hausse de l'endettement financier (+3,62% sur la période), mais principalement à long terme.

L'endettement financier net des sociétés du CAC 40 a augmenté en moyenne entre 2010 (6.51 Mds) et 2018 (7.20 Mds €), malgré la hausse du montant de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (tableau 6). Néanmoins, ce montant moyen cache des disparités très fortes. Si certains groupes (Engie, Orange, Total, etc.) ont des montants élevés dus à leurs activités et/ou à leur structure actionnariale, d'autres ont au contraire un endettement financier net négatif (c'est-à-dire qu'ils disposent de plus de trésorerie que de dettes financières), reflet du niveau de marges des activités. On peut citer Hermès, l'Oréal, mais aussi STM, Thalès ou Dassault Systèmes. Concernant les sociétés de l'indice NEXT 80, l'endettement financier brut a augmenté de +36,6% sur

la période et l'endettement financier net de +44%, ce qui laisse supposer que le niveau de trésorerie de ces sociétés s'est reconstitué entre 2010 et 2018.

**Tableau 6 – Endettement financier CAC 40 versus NEXT 80 (en Mds €)**

Années	Endettement financier brut CAC 40	Endettement financier brut NEXT 80	Endettement financier net CAC 40	Endettement financier net NEXT 80
2010	10,88	2,65	6,51	1,81
2011	11,82	2,66	7,65	1,85
2012	11,85	2,84	7,34	2,02
2013	10,91	2,76	6,76	1,84
2014	10,83	2,88	6,47	1,84
2015	10,80	3,17	6,14	2,03
2016	11,42	3,24	6,33	1,95
2017	11,20	3,34	6,14	2,43
2018	12,23	3,62	7,20	2,62
Moyenne	11,32	3,02	6,75	2,04
Variance	28,19%	11,49%	33,70%	8,32%
<i>Test d'égalité des moyennes</i>				
Statistique t	-8,091	-8,7094		
Valeur Critique de t	2,1177	2,0587		

Endettement financier net = endettement financier brut – trésorerie et VMP

A l'issue de cette analyse, il est possible de constater les points suivants :

- la structure financière des groupes de l'échantillon n'a pas évolué de manière homogène. Alors que l'on observe un renforcement du poids des fonds propres pour les sociétés du CAC 40, on assiste au contraire à une baisse de ce dernier en ce qui concerne les sociétés de l'indice NEXT 80 ;
- les dettes financières à court terme sont beaucoup plus importantes pour les sociétés du CAC 40, comparativement à celles de l'indice NEXT 80 ;
- si la part des dettes financières à LT remboursées à CT a diminué pour les sociétés du CAC 40, l'effet inverse s'est produit pour les sociétés de l'indice NEXT 80 ;
- le degré de sophistication de l'endettement financier est plus élevé pour les sociétés du CAC 40, traduisant ainsi un recours plus accru à des produits financiers complexes.

### 2.3.4. L'importance des instruments hybrides

Les titres hybrides sont répartis en deux familles : ceux appartenant à la famille des titres subordonnés (TSDI, inscrits en capitaux propres en normes IFRS) et ceux relevant de la famille des emprunts convertibles (OC, inscrits en dettes financières de moyen et long terme). Le tableau 7 présente les encours de TSDI comparés aux capitaux propres nets part du groupe et le poids des émissions d'OC en rapport au total des dettes financières de moyen et long terme.

**Tableau 7 – Emissions de TSDI et d'Obligations Convertibles**

Années	TSDI CAC 40	TSDI NEXT 80	OC CAC 40	OC NEXT 80
2010	1.01%	1.42%	2.25%	2.80%
2011	1.02%	1.48%	2.23%	3.07%
2012	0.98%	1.33%	2.15%	3.57%
2013	3.32%	10.60%	2.26%	3.97%
2014	10.28%	15.64%	2.20%	3.88%
2015	13.17%	17.23%	1.98%	1.64%
2016	14.25%	14.00%	1.94%	1.66%
2017	11.97%	13.76%	1.85%	1.64%
2018	12.93%	13.31%	2.87%	2.42%
Moyenne	7.66%	9.86%	2.19%	2.74%
Variance	0.35%	0.43%	0.00%	0.01%
<i>Test d'égalité de moyenne</i>				
Statistique t	-0.7479		-1.6402	
Valeur Critique de t	0.4654		0.1205	

Avec TSDI CAC40 (Resp. NEXT 80) = montants des TSDI émis / Capitaux Propres Nets Part du Groupe pour les sociétés de l'indice CAC 40 (Resp. des sociétés de l'indice NEXT 80); OC CAC 40 (Resp. NEXT 80) = montants des OC émis / Dettes financières de moyen et long terme pour les sociétés de l'indice CAC 40 (Resp. des sociétés de l'indice NEXT 80);

Le constat est sans appel. Si le montant moyen de l'endettement en émissions d'OC dans le total des dettes financières se maintient sur la décennie pour l'ensemble des sociétés du SBF 120, le recours aux émissions de TSDI ne permet pas de valider le test d'égalité des moyennes. D'une part, il est possible d'observer que les TSDI sont de plus en plus prisés et constituent une alternative à des augmentations de capital tant en volume qu'en valeur. C'est le cas lorsqu'il y a des problèmes de gouvernance ou de management (Air France – KLM en est une illustration). D'autre part, les sociétés de l'indice NEXT 80 ont eu autant recours sur la période à ces instruments visant à renforcer les capitaux propres sans dilution du pouvoir que les sociétés du CAC 40.

En résumé, il est possible de constater que les montants et les volumes des titres hybrides émis sont trop faibles pour avoir une incidence sur les structures financières des sociétés du SBF 120 (hors banques et assurances) et révéler le jeu de la classification comptable entre capitaux propres et dettes financières. Néanmoins, la latitude laissée à l'émetteur en matière de classification comptable des titres hybrides en normes IFRS interpelle : une discussion sur la manière d'appréhender comptablement ces titres est proposée à la lumière des théories existantes afin qu'une réflexion puisse s'engager lors de la rédaction de nouvelles versions de normes par le normalisateur comptable international.

### **3. Discussion**

Les titres hybrides présentent des attributs complexes et/ou atypiques. Ils sont caractérisés par des durées longues (cas des Titres Super-Subordonnés), voire illimitées (cas des rentes perpétuelles). Ils peuvent faire l'objet de changements imprévus (cas des CoCos, des actions rachetables, des ORA, etc.) et de rémunérations indexées ou fixes (actions préférentielles à effet cumulatif classées en dettes par exemple). La relation autorité-subordination est au cœur du dispositif pour gérer non pas une situation risquée, c'est-à-dire probabilisable, mais une situation incertaine qu'il est impossible d'envisager et d'évaluer. Tous ces éléments, à l'origine de la formation des instruments hybrides, se caractérisent par une incapacité à prévoir au départ le scénario de déblocage ou non d'une situation. Il s'agit de critères de contrôle et de gouvernance qui évoquent la théorie des contrats incomplets. Deux éléments sous-tendent cette théorie : le caractère observable *a posteriori* mais non vérifiable *a priori* du titre (cas d'une clause de *step-up*) et l'absence de négociation possible du titre par un tiers (cas du marché de gré à gré). L'incomplétude se définit alors comme l'impossibilité de prévoir ou même de spécifier dans un contrat toutes les situations futures possibles (Chemla *et al.*, 2017). Un titre hybride reste à la merci de



l'entreprise émettrice. Il est contrôlé par elle tant en termes d'échéance que de remboursement. Il permet également de détourner l'action disciplinaire d'un contrat (absence de *covenant* par exemple) en ne s'engageant pas sur sa rémunération (cas d'un TSDI par exemple). Il s'agit du phénomène bien connu de *hold-up* qui entraîne des comportements opportunistes de la part des dirigeants (Klein *et al.*, 1978).

La conception d'un instrument financier hybride reste une énigme dans l'allocation contingente des droits de propriété. Le véritable propriétaire de la firme reste le détenteur des droits de contrôle (droits sur les décisions explicites ou non, spécifiés ou non par le contrat) si ces droits existent. 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 TSDI et OC en actions de la société. Par exemple, si les dirigeants anticipent une évolution défavorable de la structure financière, TSDI et 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.

La notion de *contrôle* s'est imposée en fil rouge dans le référentiel IFRS (normes IFRS 10, IFRS 15, IFRS 16, etc.) au détriment d'une analyse fondée sur les risques et avantages. Si elle était appliquée aux instruments financiers, cette notion de contrôle aurait pour mérite de recentrer la discussion autour de cadres théoriques renouvelés comme ceux mentionnés supra. Par ailleurs, dans le cadre de la gouvernance d'entreprise fondée sur la loi ou sur les codes de bonnes pratiques, la notion de contrôle permettrait de prendre en compte les aspects organisationnels, financiers et juridiques des instruments hybrides.

## Conclusion

L'étude statistique des structures financières des sociétés appartenant à l'indice SBF 120 que nous avons réalisée entre 2010 et 2018 révèle que : (i) 53 % d'entre elles ont utilisé au moins un instrument hybride sur la période ; (ii) les titres subordonnés restent utilisés principalement par les grands acteurs du marché ; (iii) les titres subordonnés ont un poids relativement faible au regard du montant des capitaux propres et des dettes financières ; (iv) les OCEANE sont les dettes obligataires hybrides les plus utilisées. A ce jour, la classification des instruments financiers en IFRS repose sur une approche technique risque/liquidité. Cette vision peut conduire à des interprétations différentes d'une société à l'autre selon l'analyse faite par l'émetteur des états financiers. Il serait pertinent de mobiliser d'autres concepts (notion de contrôle) et cadres théoriques (incomplétude des contrats) issus des éléments de finance institutionnelle et organisationnelle. Cela impliquerait de reprendre la norme IAS 32 et d'inclure les préconisations de l'EFRAG (2018) consistant à faire figurer au bilan sur une ligne séparée tous les instruments hybrides (en ajoutant une ligne *Autres Fonds Propres* ou *Autres Titres Hybrides*). Par ailleurs, l'IASB devrait imposer aux émetteurs de titres hybrides de fournir dans les annexes aux comptes une information plus exhaustive sur les raisons et les motivations des choix comptables opérés. Agences de notation, analystes financiers, investisseurs, actionnaires, créanciers, etc. gagneraient en compréhension de l'information financière, tant au niveau du fond que de la forme.

## Références bibliographiques

- Bancel, F. et Mittoo, U.R. (2004). Why do European firms issue convertible debt? *European Financial Management*, 10, 339–373.
- Brennan, M.J et Kraus, A. (1987). Efficient Financing under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. 42, 1225-1243.
- Brennan, M.J. et Schwartz, E.S. (1988). The Case for Convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1, 55-64.
- Brown, S.J., Grundy, B.D., Lewis, C.M. et Verwijmeren, P. (2012). Convertibles and hedge funds as distributors of equity exposure. *Review of Financial Studies*, 25, 3077–3112.
- Cailliau, J.C. (1990). Vers un cadre conceptuel de la comptabilité d'entreprise. In *Réflexions sur la comptabilité, Hommage à Bertrand d'Ilhiers*, Economica, Paris.
- Chemla, G. et 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., Editions EMS, 530-553.
- Chemmanur, T.J. et Simonyan, K. (2010). What drives the issuance of putable convertibles: risk-shifting, asymmetric information, or taxes? *Financial Management*, 39, 1027–1068.
- Couret, A., Deveze, J., Hirigoyen, G. et Parachkevova, I. (2016). *Lamy Droit du financement*. Paris, Lamy SA.
- De Jong, A., Duca, E. et Dutordoir, M. (2013). Do Convertible Bond Arbitrageurs Cater to Investor Demand? *Financial Management*, 42, 41-78.
- De Jong, A., Dutordoir, M., Van Genuchten, N. et Verwijmeren, P. (2012). Convertible arbitrage price pressure and short-sale constraints. *Financial Analyst Journal*, 68, 70–88.

Dong, M., Dutordoir, M. et Veld, C. (2013). Why do firms issue convertible bonds? Evidence from the field. Working paper, York University, University of Manchester, and University of Glasgow.

De Angelo, H. (2021). Corporate financial policy: What really matters. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101925.

De Jong, A., Dutordoir, M. et Verwijmeren, P. (2011). Why do convertible issuers simultaneously repurchase stock? An arbitrage-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 100, 113–129.

Dorison, A., Malécot, S., Mareau, J-P. et Perquel, J-J. (2020). A la recherche de solutions innovantes pour financer en fonds propres les entreprises européennes. *Les Cahiers du Centre des Professions Financières*, 46, août, 14-50.

Duca, E., Dutordoir, M., Veld, C. et Verwijmeren, P. (2012). Why are convertible bond announcements associated with increasingly negative issuer stock returns? An arbitrage-based explanation. *Journal of Banking and Finance*, 36, 2884–2899.

Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J. et Veld, C. (2014). What we do and do not know about Convertible Bond Financing? *Journal of Corporate Finance*, 24, 3-20.

EFRAG (2018). Visualising FICE – A Closer Look at Presentation and Disclosure, November.

Eiger, D., Green, P., Humphreys, T. et Jennings-Mares, J. (2015). Hybrid securities: an overview. *Practical Law, Multi-jurisdictional guide 2015/2016*.

EY (2018). IASB Issues Discussion Paper Financial Instruments of Characteristics of Equity. *IFRS Development*, n°135, July.

Graham, J. R. et Harvey, C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.

Green, R. (1984). Investment Incentives, Debt, and Warrants. *Journal of Financial Economics*. 13, 1, 115-136.

Henderson, B.J. et Zhao, B. (2014). More than meets the eye: Convertible bond issuers' concurrent transactions. *Journal of Corporate Finance*, 24, 57–79.

Huang., K. et Shang, C. (2019). Leverage, debt maturity, and social capital. *Journal of Corporate Finance*, 54, 26-46.

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, 15-26.

Klein, B., Crawford, R.G. et Alchian, A. A. (1978). Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *Journal of Law and Economics*, 21, 297-326.

Lewis, C., Rogalski, R. et 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, 447-474.

Lewis, C. et Verwijmeren, P. (2014). Cash-settled convertible bonds and the value-relevance of their accounting treatment, *Journal of Corporate Finance*. 24, 101-111.

Mayers, D. (1998). Why Firms issue Convertible Bonds: the Matching of Financial and Real Investment Option. *Journal of Financial Economics*. 47, 83-102.

Mourgues, N. (1996). *Capitaux propres et quasi-fonds propres*. Paris, Economica.

Quiry, Y. et LeFur, P. (2018). Les errements des IFRS. *Lettre Vernimmen* 163, décembre.

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.

Stein, J. (1992). Convertible Bond as "Back Door" Equity Financing. *Journal of Financial Economics*. 32, 3-21.

Tyler, J.H., Henry, R. et Koski, J. L. (2020). Arbitrage vs. informed short selling: Evidence from convertible bond issuers. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101687.

Verwijmeren, P. et Yang, A. (2020). The fluctuating maturities of convertible bonds. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101576.

Zeidler, F., Mietzner, M. et Schiereck, D. (2012). Risk dynamics surrounding the issuance of convertible bonds. *Journal of Corporate Finance*, 18, 273–290.