



HAL
open science

APPROCHE POSITIVE DE L'EXTERNALISATION D'ACTIFS : CAS DE LA TITRISATION

Christophe Lejard

► **To cite this version:**

Christophe Lejard. APPROCHE POSITIVE DE L'EXTERNALISATION D'ACTIFS : CAS DE LA TITRISATION. "COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT ", May 2007, France. pp.CD-Rom. halshs-00544882

HAL Id: halshs-00544882

<https://shs.hal.science/halshs-00544882>

Submitted on 9 Dec 2010

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.

APPROCHE POSITIVE DE L'EXTERNALISATION D'ACTIFS : CAS DE LA TITRISATION

Christophe LEJARD

Doctorant en Sciences de Gestion

Assistant de recherche

Centre d'Etudes et de Recherche sur l'Organisation et le Management

CEROM – Groupe Sup de Co Montpellier

2300 Avenue des Moulins

34185 MONTPELLIER CEDEX 4

Tél. : +33 (0)4.67.10.28.20

Fax. : +33 (0)4.67.45.13.56

Mail : c.lejard@supco-montpellier.fr

Membre associé à l'ERFI

Equipe de Recherche sur la Firme et l'Industrie

ISEM – Université Montpellier 1

Résumé : les scandales financiers du début des années deux mille ont levé le voile sur un certains nombre de pratiques comptables caractérisées par un manque d'éthique manifeste. Parmi ces pratiques, les montages dits déconsolidants occupèrent une place prépondérante ; ils se matérialisèrent notamment par le recours à diverses opérations financières via un véhicule ad hoc. L'objectif de ce type de montage est l'embellissement de la situation économique de l'entreprise en occultant certains éléments du bilan. Afin d'apprécier la pertinence de l'abondante réglementation qui naquit des suites de ces scandales financiers, un travail descriptif en amont du processus de normalisation trouve sa légitimité dans le sens où, l'objectif assigné au chercheur sera de tenter d'expliquer les motivations liées à ce type de pratique, et plus précisément en matière de titrisation.

Mots clés : titrisation, hors bilan, entité ad hoc, théorie de l'agence.

Abstract: financial scandals which took place early in the 2000's had put in light over some accounting practice characterized by an obvious less of ethic. Among these practices, off-balance sheet arrangement had taken a large place; they were particularly materialized by the use of different financial transactions via a special purpose entity. The goal of these kinds of arrangement was the embellishment of the firm's economical situation by occulting some balance sheet items. In a way to appreciate the relevance of the many new established standards issued following the financial scandals, a description work previously done to the standardization process would find a legitimacy in the way where, the goal assigned to the researcher will consist in trying to explain the motivation related to this kind of practice, precisely as regards of the securitization arrangement.

Key words: securitization, off-balance sheet, special purpose entity, agency theory.

INTRODUCTION

Les suites de l'affaire ENRON, au début des années deux mille, ont mis en lumière un certain nombre de techniques d'ingénierie financière que certains dirigeants de sociétés avaient pour habitude d'user et d'abuser, et dont la finalité était l'amélioration de l'image économique de l'entreprise vis-à-vis des tiers.

En poursuivant ce but d'amélioration d'image économique, les dirigeants d'entreprise eurent notamment recours à des manipulations comptables visant à externaliser de leur bilan un certain nombre d'éléments. Cette externalisation a été largement matérialisée par des opérations dites de déconsolidation, opérations effectuées par le biais de la création d'entreprises contrôlées de fait, appelées sociétés ad-hoc.

Suite à la découverte de ce type de pratiques, révélant un sens de l'éthique peu fiable de la part des instigateurs, différents organismes gouvernementaux aux Etats-Unis prirent comme mesure la mise en place d'un encadrement drastique de ce genre d'opération. Ces actions étatiques se matérialisèrent notamment par le biais d'une Loi Fédérale (Sarbanes-Oxley Act, 2002), et par l'édiction de la part des organismes de réglementation comptable de normes plus précises et restrictives que les précédentes.

Cependant, face à cette affluence normative, il est possible de se questionner sur la relative valeur de ces prescriptions : ont-elles été établies en fonction de la pression exercée par le public, seraient donc-t-elles le produit d'une action politique ?

Afin d'apporter un éclairage sur la pertinence de ces restrictions, un travail de recherche peut être envisagé, non pas pour juger l'action du politicien et du normalisateur, mais en vue d'analyser les rouages de la mise en œuvre de ce type d'opération. Ainsi, un travail de recherche pourra être fondé sur la base d'une étude descriptive contextuelle, dont la finalité sera de comprendre les attentes d'un instigateur quant à l'utilisation de ce type de montage, ainsi qu'en matière de réglementation comptable des opérations relatives à des entités ad hoc. Une société ad-hoc peut être définie comme étant une entité créée en vue d'accomplir un objectif, généralement d'ordre financier, et clairement défini. En pratique, les objectifs assignés aux entités ad-hoc se révèlent, non exhaustivement, être des rachats d'actifs à la société initiatrice du montage ; la jouissance des profits réalisés grâce à ces actifs, incombant, de manière sous-jacente, à la société initiatrice. Techniquement, ce transfert de profits se matérialise généralement par le biais d'opérations de location (leasing) ou de titrisation.

Les professionnels de la finance énoncent, un certain nombre d'avantages pour l'entreprise quant à la réalisation de ce type d'opération, parmi lesquels : la conservation de la gestion quotidienne des actifs permettant un maintien des relations directes avec le client ; un accès direct ou indirect aux marchés de capitaux ; l'absence de consolidation de l'opération sous certains référentiels comptables et sous réserve du respect de certaines conditions ; un coût de financement plus attractif ; etc.

L'objectif de cette communication est de définir un cadre conceptuel à un travail de recherche relatif à ce type de manœuvre comptable, de plus en plus matérialisée par des opérations de titrisation.

Pour ce faire, la première partie de cette étude sera consacrée à la description comptable et financière du montage, en identifiant tout d'abord les différents acteurs concernés puis en mettant en lumière le cadre juridico-comptable international qui relatera suivant une suite chronologique, l'évolution des normes comptables en la matière sous le référentiel US GAAP (US Generally Accepted Accounting principles) et le référentiel IFRS (International Financial Reporting Standards). Une fois mis en lumière le contexte normatif de la titrisation, la seconde partie de cette étude aura pour objet de définir le cadre théorique des travaux à venir, en évoquant notamment le problème de l'asymétrie d'information financière sur les marchés ; puis sera proposé un angle de recherche, fondé sur la théorie positive de la comptabilité, dont la finalité sera d'aborder de manière descriptive, certains comportements comptables en vue d'apporter des bases empiriques nécessaires à un processus de normalisation.

1. LA TITRISATION : ASPECTS COMPTABLES ET FINANCIERS

Le mot « titrisation », apparu dans le vocabulaire financier français à la fin des années quatre-vingts, est issu du terme anglo-saxon *securitization*. *Securities* signifie, en anglais, « valeurs mobilières » ou « titres ». Le terme *securitization* véhicule donc l'idée de transformation en titres.

L'opération de titrisation de créance, peut être définie comme le souligne D. SCHMIDT¹ (1989), comme « une opération qui consiste à transformer une créance en titre ». D'un point de vue financier, un élément d'actif constitué par une créance est cédé à une entité qui financera l'acquisition en émettant des titres sur le marché.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) distingue deux types de titrisation : la titrisation dite « on-balance sheet », où les actifs restent inscrits au bilan de la société initiatrice ; la

titrisation dite « off-balance sheet », qui donnera lieu à la création d'une entité ad hoc et permettra l'externalisation des actifs titrisés.

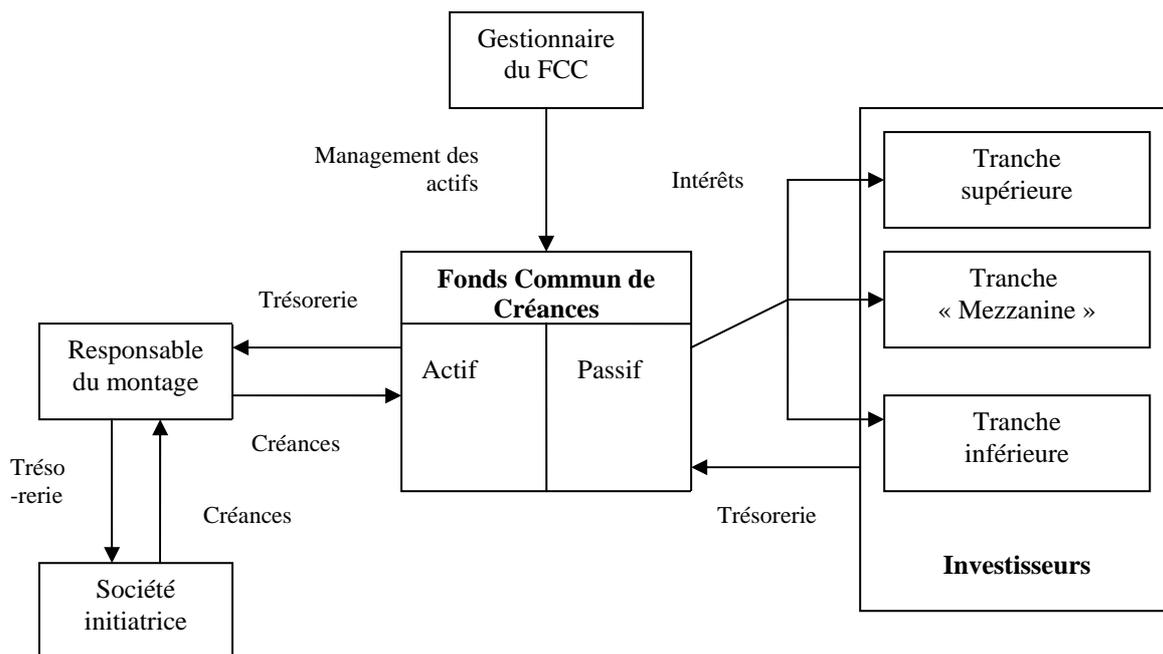
Vis-à-vis des investisseurs, la rémunération de leur investissement proviendra directement des revenus engendrés par l'actif de l'entité *ad hoc*.

Le passif du Fonds Commun de Créances (FCC) sera quant à lui composé des dettes envers les investisseurs, en respectant dans la plupart des cas, une hiérarchie entre les porteurs de titres. En effet, il existe différentes classes d'actifs titrisés qui sont :

- La tranche supérieure, où les investisseurs supporteront en priorité les pertes ;
- La tranche « mezzanine » qui absorbera les pertes résiduelles (après la classe supérieure) ;
- La tranche inférieure tranche qui ne sera que très faiblement exposée au risque du crédit.

La rémunération des tranches est variable selon le degré de risque de crédit encouru.

Figure 1 : Les acteurs de l'opération de titrisation



L'AMF dans son rapport du 31 janvier 2006², a mis en exergue le risque de conflits d'intérêts entre les différents créanciers des différentes tranches. En effet, ce risque est matérialisé par le fait d'un éventuel investissement de la part de l'organisme dit « arrangeur » de l'opération (société chargée de la mise en place et/ou de la gestion de l'opération) au sein du FCC. Ce dernier, bénéficiant d'une information privilégiée, pourrait tendre à privilégier la tranche de créance à laquelle il a souscrit au détriment des créanciers des autres tranches. En fait, le

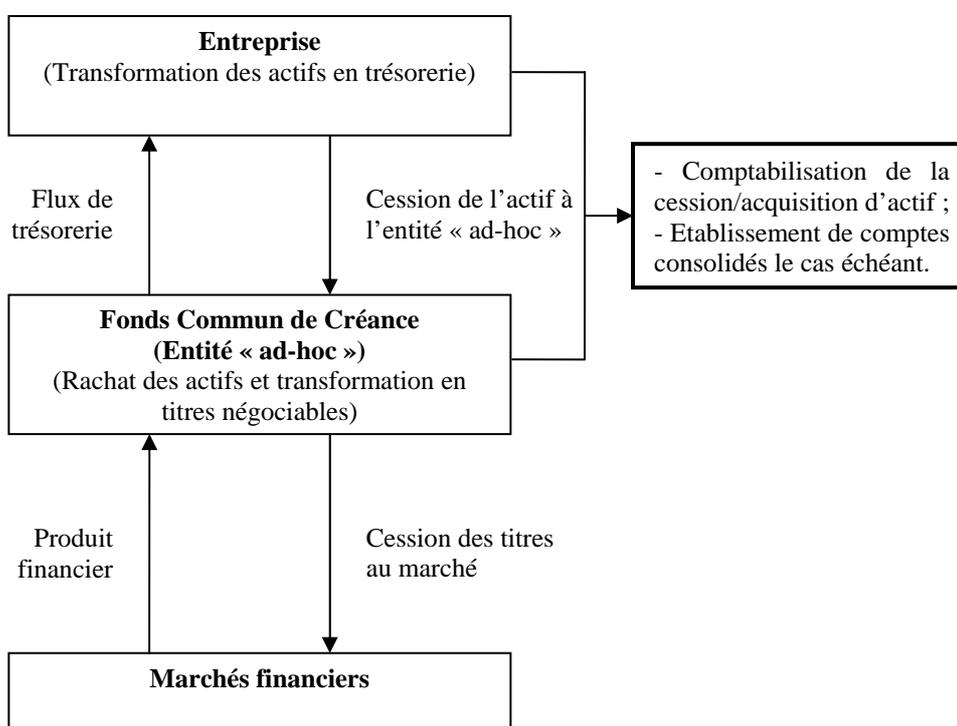
principal risque de conflit réside dans l'accumulation des rôles de l'arrangeur (qui peut être instigateur de l'opération, gérant, etc.).

De plus, il est possible de constater que la titrisation, dans le cas d'une opération « off-balance sheet », pose le problème de la retranscription dans les comptes de la société initiatrice de l'externalisation des actifs. En la matière, les différents référentiels comptables recommandés par les organismes boursiers internationaux (IFRS et US GAAP) appréhendent de manière différente ce type d'opération, tout en poursuivant un objectif commun qui est de produire une information la plus fidèle possible de la situation économique et financière de l'entreprise à l'égard des tiers.

Techniquement, le traitement comptable des opérations de titrisation s'effectue, pour la société initiatrice, à 2 niveaux :

- Au niveau de la cession de l'actif titrisé (comptes individuels des intervenants) ;
- Au niveau de l'éventuelle consolidation du FCC (comptes consolidés).

Figure 2 : contexte comptable de l'opération



La première démarche comptable (avant toute procédure de consolidation) est la retranscription dans les comptes individuels des acteurs du transfert d'actif. Selon la norme IAS 39 – *Instruments financiers : comptabilisation et évaluation* (2000) – le transfert d'un

actif d'une société envers un Fonds Commun de Créance est régi par la notion de transfert de risque. En prenant l'exemple d'une cession de créances, ces dernières disparaîtront de l'actif de la société initiatrice du montage en fonction du risque de non paiement, c'est-à-dire si l'entreprise transfère pour toute ou partie le risque de non paiement au FCC, les dites créances sortiront du bilan sauf à hauteur de la garantie donnée. Si aucune garantie n'est donnée par l'entreprise, alors les créances sortiront du bilan pour leur montant total.

La position américaine en la matière, principalement régie par les normes FAS 133 – *Comptabilisation des instruments financiers dérivés et opération de couverture (1998)* – et FAS 140 – *Comptabilisation des transferts et gestion des actifs financiers et extinction des dettes (2000)* – converge avec la position de l'IASB, mettant en sus l'accent sur la notion d'intérêts perçus relativement aux actifs titrisés. Cependant, d'après la norme FAS 140, c'est à partir du critère de contrôle de l'actif titrisé qu'il sera décidé s'il aura lieu à déconsolidation ou non.

Les objectifs des systèmes comptables en vigueur sont différents selon les pays. La comptabilité d'un pays suit une vision économique lorsque la finalité de son système comptable est de transmettre à tout intéressé, une image réelle et sincère de la situation économique et financière d'une entité. Les pays à forte tradition capitaliste, tels les pays Anglo-Saxons, où la finance de marché occupe une place importante parmi les différents moyens de financement, se positionnent en tant que pourfendeurs de cette optique.

1.1. Le référentiel US GAAP

La réglementation comptable américaine est avant tout orientée vers les besoins de la bourse et des grandes entreprises. Elle est issue de la pratique : l'ensemble des principes définis par la profession portent la dénomination de GAAP (*Generally Accepting Accounting Principles*), soit les principes comptables généralement admis.

Les règles de consolidation des FCC sont traditionnellement régies par le principe de contrôle de droit, relatif au nombre de parts détenues dans la filiale. Cependant, ce principe a pu facilement, être contourné par les entreprises faisant appel aux services d'un « pool bancaire » (organisme chargé du montage de l'opération de titrisation, qui détiendra les parts de l'entité dans leur majorité) mais qui peut tacitement convenir de laisser le contrôle de la société ad hoc à la société initiatrice. Depuis le scandale ENRON, grand utilisateur de ce type

de montage, la SEC³ par le biais du FASB⁴ a modifié et adapté sa réglementation afin de générer un nouveau corpus réglementaire centré sur la notion d'intérêt perçu, plutôt que sur la notion de propriété du capital. Ainsi, plusieurs textes visent à encadrer la consolidation des FCC.

1.1.1. L'Accounting Research Bulletin n°51 (ARB 51, 1959)

Premier texte visant à réglementer les modalités d'établissement des comptes consolidés aux Etats-Unis, l'*Accounting Research Bulletin n°51 (ARB 51) – Consolidated Financial Statements*, états financiers consolidés – est publié en 1959.

L'ARB 51 considère les comptes consolidés comme étant *normalement nécessaires à une juste représentation des comptes dans le cas où une entité au sein d'un groupe détient un contrôle, direct ou indirect, matérialisé par un intérêt financier, dans les autres entités*⁵. Cette définition de l'utilité des comptes consolidés envisage les notions de contrôle et d'intérêt sous un angle exclusif de propriété du capital. En effet, l'intérêt financier évoqué ci-dessus est matérialisé par la détention d'actions d'une entité au sein d'une autre.

Techniquement, une entreprise détenant 50% ou plus des actions d'une autre entreprise, doit consolider les comptes de cette dernière. De plus, l'ARB 51 ne mentionne pas l'obligation de consolider une filiale dont l'activité est différente de celle de sa société mère.

Enfin, si l'ARB 51 définit ce qui doit être la première condition à observer lors de l'établissement de comptes consolidés, son obsolescence vis-à-vis des nouveaux montages financiers ne manque pas de se faire ressentir. En effet, dans le cas d'un montage financier ad hoc, son action serait caduque du fait que les notions de contrôle et d'intérêt ne sont pas, dans ce cas là, liées à la détention majoritaire d'actions.

1.1.2. Le Financial Accounting Standard n°94 (FAS 94, 1987)

Publié en 1987 par le FASB, l'objet du *Financial Accounting Standard n°94 (FAS 94)* est d'étendre le périmètre de consolidation défini par l'ARB 51, aux filiales dont l'activité est différente de celle de la société mère. Dès 1987, le seul critère de détention du capital est alors retenu pour l'élaboration des comptes consolidés. Cependant, à l'instar de l'ARB 51, les notions de contrôle et d'intérêt restent corrélées à la notion de propriété.

1.1.3. L'EITF Consensus Opinion N° 90-15 (EITF 90-15, 1990)

Cette règle a été édictée par le comité d'urgence du FASB en 1990, afin de répondre aux modalités de traitement comptable du type de société que sont les entités ad hoc. En effet, il apparaît que ce type de véhicule de financement n'a, au début des années 90, pas de définition juridique ni de définition comptable. Il apparaît de plus que ce type de montage n'a pour objet que la seule atteinte d'un objectif financier précis. Cependant, si l'EITF⁶ C.O. n° 90-15 vise à réglementer le recours aux entités ad hoc, son objectif n'est pas de décourager ce type de pratique, considérée comme bénéfique à l'économie.

En accompagnement de cette opinion émise par l'EITF, la SEC interpréta ce qui constitue, dans le cas d'un type de montage ad hoc (maintenant identifié par l'EITF), *l'intérêt substantiel résiduel en matière de capitaux* pour les tierces parties prenantes (soit la part de capital minimalement détenue par les tiers investisseurs pour procéder à la consolidation) : *l'investissement minimal doit être d'au moins 3% du total de l'actif de la SPE⁷, mais selon les circonstances, un pourcentage plus élevé peut être requis⁸.*

1.1.4. Le FASB Interpretation N° 46 Revisited (FIN 46R, 2003)

Publiée en décembre 2003, cette interprétation du FASB de l'ARB 51, naquit des suites des scandales financiers qui ébranlèrent le monde des affaires au début des années deux mille. En effet, il s'est avéré lors de l'examen des procédures comptables d'entreprises telle ENRON⁹, que les règles en vigueur basées sur la notion de propriété avaient été contournées : l'entreprise sans détenir de parts majoritaires, dans le cadre général d'une procédure de consolidation ; et évitant le joug de l'avis 90-15 de l'EITF, parvenait à bénéficier de profits relatifs à des montages déconsolidants.

Le FIN 46R « *Consolidation of Variable Interest Entities – An Interpretation of Accounting Research Bulletin N°51* », marque le pas vis-à-vis des précédentes règles édictées en proposant une nouvelle définition des montages ad hoc basée sur la notion d'intérêt (et non plus sur la notion de propriété). Désormais, les entités ad hoc sont reconnues par les professionnels de la comptabilité comme étant le fruit de montages hors-bilan, et partagent, comme le soulignent Jalal SOROOSH et Jack T. CIESIELSKI¹⁰, les caractéristiques suivantes :

- Elles sont souvent faiblement capitalisées ;
- Elles n'ont généralement pas de management ou d'employés propres à leur structure ;
- Les fonctions administratives sont souvent exercées par un émissaire tenant le rôle d'intermédiaire entre la SPE et les différentes parties prenantes ;
- Dans le cas où la SPE détiendrait des actifs, ces derniers doivent être utilisés sous couvert d'un contrat de service par une des parties prenantes.

Il est possible de considérer que l'évolution apportée par cette nouvelle réglementation tient dans la poursuite des efforts des normalisateurs, quant à la tentative de définition d'une entité ad hoc. Il est perceptible que la définition de tels montages ait évolué empiriquement, en s'adaptant à la réalité des faits économiques. Techniquement, les règles proposées tiennent compte de cette évolution, et invoquent une nouvelle approche basée sur la notion d'intérêt.

1.2. Le référentiel IFRS

Contrairement au référentiel US GAAP qui se base sur un corpus réglementaire précis, les normes IAS/IFRS proposent un traitement beaucoup plus souple, laissant aux professionnels une marge de manœuvre plus large quant aux traitements de problèmes comptables. A l'opposé du référentiel américain, le référentiel IFRS est de conception dynamique. En effet, les normes qui le composent sont évolutives et peuvent être modifiées en fonction des besoins engendrés par l'évolution de l'actualité économique.

1.2.1. L'International Accounting Standard n°27 (IAS 27, 1989)

La norme IAS 27 – *états financiers consolidés et individuels* – a été établie en 1989 puis modifiée en décembre 2003, dans un but d'actualisation lié aux évolutions du contexte économique. Cette norme a notamment pour objectif la définition du périmètre de consolidation des groupes de sociétés. L'IAS 27 met de plus l'accent sur la mise en place des procédures de consolidation à adopter par la société mère afin que les états financiers du groupe puissent présenter l'information financière comme celle d'une entreprise unique.

Dans un objectif d'uniformité des méthodes, l'IAS 27 précise, de plus, qu'une société mère pour l'établissement de comptes consolidés, doit procéder à certains retraitements comptables : toute opération propre à un groupe de sociétés, qu'elle soit liée à son activité intra-groupe (ventes et achats entre entreprises incluses dans un même périmètre de consolidation, etc.) ou propre à une réglementation spécifique à son Etat d'origine

(dispositions fiscales particulières) doivent être retraitées en vue de l'élimination de leur incidence sur le résultat consolidé. Ces retraitements doivent être effectués en vue du respect du principe de comparabilité des états financiers.

D'un point de vue technique, la norme IAS 27 doit être appliquée :

- A la préparation et à la présentation des états financiers consolidés d'un groupe d'entreprises contrôlées par une société mère ;
- A la comptabilisation des participations dans les filiales, dans les états financiers individuels de la société mère.

Afin de procéder à la définition du périmètre de consolidation, l'IAS 27 base son approche sur la notion de contrôle. En effet, selon l'IASB : *une société mère est une entreprise qui contrôle une ou plusieurs filiales dans le sens du pouvoir de diriger les politiques financières et opérationnelles d'une entreprise afin d'en obtenir les avantages de ses activités, et ceux même si la mère détient 50% ou moins des droits de vote d'une autre entité*¹¹. D'après cette définition, il apparaît que l'IASB ne distingue pas de manière exhaustive le contrôle de droit (quand une entité possède plus de 50% de droits de vote au sein d'une autre entité, lui conférant ainsi un contrôle exclusif de droit) et le contrôle de fait (sans détenir de part majoritaire, la société mère contrôle en substance les politiques financières et opérationnelles de la filiale).

En comparaison avec les normes relatives à la consolidation des états financiers du référentiel US GAAP, il apparaît que l'IAS 27 propose une vision beaucoup moins détaillée, se basant sur le respect de notions plutôt que sur un corpus de règles précises. Le texte de base de l'IAS 27 ne mentionne pas de références précises relatives aux montages financiers ad hoc. Cependant, cette norme a bénéficié de précisions relatives au traitement des entités ad hoc lors de l'établissement de comptes consolidés, par le biais de la publication de l'avis SIC 12 « *consolidation – entités ad hoc* » réalisé par le comité d'interprétation de l'IASB.

1.2.2. Standard Interpretation Committee n°12

Cette interprétation de l'IAS 27 réalisée par l'IFRIC (*International Financial Reporting Interpretation Committee*, anciennement nommé *Standards Interpretation Committee*) a pour objectif de préciser les normes relatives aux comptes consolidés, établies par l'IASB. Le SIC 12 « *consolidation – entités ad hoc* » a été publié en novembre 1998. Son champ d'application a été modifié par un amendement publié par l'IASB en novembre 2004.

Contextuellement, comme il l'a été précisé lors de l'étude de l'IAS 27, cette dernière ne fournit pas de commentaire explicite sur la consolidation des entités ad hoc par une société mère. D'après l'IFRIC, *une entité dite ad hoc doit être consolidée quand, en substance, la relation entre l'entité ad hoc et l'entreprise indique que l'entité ad hoc est contrôlée par l'entreprise*¹². Dans un tel contexte, le contrôle peut résulter de la prédétermination des activités de l'entité ou de toute autre façon. En référence à la norme IAS 27, il peut exister plusieurs circonstances dans lesquelles le contrôle existe même si l'entreprise détient moins de 50% des droits de vote d'une autre entreprise. De même, le contrôle peut être avéré même dans le cas où l'entreprise ne détient qu'une faible, voire aucune, part des capitaux propres de l'entité ad hoc. Dans de telles situations, l'application du concept de contrôle impose, dans chaque cas, l'exercice du jugement du professionnel à la lumière de tous les facteurs pertinents.

Cependant, afin pouvoir apprécier la notion de contrôle exercé, le SIC 12 dresse une liste non exhaustive des facteurs pertinents :

1 ^{er} facteur	En substance, les activités de l'entité « ad-hoc » sont menées pour le compte de l'entreprise selon ses besoins opérationnels spécifiques de façon à ce que l'entreprise obtienne des avantages de l'activité de l'entité « ad-hoc ».
2 ^{ème} facteur	En substance, l'entreprise a les pouvoirs de décision pour obtenir la majorité des avantages des activités de l'entité « ad-hoc » ou, en mettant en place un mécanisme dit de « pilotage automatique », cette dernière a délégué ses pouvoirs de décision.
3 ^{ème} facteur	En substance, l'entreprise a le droit d'obtenir la majorité des avantages de l'entité « ad-hoc » et par conséquent peut être exposée aux risques liés aux activités de cette dernière.
ou	En substance, l'entreprise conserve la majorité des risques résiduels ou inhérents à la propriété relatifs à l'entité « ad-hoc » ou à ses actifs afin d'obtenir des avantages de ces activités.

Après l'étude de la réglementation comptable internationale en matière de consolidation d'entité ad hoc, il est possible de déduire que le référentiel IAS/IFRS accorde qu'une place relative aux règles strictes, qui sont le fondement du référentiel US GAAP, pour laisser place à un traitement comptable basé sur des principes. De fait, en cas d'application d'un référentiel basé sur des principes comptables plutôt que sur des règles applicables, la pertinence du traitement comptable dépendra dès lors, de la capacité de jugement du professionnel.

Il est évident de constater qu'un système basé sur l'application de règles, même si le risque de contournement est grand, garantit aux tierces parties prenantes une comparabilité accrue des états financiers : il ne peut, en principe, exister de traitements divergents relatif à une même opération. Cependant, le système de « règles » présente d'une part, un inconvénient majeur lié au fait qu'il soit statique : à chaque évolution de l'économie, de nouvelles règles doivent être

établies, les anciennes ne pouvant être modifiées du fait de leur liaison avec les faits passés. De plus, comme il l'a été évoqué précédemment, le contournement d'une règle constitue un détournement de la nature de la transaction au profit de conditions de forme.

A la connaissance d'un tel contexte normatif, un travail de recherche dans ce domaine tendrait à acquérir une légitimité s'il s'attachait à expliquer et à décrire ces comportements comptables. Par ce fait, les travaux à venir s'inscriront dans le contexte de la théorie positive de la comptabilité.

2. CADRE THEORIQUE DE LA RECHERCHE

La théorie positive comptable, également appelée *école de Rochester* (Etat de New York, USA), trouve ses origines au sein de l'université du même nom dans les années 1970. Les grands initiateurs de cette approche théorique sont Ross L. WATTS et Jerold L. ZIMMERMAN (1978, 1979 & 1986).

Une approche dite « positive » sous entend que la théorie comptable se distingue du processus de normalisation de par sa position en amont. Dès lors, un objectif théorique positif, contrairement à un courant théorique dit « normatif », doit suivre une démarche explicative en matière de faits économiques.

Les prémisses d'une théorie économique de la comptabilité apparurent dès le début des années 1960. Myron J. GORDON¹³ (1963, 1964) et Thomas R. DYCKMAN¹⁴ (1964), dont les travaux traitaient des relations entre choix comptables et motivations managériales, mirent en lumière que les politiques comptables adoptées par les managers d'entreprise étaient corrélées au contexte économique affectant la firme ; ces choix « économique-comptables » étant guidés par la maximisation du profit.

Dans les années 1970, une analyse approfondie des mécanismes régissant les choix économiques managériaux réalisée par Michael C. JENSEN et William H. MECKLING (1976), mettra en exergue que, dans le cadre d'une relation dite « d'agence » (relation entre actionnaires et manager), les intérêts personnels du dirigeant peuvent être en contradiction avec les intérêts des propriétaires des capitaux.

2.1. Approche théorique des décisions économiques et comptables

La théorie de l'Agence prend le postulat d'une volonté d'exploitation, de la part du mandaté (ici le manager), d'une information privilégiée au détriment du mandataire (les actionnaires). Pour pouvoir bénéficier de profits résultants de cette asymétrie d'information, l'instigateur s'entachera à émettre un ensemble de signaux, essentiellement par le biais de stratégies comptables, visant à attirer l'attention des parties prenantes sur un point donné, ce, favorisant la génération de résultats.

2.1.1. Une notion conflictuelle de l'intérêt

D'après A. QUINTARD¹⁵ (1990) : *la théorie de l'agence est bâtie sur une réflexion réaliste. Les différents partenaires à la vie de l'entreprise (en l'occurrence, les dirigeants, les actionnaires, et les créanciers « financiers »), pris séparément, ont des objectifs et des intérêts spécifiques qui ne sont pas nécessairement conciliables d'une manière spontanée ; il y a en conséquence des occasions de conflits entre eux, d'autant plus que le fonctionnement de l'entreprise moderne, fondé sur la séparation entre la propriété et le pouvoir, requiert que la gestion soit confiée aux dirigeants par les fournisseurs de fonds.*

En la matière, Armen A. ALCHIAN et Harold DEMSETZ¹⁶ (1972) avaient établi que *l'essence de la firme classique est identifiée comme étant une structure contractuelle possédant des moyens ; plusieurs propriétaires (actionnaires) ; une partie servant d'intermédiaire entre moyens de production et propriétaires, possédant : le droit de renégociation des contrats, le bénéfice des profits ou pertes résiduelles, et le droit de cession de son statut de son droit de propriété. Ce principal protagoniste est le propriétaire ou employeur.* Si les auteurs ne semblent pas dissocier les fonctions de propriété et de management, ces derniers mettent néanmoins l'accent sur la notion « d'ensemble de liens contractuels » définissant la structure d'une entreprise.

C'est en 1976 que Michael C. JENSEN et William H. MECKLING¹⁷, en basant leurs investigations sur l'étude de coûts dits « d'agence », mirent en exergue la relation existante entre perte résiduelle et contrôle de l'agent. En partant du postulat de l'existence d'une divergence d'intérêts entre le principal et l'agent, le contrôle des actions du dirigeant est indispensable à la garantie des intérêts de l'actionnaire. Le niveau des coûts d'agence dépend notamment, des liens contractuels (juridiques ou statutaires) entre les parties, précédemment évoqués par ALCHIAN et DEMSETZ.

Eugene F. FAMA¹⁸ (1980), en se basant sur les travaux de JENSEN et MECKLING, envisage la théorie de l'agence comme étant une alternative positive d'organisation économique. En effet, l'auteur soutient l'hypothèse que la séparation des fonctions de propriété et de management peut se révéler performante, dans une définition contractuelle de la firme (proposée par ALCHIAN et DEMSETZ) et d'un contexte de rivalité inter-entreprise. E. FAMA met notamment en exergue l'utilisation de la rétribution du manager comme vecteur de performance.

Comme l'ont démontrés les événements financiers du début des années 2000, la pratique d'une rétribution corrélée aux performances de l'entreprise n'est pas la panacée. En effet, une rémunération variable, souvent matérialisée par des stock-options (droit de souscription au capital de l'entreprise à un prix fixe, généralement conféré aux cadres de direction), induisant une vision court-termiste liée à la réalisation rapide de plus-value, *pouvant parfois mener les dirigeants à occulter certains éléments dans la communication financière, voire dans des cas extrêmes, à envisager la fraude*¹⁹ (P. QUIRY et Y. LE FUR, 2005).

Ainsi, afin d'améliorer la gestion de leurs intérêts, les fournisseurs d'informations financières tendront à opérer à des choix économiques et comptables définis. En vue d'assurer un retour efficace à ces politiques comptables, ces choix seront communiqués aux diverses parties prenantes sous la forme d'un « signal » perceptible au sein des communications financières de la firme.

2.1.2. La sincérité des signaux émis

Dans la continuité des travaux de Franco MODIGLIANI et Merton H. MILLER²⁰ (1958, 1961) ; énonçant que dans des conditions parfaites de fonctionnement des marchés et notamment dans une optique de transparence complète, la valeur de l'entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée et que la politique de dividende est sans influence sur sa valeur ; les travaux de Stephen A. ROSS²¹ (1977) sur l'image financière de la firme, se basent notamment sur les postulats suivants :

- Les parties en présence ne bénéficient pas d'une information de qualité équivalente, le management de l'entreprise, organe de gestion, dispose d'informations privilégiées.
- Dans une hypothèse où les acteurs, managers et investisseurs, disposeraient d'une information de qualité égale, cette dernière pourrait s'avérer être interprétée, ou perçue, de manières différentes.

En considération de ces hypothèses, l'auteur problématise le fait que la création de valeur peut être effective :

- Soit par la maîtrise, ou du moins la bonne appréhension de l'environnement économique ;
- Ou bien que la dite création de valeur soit exclusivement fondée sur des critères financiers. En effet, un manager détient la possibilité, conformément à la théorie des signaux, d'influer sur les marchés en présentant des comptes répondant aux attentes des investisseurs.

Cependant, il est important de prendre en considération que la matérialisation des signaux visant à augmenter la valeur de la firme tend à se réaliser par « l'annonce » non officielle de résultats. D'après Robert S. KAPLAN et Richard ROLL²² (1972), la tendance indiquerait que le recours à ce type de manipulation aurait une influence négative accrue sur le cours de l'action, si les résultats publiés dans le rapport annuel ne venaient pas à confirmer cette annonce.

L'objectif d'un système comptable à destination d'un marché financier est de fournir aux parties prenantes une information, la plus fidèle possible, de la réalité économique de l'entreprise. Ainsi, avant de « contrarier », par la mise en place de telle ou telle norme, la gestion des intérêts des détenteurs d'information privilégiée, il convient de confronter les questionnements suivants, à savoir non pas « comment telle manipulation se réalise-t-elle » mais plutôt « pourquoi se réalise-t-elle ». Cette question tend à renvoyer le normalisateur vers une approche économique et descriptive des comportements comptables, afin d'appréhender de manière plus profonde les problématiques auxquelles il sera confronté.

2.2. Approche positive et externalisation d'actifs

Ce courant théorique prend le contre-pied des approches normatives. Il est, dans son approche, semblable aux théories dites économiques dont la finalité est la description des événements. Les grands initiateurs de cette approche théorique sont Ross L. WATTS et Jerold L. ZIMMERMAN.

2.2.1. Postulats de l'école de Rochester

Dans leur premier article, qui pose les fondations de l'école de Rochester, Ross L. WATTS et Jerold L. ZIMMERMAN²³ (1978) analysent les facteurs d'influence du management des choix comptables. Dès lors, il est possible de constater que l'originalité de cette approche qualifiée de positive réside dans l'analyse explicative de faits comptables, plutôt que dans une approche prescriptive.

La problématique centrale de cet article est la suivante : quelles sont les motivations des gestionnaires à s'opposer ou à agréer une norme comptable ? Ainsi, les auteurs abordent cette problématique sous un angle d'étude relatif aux intérêts personnels des managers. Les principaux résultats retenus sont :

- D'une part que les normes comptables semblent être des instruments politiques pour le gouvernement (américain), c'est-à-dire que ce dernier agit sur elles afin d'orienter les politiques des entreprises en fonction de l'intérêt public. Ce résultat va en confirmation de l'hypothèse de Charles T. HORNGREN²⁴ (1973), qui était que *la mise en place de standards comptables relève plus de l'action politique que d'une logique implacable ou de trouvailles empiriques* ;
- D'autre part, les managers agréent ou s'opposent aux normes en fonction de l'intérêt des actionnaires mais aussi de leurs intérêts personnels.

Ainsi, il est possible de conclure que, en considérant les résultats ci-dessus, les politiques comptables pratiquées sont manifestement influencées par l'environnement économique et politique de la firme.

Après avoir identifié les facteurs d'influence relatifs à une politique comptable, Ross L. WATTS et Jerold L. ZIMMERMAN, dans un article de référence parut en 1979²⁵, élaborèrent une *théorie des déterminants économiques comptables*, fondée sur le postulat suivant : *une théorie positive est une théorie dont l'objectif est l'explication de facteurs déterminants de l'étendue de la littérature comptable, préconisant des changements de méthodes de recherche en fonction du changement de facteurs sous jacents, et mettant en lumière le rôle d'une théorie quant à la détermination de standards comptables.*

En considération de l'hypothèse de Charles T. HORNGREN, les auteurs modélisèrent cette action politique en considérant une rivalité entre les acteurs en vue d'utiliser le pouvoir coercitif du gouvernement, et ce afin de réaliser des transferts de richesse. Ainsi, l'acceptation

d'une théorie comptable est fonction des intérêts des acteurs, et ce, en contradiction des objectifs des théories normatives : les acteurs veulent des théories leur permettant de maximiser leur richesse tout en tenant compte de *l'intérêt public*.

Cette vision positive des théories comptables amène donc Ross L. WATTS et Jerold L. ZIMMERMAN à considérer une « théorie » comme étant un bien économique à disposition des entreprises ; le théoricien pouvant être considéré comme étant un « fournisseur de prestation de services ».

2.2.2. Exemples d'approche empirique des opérations de titrisation

L'étude des opérations de titrisation sous l'angle de la théorie positive de la comptabilité a pour objectif de décrire les comportements, les motivations, la perception et les attentes des acteurs vis-à-vis de ce type de montage. Les dénommés acteurs peuvent être les instigateurs, les investisseurs, et plus globalement toutes les parties prenantes à l'opération²⁶.

En matière de recherche positive sur la titrisation, il est possible de remarquer l'apparition d'un thème récurrent qui vise à analyser la perception de ce dernier par les investisseurs, et plus précisément leur sentiment relatif à la nature de l'opération, à savoir si la titrisation est-elle considérée par ces derniers comme une vente ou un moyen de financement.

En la matière, les travaux de Raymond E. PERRY²⁷ (1993) mirent en lumière un paradigme professionnel qui tend à considérer l'opération en tant que vente ou financement en fonction de la forme que prendra cette dernière : il existe en effet une multitude de typologies de titres émis par le FCC, conférant divers droits et obligations au souscripteur et à l'émetteur. Par exemple, si les titres émis confèrent à l'instigateur la majorité des risques et profits des actifs titrisés, l'opération sera considérée comme étant un financement matérialisé par un nantissement d'actif. Comptablement, les actifs titrisés ne devraient dès lors pas être externalisés du bilan de l'instigateur. Par ailleurs, si l'intérêt conféré à l'entreprise initiatrice se trouve limité, l'opération pourra alors être considérée comme une vente, et l'actif être sorti du bilan.

A titre d'exemple d'étude empirique sur les comportements comptables, pour W. R. LANDSMAN, K. PEASNELL et C. SHAKESPEARE²⁸ (2006), si les opérations de titrisation étaient originellement utilisées à des fins de financements d'en-cours, ces dernières ont peu à peu évolué pour constituer de véritables opérations de financement hors bilan. Si

l'information comptable prodiguée par les documents financiers leur confère un caractère « d'avance de trésorerie », leur nature tend à leur conférer un caractère d'emprunt.

Ainsi, d'après une étude en adéquation avec les postulats de la théorie positive de la comptabilité, il apparaît que la caractéristique « d'emprunt » de la titrisation semble être confirmée par l'appréhension des marchés de ce type de montage. Pour répondre à la question comptable relative aux critères nécessitant le traitement des opérations de titrisation en tant que cession d'actif (quand l'entreprise poursuit un objectif de financement d'en-cours), ou en tant qu'emprunt sécurisé (l'entité ad hoc supporte les risques financiers), il s'avère dès lors, pour les auteurs, nécessaire d'identifier la vision des parties prenantes relative à ce type de montage financier.

Afin, de parvenir à capter l'opinion des investisseurs en matière de recours à la titrisation par les entreprises, les questionnements suivants ont été énoncés :

- Le marché perçoit-il la titrisation d'actifs comme une vente ou comme un emprunt implicite réalisé par une société initiatrice?
- Les récompenses et risques associés au transfert d'actifs et à la dette émise par l'entité ad hoc incombent-ils à la société initiatrice ou à la société ad hoc ?
- Le marché perçoit-il les bénéfices et obligations liés aux plans de retraite comme étant un actif de la société initiatrice, ou les risques et récompenses des plans de retraite incombent-ils aux employés et retraités de l'entreprise ?

Cette étude, adoptant une méthodologie quantitative, a été réalisée par le biais de collecte de données financières, couvrant les périodes de Décembre 2000 à Janvier 2004, relatives à 112 firmes identifiées comme étant sociétés initiatrices d'opération financière de titrisation.

Il ressort, des résultats empiriques de l'étude proposée, que le marché semble percevoir les actifs et passifs d'une entité ad hoc comme faisant parti du patrimoine de la société initiatrice. De ce fait, selon l'opinion du marché, les risques et profits liés à la propriété des actifs transférés incombent à la société initiatrice et non à l'entité ad hoc. Cette conclusion est en mesure d'être appliquée, que la société initiatrice soit sur un marché régulé ou non, bien qu'il semblerait que les entreprises opérant sur des marchés régulés aient une plus grande sensibilité au recours à la titrisation comme étant un moyen de financement hors bilan.

En matière de normalisation, l'édiction de normes élaborées sur des bases empiriques semblerait être un premier pas vers une meilleure compréhension et une plus grande pertinence de l'information. En effet, celles-ci se trouveraient en adéquation avec les attentes

du marché, contrairement à des prescriptions trouvant leur origine dans des décisions politiques, qui risqueraient ainsi de se révéler être un encouragement aux contournements des règles comptables si elles s'avéraient être jugées non conformes, c'est-à-dire trop restrictives, par les parties prenantes. D'ailleurs, comme le précisait Eugene A. IMHOFF Jr²⁹ (1992), *la communauté des affaires a démontré à plusieurs reprises ses capacités de créativité quand elle cherche à éviter certaines règles spécifiques.*

CONCLUSION

Nous avons pu constater lors de l'élaboration de cette communication que les opérations de titrisation revêtent un caractère complexe, tant du point de vue du montage en lui-même ; du fait de la multiplicité des acteurs et de leur différents rôles au sein de l'opération ; qu'en matière d'encadrement comptable.

Afin de préserver leur pertinence quant à la traduction de faits économiques, les cadres normatifs comptables n'ont eu de cesse d'évoluer au fil du temps. Cette évolution a été matérialisée par l'émission successive de nouvelles règles comptables, pour le référentiel US GAAP ; et une modification des avis préexistants, pour le référentiel IFRS. Cependant, il est possible de noter que les deux référentiels recommandés sur les places boursières internationales divergent dans leur cadre conceptuel : en effet, les US GAAP sont matérialisés par un ensemble de règles applicables, tandis que les IFRS font la part belle au jugement du professionnel.

Cependant, bien que différents dans leur approche conceptuelle, il s'avère que ces deux référentiels laissent des marges de manœuvre au manager qui pourra, en respect des règles, moduler les informations comptables. L'impact de cette manipulation d'information se fait ressentir au niveau du résultat, mais aussi au niveau du bilan dans le cadre d'une opération de titrisation. La manipulation de postes du bilan a pour objectif de présenter une image adéquate de l'entreprise vis-à-vis des créanciers du FCC et des analystes financiers.

En matière de gestion des postes du bilan, TWEEDIE et WHITTINGTON (1990)³⁰ affirment que la marge de manœuvre laissée aux managers s'avère être d'une importance non négligeable. Ils statuent ainsi sur le fait que les facteurs communs aux opérations de

comptabilité créative se situent au niveau de la reconnaissance des actifs (en cas d'utilisation d'entité *ad hoc*) et des problèmes de définition de l'opération (différence entre la nature et la forme). Cependant, cette approche prescriptive des auteurs est fondée sur une série d'observations liées à la pratique professionnelle plutôt que sur une véritable recherche empirique.

Le choix d'une politique comptable étant à la fois contingent, et à la fois conduit par le contexte économique de la firme (BEGLEY et FELTHAM, 1999)³¹, des travaux de recherche basés sur la théorie positive de la comptabilité s'avèrent opportuns. Ce positionnement théorique explicatif se justifie aussi par le fait que, malgré des efforts de normalisation notamment en Europe, des opérations de comptabilité créative peuvent mettre en cause la pertinence, la fiabilité et la comparabilité de l'information financière (LÜDER, 2000)³². Un éclairage sur les motivations des instigateurs de ce type d'opération peut être légitimement réalisé en amont d'une réflexion prescriptive.

Enfin, un travail de recherche portant sur les effets du recours à des montages de comptabilité créative, pourrait être envisagé en adoptant l'angle des créanciers du montage de titrisation. Une telle étude serait opportune dans la mesure où elle concourrait à apporter un éclairage sur les conséquences, négatives ou positives, de la manipulation d'information envers les tiers.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

-
- ¹ SCHMIDT D., La titrisation de créances, *Revue de Jurisprudence Commerciale*, n°11, 1989, p.114.
- ² Autorité des Marchés Financiers, La notation en matière de titrisation, 31 janvier 2006.
- ³ Securities and Exchange Commission, organisme américain de réglementation boursière, équivalent de l'AMF en France.
- ⁴ Financial Accounting Standard Board, organisme américain de réglementation comptable.
- ⁵ ARB : D'après *Accounting Research Bulletin* n°51, paragraphe 1. Committee on Accounting Procedures, 1959.
- ⁶ Emerging Issue Task Force, comité d'urgence de la normalisation américaine.
- ⁷ Special Purpose Entity, terme américain désignant l'entité *ad hoc*.
- ⁸ SEC : D'après la section « questions-réponses » de la SEC, en fin du règlement 90-15 de l'EITF.
- ⁹ FUGGER Jacques, 2002, *Enron : Faux et usages de faux*, Editions A. Franel.
- ¹⁰ SOROOSH Jalal et CIESIELSKI Jack T., 2004, *Accounting for SPE revised : FASB Interpretation 46R*, The CPA Journal.

-
- ¹¹ IASB : Paragraphe 13 de l'International Accounting Standard n°27, IASB, 1989.
- ¹² IASB : D'après Standards Interpretation Committee n°12.
- ¹³ GORDON Myron J., 1963, Toward a theory of responsibility accounting systems, NNA Bulletin, pp.3-10.
GORDON Myron J., 1964, Postulates, principles and research in accounting, The Accounting Review, pp.251-263.
- ¹⁴ DYCKMAN Thomas R., 1964, The effect of alternative accounting techniques on certain management decisions, Research Report, pp.91-107.
- ¹⁵ QUINTARD A., ZISSWILLER R., 1990, Théorie de la finance, Editions PUF, Paris.
- ¹⁶ ALCHIAN Armen A. et DEMSETZ Harold, 1972, Production, information costs, and economic organization, American Economic Review LXII, n°5, pp.777-795.
- ¹⁷ JENSEN Michael C. et MECKLING William H., 1976, Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, n°3, pp.305-360.
- ¹⁸ FAMA Eugene F., 1980, Agency problem and the theory of the firm, Journal of Political Economy, Vol.88, n°21.
- ¹⁹ QUIRY P. et LE FUR Y., 2005, Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 6^e édition, Editions Dalloz.
- ²⁰ MODIGLIANI Franco et MILLER Merton H., 1958, The cost of capital, corporate finance and the theory of investment, The American Economic Review, Vol.XLVIII, n°3, pp.261-296.
MODIGLIANI Franco et MILLER Merton H., 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, The Journal of Business, Vol.34, n°4, pp.411-434.
- ²¹ ROSS Stephen A., 1977, The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, The Bell Journal of Economics, Vol.8, n°1, pp.23-40.
- ²² KAPLAN Robert S. et ROLL Richard, 1972, Investor evaluation of accounting information : some empirical evidence, The Journal of Business, Vol.45, n°2, pp.225-258.
- ²³ WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L., 1978, Towards a positive theory of the determination of accounting standards, The Accounting Review, Vol.LIII, n°1, pp.112-134.
- ²⁴ HORNGREN Charles T., 1973, The marketing of accounting standards, Journal of Accountancy, pp.61-66.
- ²⁵ WATTS Ross L. et ZIMMERMAN Jerold L., 1979, The demand for and supply of accounting theories : the market for excuses, The Accounting Review, Vol.LIV, n°2, pp.273-305.
- ²⁶ Cf. Figure 1 : Les acteurs des opérations de titrisation, p4.
- ²⁷ PERRY Raymond E., 1993, Accounting for securitizations, Accounting Horizons, Vol.7, n°3, pp.71-82.
- ²⁸ LANDSMAN W. R., PEASNELL K. et SHAKESPEARE C., 2006, Are assets securitizations sales or loans ?, communication de colloque.
- ²⁹ IMHOFF Jr Eugene A., 1992, Asset securitization : economic effects and accounting issues, Accounting Horizons, pp.5-16.
- ³⁰ TWEEDIE David et WHITTINGTON Geoffrey, 1990, Financial Reporting : Current Problems and Their Implications for Systematic Reform, Accounting and Business Research, Vol.21, n°81, pp.87-102.
- ³¹ BEGLEY J., FELTHAM G., 1999, An Empirical Examination of the Relation Between Debt Contracts and Management Incentives, Journal of Accounting and Economics, Vol.27.
- ³² LÜDER Klaus, 2000, National Accounting, Governmental Accounting and Cross-Country Comparisons of Government Financial Condition, Financial Accountability and Management, Vol.16, n°2, pp.117-128.