Le Centre des Etudes Doctorales en Gestion du Groupe ISCAE n’entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises la présente thèse : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

REMERCIEMENTS

J’exprime ma profonde gratitude à mon directeur de recherche, Professeur Fawzi BRITEL, pour son soutien inestimable, son aide et sa patience, tout au long de ma recherche doctorale. Son encadrement et ses conseils étaient déterminants dans l’accomplissement de ce travail. Qu’il puisse trouver en ces mots toute ma reconnaissance.

Je remercie à double titre le Professeur Rachid M’RABET pour son investissement indéfectible et ses efforts titanesques déployés à la tête de la direction du Centre des Etudes Doctorales du Groupe ISCAE, d’une part et pour l’honneur qu’il me fait en présidant mon jury de soutenance, d’autre part.

Je remercie vivement les Professeurs Mohamed BERRADA et Rachid BELKAHIA ainsi que M. Fouad BENDI qui me font l’immense honneur d’examiner mon modeste travail de recherche. Leur participation à mon jury de soutenance représente à mes yeux une grande distinction.

Je tiens à remercier l’ensemble des interviewés, imminents praticiens de la titrisation au Maroc, d’avoir accepté de m’accorder le temps nécessaire pour réaliser mes entretiens et partager en toute transparence leurs expériences décisionnelles.

Mes remerciements vont également à M. Mohamed EL MOUEFFAK Directeur Général du Groupe ISCAE et à l’ensemble du corps enseignant et administratif qui œuvrent pour la valorisation de notre institut.

Enfin, je ne peux oublier mes parents et ma petite famille qui m’ont soutenu tout au long de cette aventure. En particulier, je remercie ma mère, Saida ABOUGHAZAOUAT qui a participé à la relecture du document de thèse et ma femme, Manar FADRIQ pour sa compréhension et ses encouragements qui m’ont été d’un grand secours dans mes moments de doute.

Alors qu’un travail de plusieurs années est sur le point de s’achever, c’est avec beaucoup d’émotion que je vous remercie tous, professeurs, famille et amis, pour votre présence et votre patience.

SOMMAIRE

Introduction générale ……. 8

Partie I. Fondements théoriques de la titrisation et de la prise de décision

Chapitre I. Cadres conceptuel et réglementaire relatifs à la titrisation…… 18
Section 1. Caractéristiques des opérations de titrisation……..... 19
1.1. Les principes de la titrisation…….……. 19
1.2. Les avantages et les risques associés à la titrisation…..……. 24
1.3. Les différentes techniques de titrisation……..... 29
Section 2. Revue de la littérature relative à la décision de titrisation 39
2.1. Italie : Affinito et Tagliaferri..……. 42
2.2. Monde : Panetta et Pozzolo……... 43
2.3. Italie : Agostino et Mazzuca…..…….. 44
2.4. Union Européenne : Bannier et Hansel..…….. 45
2.5. Espagne : Martin-Oliver et Saurina ……..……. 46
2.6. Canada : Aqdim, Dionne et Harchaoui.……. 47
2.7. USA : Minton, Opler et Stanton..……. 48
Section 3. Cadre réglementaire applicable à la titrisation..... 56
3.1. Dispositif juridique applicable aux opérations de titrisation…… 57
3.2. Dispositif comptable applicable à la titrisation…….. 63
3.3. Dispositif fiscal applicable aux opérations de titrisation ……. 69
Synthèse du premier chapitre ……. 72

Chapitre II. Cadre conceptuel relatif à la prise de décision……. 77
Section 1. Prise de décision et typologie des décisions……. 77
1.1. Recherches sur la prise de décision…..……. 79
1.2. Typologie des décisions dans les organisations…..……. 83
Section 2. Etude du processus de prise de décision……..... 94
2.1. Les modèles de prise de décision.……. 94
2.2. Les caractéristiques du processus de décision……. 104
2.3. La démarche décisionnelle…….. 113
Synthèse du deuxième chapitre …….. 129

Chapitre III. Positionnement et choix méthodologiques……..... 135
Section 1. L'objet de la recherche……..... 135
1.1. Le contexte de la recherche……. 135
1.2. La construction de l'objet de recherche……..……... 137
Section 2. L'architecture et les fondements de la recherche……. 141
2.1. Le positionnement épistémologique…..……. 141
2.2. Le positionnement méthodologique……..... 145
2.3. Les théories mobilisées dans le cadre de la thèse…..……. 153
Synthèse du troisième chapitre……..... 160

Conclusion de la première partie ……. 164

Partie II. Terrain de recherche et présentation des résultats

Chapitre IV. Collecte et analyse des données…… 170
Section 1. Méthode de collecte des données…..…… 170
1.1. Sélection des cas à étudier…… 170
1.2. Recueil des données…..…… 180
Section 2. Méthode d'analyse des données……..…… 192
2.1. Dictionnaire des thèmes……... 193
2.2. Codification des données…..……... 203
Synthèse du quatrième chapitre…….. 210

Chapitre V. Les caractéristiques du processus de décision de titrisation……. 214
Section 1. Présentation des études de cas…… 215
1.1. Caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel..... 217
1.2. Caractéristiques de l'opération de titrisation……... 224
Section 2. Déterminants et freins relatifs à la décision de titriser…… 231
2.1. Des émetteurs principalement motivés par l'accès au financement …….. 236
2.2. Des freins multiples en cours de résolution…..…… 243
Section 3. Les acteurs du processus décisionnel et les rationalités mises en œuvre…… 261
3.1. Des acteurs multiples assumant des rôles complémentaires…… 261
3.2. Des rationalités essentiellement limitées et contextuelles..... 284
Section 4. Les étapes du processus décisionnel et la démarche processuelle……..…… 296
4.1. Des étapes à progression dynamique de type « Nonaka »……. 296
4.2. Une démarche processuelle incrémentale…… 310
Synthèse du cinquième chapitre…….... 314

Chapitre VI. Mesures en faveur du développement de la titrisation……. 323
Section 1. Rôle joué par la titrisation dans la crise financière……..... 324
Section 2. Mesures visant à favoriser le développement de la titrisation…… 326
2.1. Introduction du rating au niveau du processus de titrisation..... 327
2.2. Mesures de nature à améliorer la liquidité des parts de titrisation 328
2.3. Mesures d'ordres comptable et fiscal…… 337
Section 3. Mesures visant à sécuriser et fiabiliser la titrisation……..... 340
3.1. Mesures de fiabilisation du processus de titrisation……. 343
3.2. Maîtrise de l'évaluation des risques des actifs sous-jacents..... 347
3.3. Dispositions de Bâle III relatives à la titrisation……. 348
3.4. Exigences en fonds propres pour le secteur de l'assurance..... 350
Synthèse du sixième chapitre…….. 350

Conclusion de la deuxième partie…….. 357

Conclusion générale…….. 373

Bibliographie ……..... 380

Table des matières ……..... 398

Annexes …….. 403

INTRODUCTION GENERALE

La titrisation constitue l'une des formes de financement les plus évoluées de la finance moderne.

Cette technique a bouleversé les marchés financiers au cours des trois dernières décennies en permettant à divers pays de favoriser le financement du logement, et aux entreprises d'avoir accès à de nouvelles sources de financement de façon désintermédiée.

La titrisation permet à son initiateur de transformer en titres financiers des actifs peu liquides.

La titrisation s'opère en regroupant un pool d'actifs de même nature (prêts, immeubles, actions,…etc.) à vendre à une entité ad hoc, appelée Fonds de Placements Collectifs en Titrisation, qui en finance l'acquisition en plaçant des titres (obligations ou parts de titrisation) auprès d'investisseurs. Les obligations (ou parts de titrisation) représentent chacune une fraction du pool d'actifs titrisés et donnent droit aux investisseurs de percevoir un paiement (intérêt et remboursement du principal). Le paiement des investisseurs est assuré par les flux générés par les actifs titrisés.

La titrisation appartient à la famille des financements structurés qui permettent, au-delà du financement, de réaliser un transfert du risque de crédit afférent au pool d'actifs cédés. En effet, le développement de la titrisation en fait aujourd'hui un véritable instrument de gestion du bilan, de gestion des risques et de création de valeur.

Les recherches s'intéressant à la titrisation peuvent être divisées en deux volets principaux : les études théoriques d'une part, et les études empiriques sur les facteurs déterminants ainsi que les effets postérieurs aux opérations de titrisation d'autre part.

Les diverses études théoriques considèrent la présence d'asymétrie d'informations comme la principale motivation à l'origine de l'implémentation et du développement de la titrisation à travers le monde (Agostino et Mazzuca, 2008).

Les études empiriques s'intéressant aux déterminants de la titrisation semblent converger vers l'examen de quatre principaux déterminants, à savoir : la recherche du financement (i), le transfert du risque (ii), l'arbitrage sur le capital réglementaire (iii) et l'amélioration de la performance (iv) (Calomiris et Mason, 2004; Martin-Oliver et Saurina, 2007; Uzun et Webb, 2007; Bannier et Hänsel, 2008; Affinito et Tagliaferri, 2010).

En ce qui concerne les études empiriques sur les effets postérieurs aux opérations de titrisation, plusieurs auteurs analysent dans quelle mesure l'opération de titrisation affecte son initiateur et dans certains cas, ils étendent l'analyse des effets à l'ensemble du système financier (Affinito et Tagliaferri, 2010).

La revue de la littérature permet de constater que les travaux de recherche s'intéressant à la titrisation se focalisent davantage sur l'identification des déterminants de la titrisation que sur l'étude du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation.

Notre travail de recherche se propose d'étudier la décision de titrisation dans sa dimension la plus large sans restreindre l'analyse aux seuls déterminants. Ainsi, notre travail de recherche va s'intéresser à l'ensemble des dimensions et activités constitutives du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation.

La décision est définie selon Woodman et al (1993) comme étant : *« l'acte par lequel un ou plusieurs individus opèrent un choix entre plusieurs options permettant d'apporter une solution satisfaisante à un problème donné. Au sens classique du terme, on assimile la décision à l'acte par lequel le ou les individus (disposant du pouvoir de décider) prennent les mesures favorisant la création, l'exploitation et la répartition des richesses dans une entreprise en s'appuyant sur un ensemble d'informations à leur disposition. »*

Le terme « décision » renvoie à un choix ou à un processus complexe (Easton, 1973) et plus précisément à un processus d'identification et de résolution de problèmes.

En effet, la majorité des décisions ne sont pas instantanées. Elles prennent du temps et nous parlons alors de « processus décisionnel ».

Selon Mintzberg et al. (1976) : *« Le processus de décision englobe toutes les activités réalisées entre le moment où un stimulus pour l'action est perçu et le moment où l'engagement dans l'action est effectué ».*

Divers travaux théoriques et empiriques se sont intéressés à la « prise de décision » en tant qu'objet de recherche.

Les recherches portant sur la décision se sont essentiellement intéressées à comprendre comment se prennent et se forment les décisions importantes dans les structures organisationnelles. L'essentiel de ces recherches a retenu une approche processuelle de la décision en proposant des modèles décrivant les étapes de prise de décision (Mintzberg et al., 1976 ; Nutt, 1984).

Selon Fredrickson et Mitchell (1984), la nature et les caractéristiques du processus retenu par les organisations pour la prise des décisions stratégiques constituent un facteur clé de performance.

Depuis les travaux de Simon (1945) sur la prise de décision, diverses recherches ont proposé des visions alternatives au modèle économique de la décision. En effet, la prise de décision peut avoir des motivations politiques (March , 1962) ou bien suivre des procédures bureaucratiques ou anarchiques (Cohen et al., 1972).

La synthèse des recherches relatives à la titrisation permet de relever les insuffisances suivantes :

- Absence de travaux de recherche dédiés à l'étude du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation. En effet, l'essentiel des travaux s'intéresse aux effets et aux déterminants de la titrisation ;

- Les travaux relatifs aux déterminants de la titrisation ne couvrent que les seules zones géographiques suivantes : les Etats-Unis d'Amérique, le Canada, et quelques pays de l'Union européenne.

Notre travail de recherche se propose d'étudier en profondeur le processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation, considérée comme étant une décision stratégique, dans un contexte bien spécifique, à savoir le Maroc. Ainsi, notre recherche se fixe comme objectif de répondre à la question suivante : **« Comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc ? »**.

Il est d'usage de distinguer quatre objectifs de recherche : la compréhension, la description, l'explication et la prédiction (Bergadaà et Nyeck, 1992). La finalité de notre travail de recherche s'inscrit dans le cadre de la compréhension.

Après quinze années de mise en place, la titrisation au Maroc a connu une évolution timide avec très peu d'opérations réalisées. En effet, malgré les différents avantages que présente la titrisation, celle-ci n'a pas réussi à se faire une place de choix parmi les alternatives de financement au Maroc. Ce constat a été confirmé par l'étude menée, en janvier 2011, par le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) qui, au niveau de son rapport final, tire les conclusions suivantes : « Actuellement *le bilan* de la titrisation au Maroc *reste léger* en vue de l'historique récent de ce type de transaction dans le paysage marocain » et « l'évolution de la titrisation est *timide*. »

A partir de notre question de recherche découle les objectifs poursuivis par notre travail de recherche, à savoir :

- **Identifier les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation :**
  - Sur quel type de rationalité repose la décision de titrisation ?
  - Quelles sont les dimensions du processus décisionnel de titrisation ?
  - Quels sont les acteurs associés à la prise de décision de titrisation ?
  - Quels sont les déterminants du processus décisionnel de titrisation ?

- Quelles sont les étapes du processus décisionnel de titrisation ?
- Dans quelle démarche processuelle s'inscrit le processus de prise de décision de titrisation ?

- **Comprendre les raisons à l'origine du développement timide du procédé financier de la titrisation au Maroc et ce en dépit de ses nombreux avantages et potentialités :**
  - Quels sont les freins à l'origine du non-recours à la titrisation ?
  - Quelles sont les incitations et facteurs militants en faveur du recours à la titrisation ?
  - Quel a été l'impact de la crise financière sur la perception de la titrisation par les différents acteurs ?
  - Dans quelle mesure la titrisation a-t-elle été suffisamment expliquée et promue auprès des opérateurs marocains ?

- **Proposer des actions à même de favoriser le décollage de la titrisation au Maroc pour qu'elle constitue un levier de dynamisation de l'investissement et de développement des secteurs économiques vitaux, avec des règles de fonctionnement souples et sécurisantes**. Ainsi, notre travail de recherche a l'ambition d'être un plan d'action et une base de propositions que les pouvoirs publics pourront utilement consulter dans le cadre de toute réforme future ayant trait à la titrisation.
  - Quelles sont les mesures à entreprendre pour lever les freins au recours à la titrisation ?
  - Comment contrecarrer les effets pervers de la titrisation pour qu'elle constitue un moyen de financement sécurisé au Maroc ?
  - Comment tirer avantage des enseignements de la dernière crise financière ayant mis en évidence les dysfonctionnements liés à la titrisation ?

La présente thèse s'articule autour de deux parties :

- La première explicite les cadres conceptuel et méthodologique de la recherche ;
- La deuxième est dédiée à l'analyse des données et la présentation des résultats de la recherche.

La première partie se fixe comme objectif d'expliciter et de stabiliser les notions conceptuelles pertinentes à cette recherche. Elle s'intéresse aussi bien au cadre conceptuel de la titrisation qu'à celui de la prise de décision.

Le cadre conceptuel de la titrisation revient sur le schéma de fonctionnement de cette technique, ses avantages et ses inconvénients, avant de se focaliser sur la revue de la littérature y afférente.

Ensuite, les cadres réglementaires (juridique, comptable et fiscal) relatifs à la titrisation sont présentés avec une mise en évidence des évolutions majeures intervenues ces dernières années.

Le cadre conceptuel relatif à la prise de décision revient sur les typologies des décisions dans les organisations et sur l'étude du processus décisionnel dans toutes ses dimensions.

Cette revue des notions conceptuelles a permis d'asseoir un cadre conceptuel à notre recherche.

En fin de partie, nous justifions notre posture épistémologique ainsi que nos choix méthodologiques. En cohérence avec la posture retenue, nous présentons les méthodes mobilisées pour accéder au « réel ».

La deuxième partie expose, tout d'abord, la méthode de recueil et d'analyse des données avant de présenter les résultats de notre recherche. Après une présentation des cas étudiés, nous revenons pour répondre à notre question de recherche visant à comprendre comment se prend et se forme la décision de

titrisation par les opérateurs au Maroc. Les différentes caractéristiques du processus sous-tendant la décision de titrisation sont mises en évidence.

Cette dernière partie se solde par la proposition d'un plan d'action à même de favoriser un développement sain et durable de la titrisation au Maroc.

PREMIERE PARTIE

Fondements théoriques de la titrisation et de la prise de décision

Cette première partie de la thèse vise à présenter et stabiliser les notions conceptuelles pertinentes à notre recherche.

Le premier chapitre est consacré à la présentation des cadres conceptuel et réglementaire relatifs à la titrisation, le deuxième met en exergue le cadre conceptuel de la prise de décision et le dernier justifie les choix épistémologique et méthodologique effectués.

Nous commencerons tout d'abord par définir et présenter le schéma de fonctionnement d'une opération de titrisation avant de mettre en évidence ses avantages et inconvénients aussi bien pour l'établissement initiateur que pour l'investisseur.

Nous présenterons également les différentes techniques de titrisation, qu'il s'agisse de la titrisation classique ou de la titrisation synthétique. Sous la pression des besoins évolutifs des investisseurs, et grâce aux innovations de l'ingénierie financière, de nouvelles variantes sophistiquées de la titrisation ont vu le jour en étendant son champ d'application aux actifs non financiers.

Nous passerons ensuite par une revue de la littérature relative aux études empiriques s'intéressant à la titrisation, avant de clore le premier chapitre de cette partie par une présentation des cadres réglementaires (juridique, comptable et fiscal) applicables à la titrisation au Maroc.

Le deuxième chapitre, s'intéressant au cadre conceptuel de la décision, commence par définir le concept de « décision » et de « processus décisionnel », avant de fournir un aperçu sur les recherches réalisées autour de l'objet « décision ». La littérature s'intéressant aux recherches portant sur la prise de décision permet de constater l'existence d'une diversité dans les thèmes analysés.

Une typologie des décisions dans les organisations est ensuite présentée tenant compte du niveau d'importance des décisions, de leurs degrés de risques et de la nature des variables prises en compte.

Le deuxième chapitre est clôturé par une étude détaillée des différentes dimensions du processus décisionnel :

- Les rationalités utilisées ;
- Les acteurs impliqués ;
- Les déterminants de la décision ;
- Les étapes du processus de décision ;
- La démarche processuelle.

Le troisième chapitre explicite l'objet de notre recherche, justifie notre posture épistémologique et choix méthodologiques puis expose, en dernier lieu, les théories mobilisées dans la recherche.

Chapitre I : Cadres conceptuel et réglementaire relatifs à la titrisation

Une bonne compréhension de la décision de titrisation dans le contexte marocain nécessite certains préalables :

- La compréhension du schéma de fonctionnement de cette technique de financement qui peut s'avérer dans certains cas d'une complexité accrue. La première section se propose de faire un tour d'horizon exhaustif des aspects liés à cette technique en présentant :
    - Les principes de la titrisation ;
    - Les avantages et les risques associés à la titrisation ;
    - Les différentes techniques de titrisation.

- La revue de la littérature relative aux études empiriques s'intéressant à la décision de titrisation réalisées dans d'autres pays ;

- La compréhension des dispositifs réglementaires (juridique, comptable et fiscal) applicables à la titrisation au Maroc.

L'étude des cadres réglementaires relatifs à la titrisation est très utile pour notre recherche. En effet, nos travaux de documentation ainsi que les entretiens préliminaires réalisés auprès des acteurs de la titrisation nous ont laissé supposer que l'évolution timide de la titrisation pourrait s'expliquer, en partie, par les contraintes dictées par les dispositifs réglementaires.

L'analyse du dispositif juridique nous permet d'apprécier d'une part, le niveau d'adéquation entre les besoins des opérateurs et les possibilités permises par la loi, et d'évaluer d'autre part, le niveau de risque associé aux opérations de titrisation et d'apprécier dans quelle mesure cette technique pourrait constituer un moyen de diffusion de produits financiers toxiques dans l'économie.

Le traitement comptable d'une opération de titrisation permet de rendre cette technique plus ou moins attractive en fonction des options offertes par les normes comptables. Si la titrisation se traduit par la sortie des actifs titrisées du bilan de l'initiateur, ceci peut s'avérer très intéressant d'un point de vue financier suite à :

- L'amélioration des ratios de liquidité de l'initiateur ;
- L'optimisation de l'utilisation des fonds propres réglementaires pour les cas des établissements de crédit ;
- La possibilité d'acquisition de nouveaux actifs ou de distribution de nouveaux prêts ;
- …etc.

Le régime fiscal peut avoir également un impact majeur sur la décision de titrisation. En effet, un régime fiscal contraignant est de nature à dissuader le recours à la titrisation et inversement, un dispositif souple et incitatif est de nature à favoriser son développement.

La législation fiscale devrait, en principe, garantir la neutralité fiscale des véhicules de titrisation (Fonds de Placements Collectifs en Titrisation). Les opérations de titrisation ne devraient pas générer de surcoût fiscal pour l'initiateur.

Section 1. Caractéristiques des opérations de titrisation

1.1. Les principes de la titrisation

1.1.1. Définition et schéma de fonctionnement de la titrisation

La titrisation permet à son initiateur de transformer en titres financiers des actifs peu liquides. Cette opération consiste à regrouper un ensemble d'actifs de même nature puis à les vendre à un véhicule de titrisation (Special Purpose Vehicle/SPV), appelé en droit marocain « Fonds de Placements Collectifs en Titrisation/FPCT ». Ce véhicule finance l'acquisition des actifs titrisés en plaçant des titres auprès des investisseurs. Lesdits titres représentent chacun une fraction du groupe d'actifs titrisés et donnent droit aux investisseurs de percevoir un

paiement sous forme d'un intérêt convenu et d'un remboursement du principal. Le paiement des investisseurs est assuré par les flux générés par les actifs titrisés.

L'article premier de la loi n°33-06, telle que modifiée et complétée par la loi n°119-12, relative à la titrisation des actifs, définit la titrisation comme étant : « l'opération financière qui consiste pour un Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT), à émettre des titres pour acquérir, de manière définitive ou temporaire, des actifs éligibles auprès d'un ou plusieurs établissements initiateurs ».

Les actifs éligibles aux opérations de titrisation sont recensés au niveau de l'article 16 de la loi n°33-06 relative à la titrisation et se présentent comme suit *:*
« 1 – les créances résultant soit d'un acte déjà intervenu, soit d'un acte à intervenir, que le montant ou la date d'exigibilité soit ou non encore déterminés ;
2 – les titres de capital, les certificats de sukuk et les titres de créances, dont notamment les titres de créances négociables régis par la loi n°35- 94 relative à certains titres de créances négociables, représentant chacun un droit de créance sur l'entité qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, à l'exception des titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société ;
3 – les biens corporels ou incorporels, immobiliers ou mobiliers et les matières premières. »

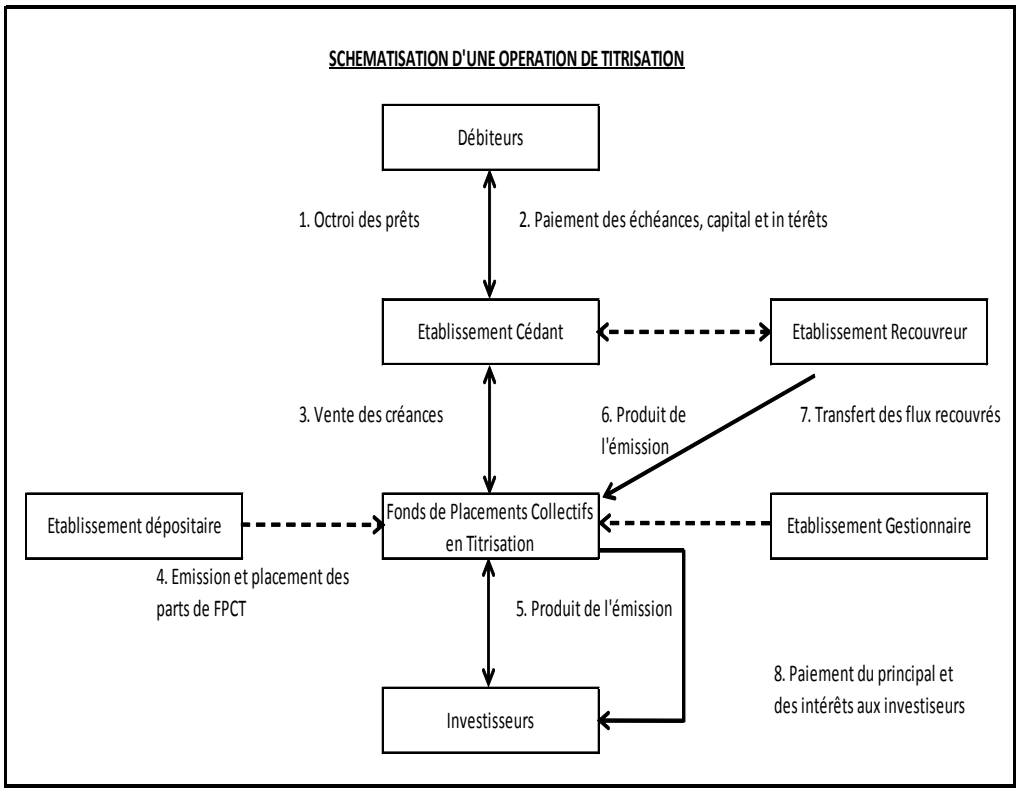
Selon la loi n°33-06, Les FPCT ont pour objet exclusif la réalisation des opérations de titrisation. Ils prennent la forme de Fonds de Titrisation (FT) ou de Sociétés de Titrisation (ST).

Le Fonds de Titrisation constitue une copropriété (véhicule ad hoc) qui n'a pas de personnalité morale à moins que l'établissement gestionnaire ne décide de le doter d'une personnalité à travers son inscription au registre de commerce.

La Société de Titrisation est constituée sous forme de société anonyme à conseil d'administration, de société anonyme simplifiée ou de société en commandite par actions.

Les parts émises par le FPCT représentent chacune des droits de copropriété sur la totalité ou partie des actifs titrisés et donnent le droit aux porteurs des parts de recevoir les paiements convenus (remboursement du principal et intérêts).

Afin d'illustrer cette technique, nous présentons ci-dessous le schéma d'une opération de titrisation ayant comme actif sous-jacent des créances.



Il est important de signaler que la titrisation est un procédé d'ingénierie financière très développé et plus sophistiqué que ce qui est pratiqué au Maroc et ce malgré l'évolution de la législation en la matière.

En effet, la première loi relative à la titrisation, loi n°10-98 du 05/10/2001, n'autorisait que la titrisation des créances hypothécaires accordées aux particuliers et destinées à l'acquisition de logements. Par la suite, la loi n°33-06 du 05/10/2008 a étendu le champ de la titrisation aux créances non hypothécaires actuelles et futures. Enfin, la loi n°119-12 du 05/09/2013 a permis la titrisation de tout type d'actifs corporels et incorporels.

Malgré les nouvelles possibilités offertes par la nouvelle loi n°119-12, toutes les opérations de titrisation réalisées au Maroc ont porté uniquement sur la titrisation de créances, à l'exception de deux opérations portant sur des actifs immobiliers et fonciers.

Une opération de titrisation n'a pas nécessairement comme sous-jacent des créances ou des actifs financiers. Les potentialités de cette technique innovante ont permis à travers des procédés d'ingénierie financière d'en étendre l'application à de multiples actifs, même non financiers.

Nous pouvons citer à titre d'exemple la titrisation de flottes aériennes, des risques d'assurances, de l'activité d'une entreprise …etc.

La titrisation peut, dans certains cas, ne viser que le transfert du risque financier lié aux actifs concernés, auquel cas les actifs ne sont pas cédés, mais le risque ou partie du risque y afférent est transféré. Il s'agira alors d'une titrisation synthétique.

1.1.2. Historique de la titrisation

1.1.2.i Historique de la titrisation dans le monde

Les premières opérations de titrisation ont commencé aux États-Unis d'Amérique au début des années soixante-dix. En 1970, le département américain au logement et au développement urbain effectua la première véritable titrisation, sur des prêts immobiliers.

L'année 1985 a connu la première opération de titrisation ne portant pas sur des créances immobilières. La Marine Midland Bank a titrisé un portefeuille de prêts automobile pour un montant de 60 millions de dollars.

L'année 1986 a vu la titrisation d'un montant de 50 millions de dollars de crédits de cartes bancaires.

La décennie 1990 a connu l'élargissement de la titrisation aux produits d'assurances.

En 2004, les opérations de titrisation aux États-Unis on atteint 1,8 trillion de dollars soit l'équivalent de 39% de l'endettement total des entreprises.

1.1.2.ii Historique de la titrisation au Maroc

Au Maroc, il a fallut attendre le mois d'août 1999 pour voir l'adoption de la loi n°10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires. Son décret d'application a été promulgué en mai 2000.

Le mois d'avril 2001 a vu la création juridique de l'entité Maghreb Titrisation spécialisée dans l'ingénierie financière, le dépôt et la gestion des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT).

L'année 2002 a marqué l'émission du premier fonds de titrisation de créances hypothécaires à l'initiative d'un établissement bancaire pour un montant de 500 millions de dirhams.

En 2003, le même établissement bancaire a lancé son deuxième fonds de titrisation de créances hypothécaires pour un montant de 1 milliard de dirhams.

Le mois de novembre 2008 a vu l'adoption de la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances modifiant et complétant la loi n°35-94 relative à certains titres de créances négociables, et la loi n°24-01 relative aux opérations de pension. Les principales dispositions de la loi n°33-06 ont concerné l'élargissement du gisement des créances titrisables, l'assouplissement des règles de fonctionnement des FPCT et le renforcement des prérogatives du conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM).

Le mois de décembre 2008 a connu l'émission du troisième fonds de titrisation de créances hypothécaires, toujours, à l'initiative du même établissement bancaire pour un montant de 1,5 milliard de dirhams.

Un regroupement de plusieurs banques, appartenant au même groupe, a lancé le quatrième fonds de titrisation de créances hypothécaires d'un montant de 1 milliard de dirhams au cours de l'année 2012.

Le mois de février 2013 a vu l'adoption de la loi n°119-12 modifiant et complétant la loi n°33-06 relative à la titrisation des actifs. Cette loi a étendu le gisement des actifs titrisables à tout actif incorporel et/ou corporel.

Le mois de juin 2013 a connu l'émission du premier fonds de titrisation portant sur des créances commerciales (nées et futures) et réalisé à l'initiative d'une entreprise non financière pour un programme de 10 milliards de dirhams.

Le mois de décembre 2013 a connu l'émission du premier fonds d'actifs immobiliers à l'initiative d'une banque marocaine pour un montant de 534 millions de dirhams.

L'établissement bancaire ayant lancé les trois premiers fonds au Maroc, a procédé à l'émission de son quatrième fonds de titrisation de créances hypothécaires pour un montant de 1,2 milliard de dirhams, en avril 2014.

Le mois de décembre 2014 a connu l'émission du 2ème Fonds de Titrisation portant sur des actifs fonciers et immobiliers, à l'initiative d'un Groupe opérant dans la gestion des supermarchés et grandes surfaces, pour un montant de 457 millions de dirhams.

En définitive, huit Fonds de Titrisation ont été émis à ce jour : cinq fonds portant sur des créances hypothécaires, deux fonds portants sur des actifs immobiliers et un seul fonds portant sur des créances commerciales.

1.2. Les avantages et les risques associés à la titrisation

1.2.1. Les avantages de la titrisation

La titrisation présente d'indéniables avantages aux différentes parties prenantes : l'initiateur (établissement de crédit ou entreprise) et les investisseurs.

1.2.1.i Les avantages pour l'initiateur

Historiquement, les établissements de crédit ont été les premiers initiateurs de la titrisation et à ce titre ont pu bénéficier de bon nombre de ses avantages.

Dans différents pays (dont le Maroc), la titrisation est accessible à toute société détentrice d'actifs éligibles qu'elle soit organisme financier ou pas.

Parmi, les principaux avantages de la titrisation nous pouvons citer les suivants :

a) *Nouvelle source de financement permettant de rendre liquide certains postes de l'actif :*

La titrisation permet de transformer un portefeuille non liquide (créances clients, immobilisation, stocks et autres actifs) en titres liquides afin de le céder non pas à un seul investisseur mais à plusieurs.

La titrisation assure ainsi l'accès à un marché de capitaux constitué d'un nombre important d'investisseurs présents dans le monde entier.

Le premier poste concerné par la titrisation est le poste des « créances accordées aux clients ». Comparativement à d'autres pays, au Maroc le recours au crédit interentreprises est plus important. La durée moyenne du crédit client est significativement plus longue que celle observée dans les autres pays européens et américains. Ainsi, la titrisation permet aux entreprises d'accéder à une source de financement plus avantageuse que les autres formes classiques telles que l'escompte ou l'affacturage.

b) *Réduction des coûts de financement :*

Grâce à la titrisation, une société notée « BB » mais avec des flux de trésorerie notés « Triple A » serait en mesure d'emprunter à des taux correspondant à une notation « Triple A ». Ceci constitue la motivation principale pour une titrisation de flux de trésorerie et peut avoir des impacts considérables sur les coûts de financement. En effet, la différence entre le coût de financement d'une dette notée

« BB » et une dette notée « Triple A » peut atteindre plusieurs centaines de points de base.

Ainsi, la titrisation permettra aux entreprises l'accès au marché des capitaux dans de meilleures conditions par le biais de structures ad hoc jouissant d'une meilleure notation. Le montage de la titrisation consiste à isoler puis à transférer un bloc bien défini d'actifs (créances clients par exemple) à une structure ad hoc qui bénéficiera d'un financement à des conditions qui reflètent la qualité du bloc d'actifs cédés et non la qualité de notation de l'initiateur.

c) *Transfert des risques (de crédit, de liquidité, de remboursement anticipé, de réinvestissement et de concentration des actifs) :*

Grâce au mécanisme de la titrisation, le risque de perte associé au portefeuille titrisé se trouve transféré aux investisseurs. Ainsi, s'il s'avère que le portefeuille est de mauvaise qualité et si les flux générés sont insuffisants, c'est l'investisseur qui supportera la perte éventuelle.

Cependant, il est rare que la totalité du risque soit transmise aux investisseurs. De manière générale, certains mécanismes sont mis en place (garanties, surdimensionnement …etc.) afin de limiter l'impact des risques transférés aux investisseurs.

D'un autre côté, la titrisation permet de transférer les risques d'une entité qui ne veut pas les supporter à une autre qui les accepte contre une rémunération : c'est le cas des obligations de catastrophe (cat bonds : cf. section I.1.3.4.i). De la même façon, par la titrisation d'une activité d'entreprise (whole business securitization : cf. paragraphe 1.3.4.ii) il est possible de verrouiller son niveau de profit.

d) *Meilleure gestion des ratios bilanciels :*

La titrisation permet de gérer le bilan de l'émetteur. En effet, en remboursant le portefeuille de créances, le cédant libère des fonds et peut accroître son activité ou générer de nouveaux actifs tout en gardant son total bilan à un niveau maîtrisé.

La titrisation permet d'améliorer les ratios de liquidité de l'entreprise.

Il en est de même des ratios d'endettement et de solvabilité puisque la titrisation permet le refinancement (libération du cash) sans alourdir l'endettement.

e) Réduction des exigences en fonds propres réglementaires :

Certaines entreprises, pour des raisons légales, réglementaires ou autres, ont des exigences en fonds propres réglementaires minimum à détenir (cas des établissements de crédit par exemple). La titrisation (cession des actifs) a une incidence sur les ratios de solvabilité réglementaires, pour les banques par exemple, puisqu'elle permet d'alléger son dénominateur défini comme étant le rapport entre les fonds propres de la banque et ses engagements pondérés.

Ainsi, la titrisation libère du capital pour d'autres investissements. Cela peut générer des gains économiques si les sources d'emprunts extérieurs sont limitées, ou s'il existe des différences entre les coûts de financement internes et externes.

f) Transparence et discrétion vis-à-vis du client de l'initiateur :

Etant donné que l'initiateur d'une opération de titrisation est généralement retenu comme gestionnaire, il n'est pas indispensable (sauf exigence réglementaire spécifique à certains pays) que le débiteur (emprunteur) soit informé du détail de l'opération.

Ainsi, la titrisation est transparente pour les clients de l'initiateur.

1.2.1.ii Les avantages pour les investisseurs

a) Possibilité d'investir dans des produits à rating élevé :

La titrisation offre la possibilité d'investir dans un pool spécifique d'actifs de haute qualité. Les exigences draconiennes qui pèsent sur certains investisseurs institutionnels afin d'atteindre des niveaux de notations élevés, conduisent à observer une pénurie d'entités pouvant atteindre de tels niveaux.

Les opérations de titrisation cependant permettent la création d'un nombre important de titres (obligations ou parts de titrisation) notés « Triple A », « Double A » ou « A » grâce à la possibilité d'isolation d'un bloc d'actif de bonne qualité dans des entités ad hoc. Les investisseurs institutionnels ayant une aversion au risque ainsi que ceux soumis à des contraintes réglementaires de n'investir que dans des actifs jouissant de très bonnes notations auront accès, grâce à la titrisation, à un plus grand nombre d'options de placement.

b) Investissement en titres bénéficiant de diverses garanties :

Les législations de chaque pays veillent à ce que les titres émis par les entités ad hoc ne soient pas complètement exposés aux risques de défaillance des débiteurs des créances titrisées.

Afin de garantir la réussite d'une opération de titrisation, le cédant veille à mettre en place des mécanismes de garanties internes et externes pour sécuriser l'investisseur.

1.2.2. Les risques associés à la titrisation

1.2.2.i Utilisation de la titrisation comme véhicule de diffusion des produits toxiques

Chaque pays est doté d'un dispositif réglementaire visant à limiter les risques pris par ses entreprises de manière générale et par ses établissements de crédit plus spécifiquement.

Or, les risques initialement contractés à titre individuel par les banques peuvent être transférés à l'ensemble du marché via la titrisation des créances et aboutir ainsi à un effet multiplicateur incontrôlé.

Le transfert des risques au moyen de la titrisation adossée à des actifs améliore la qualité des bilans des banques mais diffuse dans le marché des fragments de risque global.

1.2.2.ii Utilisation de la titrisation pour la manipulation de l'information comptable et financière

La titrisation est susceptible d'être utilisée comme un montage déconsolidant auquel peuvent recourir certains groupes pour réduire fictivement leur niveau d'endettement. Cette affirmation est corroborée par les résultats des études menées par Dechow et al. (2004) et Karaoglu (2004).

Les scandales financiers (Worldcom, Enron, Qwest …etc.) ont donné lieu à des études qui ont démontré l'existence d'une faiblesse dans les modes de gouvernance desdites sociétés. Ces faiblesses ont permis le recours à des pratiques comptables frauduleuses basées sur des techniques d'ingénierie financière, telle la titrisation, pour manipuler les chiffres comptables publiés.

1.2.2.iii Négligence dans le processus de sélection des emprunteurs ou des clients

Les établissements qui adoptent comme stratégie récurrente le recours à la titrisation risquent d'avoir tendance à se soucier de moins en moins de la qualité et de la solvabilité de leurs clients, considérant qu'ils vont céder les créances correspondantes et n'auront pas à supporter in fine le risque de non-recouvrement des créances.

A terme, cette négligence sera sanctionnée par le marché à travers une dégradation de la note attribuée aux titres et l'exigence d'une rémunération plus importante pour la prise en charge du risque de défaillance des débiteurs.

1.3. Les différentes techniques de titrisation

Le développement des formes de titrisation depuis son apparition au début des années 1970 a contribué à la diversification des actifs issus de ce marché.

En réalité, il n'existe pas de classification standard ou normative en la matière. Néanmoins, il demeure possible de différencier d'une manière générale la titrisation classique (1.3.2) de la titrisation synthétique (1.3.3).

Sous la pression des besoins évolutifs des investisseurs et grâce aux innovations de l'ingénierie financière, de nouvelles variantes sophistiquées de la titrisation ont vu le jour en étendant le champ d'application de cette technique aux actifs non financiers (1.3.4).

La titrisation a pu également être combinée à d'autres outils de l'ingénierie financière pour donner lieu à des montages financiers complexes tels que le SBO (Securitization Buy Out). Un SBO est un mécanisme de descente de la dette qui combine LBO (Leverage By Out) et titrisation (1.3.5).

Nous avons jugé utile de commencer par présenter la distinction entre une opération de titrisation de type « Pass-through », d'une opération de type « Pay-through » (1.3.1.).

1.3.1. La distinction entre les « pass-through securities » et les « pay-through securities »

1.3.1.i Titrisation de type « pass-through »

Une opération de titrisation du type « Pass-through » correspond à la cession d'un portefeuille d'actifs (créances par exemple) dont les encaissements futurs seront immédiatement reversés, sans transformation des flux et des caractéristiques des créances, aux investisseurs pour le remboursement de leurs titres.

Cette forme de titrisation est la première à être apparue et correspond le mieux à la titrisation des créances hypothécaires (Mortgage Backed Securities – MBS).

1.3.1.ii Titrisation de type « pay-through »

Une opération de titrisation du type « Pay-through » correspond à la cession d'un portefeuille d'actifs (créances par exemple) dont les encaissements futurs seront retraités avant versement aux investisseurs pour le remboursement de leurs titres.

Le retraitement des flux se fait essentiellement dans l'objectif de rendre les titres moins sensibles au risque de taux à l'origine des remboursements anticipés.

La configuration la plus répandue du « Pay-through » est le CMO (Collateralized Mortgage Obligations) dont la particularité réside dans le fait d'avoir un rythme de remboursement prédéfini offrant ainsi aux investisseurs des titres à maturités différentes.

Le développement du CMO a favorisé l'apparition ultérieure du CLO (Collateralized Loan Obligations) qui a la particularité de la déclinaison de plusieurs tranches de titres dans lesquelles les titres subordonnés supportent en priorité les risques de défaillance des débiteurs avant les autres titres non-subordonnés (parts ordinaires ou prioritaires).

Le montage financier du « Pay-through » peut se faire à travers le recours à plusieurs mécanismes :

- Les liquidités excédentaires provenant des encaissements (et surtout les remboursements anticipés) afférents aux créances titrisées peuvent faire l'objet de placements au sein de l'entité ad hoc dans l'attente du remboursement aux investisseurs, selon l'échéancier initialement convenu ;
- La technique du « Tranching » permet la création de plusieurs catégories de parts ayant des échéances de remboursement différentes, de telle sorte que certaines tranches uniquement absorbent les remboursements anticipés sans que les autres ne soient affectées.

Le recours au swap de taux permettra de réduire le risque de taux de telle sorte que l'entité ad hoc échange son taux fixe par un taux variable.

1.3.2. La titrisation classique

La titrisation classique dite « off-balance-sheet » correspond à une cession effective des actifs titrisés au véhicule ad hoc. A l'issue de cette cession, les actifs sortent du bilan de l'initiateur de l'opération de titrisation.

La titrisation classique est opposée à la titrisation synthétique où l'initiateur transfère, uniquement, les risques liés aux actifs sous-jacents sans les céder.

Ainsi, les actifs continuent à figurer au bilan de l'initiateur de l'opération de titrisation synthétique.

La titrisation classique regroupe essentiellement deux formes de titres :

- Ceux issus de la titrisation des créances hypothécaires (Mortgage Backed Securities / MBS) ;
- Et ceux issus de la titrisation d'autres catégories d'actifs (Assets Backed Securities / ABS).

1.3.2.i Mortgage Backed Securities (MBS) ou titrisation des créances hypothécaires

L'introduction de la titrisation dans tous les pays du monde a commencé par la cession des créances hypothécaires des agences ou des banques spécialisées dans le financement du logement résidentiel.

Le MBS a toujours été précurseur pour les raisons principales suivantes :

- L'homogénéité du produit ;
- Les statistiques de défaillance des emprunteurs de crédits immobiliers assortis d'hypothèques (généralement résidence principale) font ressortir des taux plus faibles que ceux des autres types de crédit ;
- L'adossement au crédit d'un actif immobilier facilement saisissable en raison de l'hypothèque qui le grève.

Le marché des MBS demeure, à ce jour, le plus important en matière de titrisation.

Les premières opérations de titrisation réalisées au Maroc sont de type MBS. A aujourd'hui, plus de la moitié des opérations de titrisation au Maroc sont de type MBS.

1.3.2.ii Assets Backed Securities (ABS) ou titrisation adossée à des actifs

Les ABS se distinguent par rapport aux MBS (Mortgage Backed Securities) par le fait qu'ils soient adossés à des actifs autres qu'hypothécaires. Il peut s'agir d'actifs variés tels que :

- Papier commercial : on parlera alors de programme « Assets Backed Comercial Papers / ABCP » ;
- Créances vis-à-vis des entreprises : On parlera alors de programme « Collateralised Debt Obligations / CDO » avec ses deux variantes :
    - Le Collateralized Loan Obligation (CLO) : programme adossé à des prêts bancaires aux entreprises.
    - Le Collateralized Bond Obligation (CBO) : programme adossé à un portefeuille d'obligations.

1.3.3. La titrisation synthétique

L'opération de titrisation synthétique est généralement opposée à la titrisation classique puisque qu'elle ne vise pas le financement de l'initiateur de l'opération mais plutôt le transfert du risque de contrepartie.

Le transfert du risque de contrepartie se fait à l'aide d'un dérivé de crédit (swap) qui s'apparente à un contrat d'assurances dans lequel le risque du débiteur initial est transféré à une contrepartie. Celle-ci versera à l'initiateur de la titrisation synthétique une indemnité, en cas de défaillance du débiteur principal, en contrepartie du paiement d'une prime au moment de la conclusion du dérivé de crédit.

On ne parlera de titrisation synthétique que lorsque le Swap couvre une multitude de risques concernant des débiteurs différents.

1.3.4. La titrisation d'actifs non financiers

La titrisation, qui concernait à l'origine les créances, s'est étendue par la suite à tout type d'actifs financiers.

En réponse aux demandes grandissantes et variées des investisseurs, les spécialistes de l'ingénierie financière ont pu transposer cette technique à des actifs non financiers.

Nous pouvons citer à titre d'exemple :

- La titrisation des actifs réels tels que :
    - Biens immeubles ;
    - Flottes aériennes ;
- La titrisation d'une activité d'entreprise ;
- La titrisation des risques d'assurance.

1.3.4.i La titrisation d'actifs réels

Nous présenterons des exemples de titrisation de biens immeubles et de flottes aériennes.

a) <u>Titrisation des biens immeubles :</u>

La réussite des opérations de titrisations hypothécaires (MBS) a contribué non seulement à la multiplication de ces dernières, mais aussi à la mise en place de nouvelles variantes de titrisation. Ainsi, certaines émissions obligataires n'étaient plus adossées aux créances hypothécaires mais directement aux actifs immobiliers.

Courant 2001, Deutsche Bank a levé, par le biais d'une opération de titrisation adossée à des actifs immobiliers, environ 700 millions d'euros pour financer l'acquisition à EDF d'une filiale immobilière propriétaire de plus de 10 000 logements.

En 2007, le Groupe espagnol Ferrovial opérant dans le secteur des infrastructures a financé l'acquisition de l'opérateur aéroportuaire britannique BAA par une émission obligataire adossée à certains actifs immobiliers des aéroports de Stansted, de Gatwick et d'Heathrow.

b) Titrisation de flottes aériennes :

Au début des années 2000, les compagnies aériennes avaient des difficultés à accéder au marché obligataire ce qui les a poussées à diversifier leurs modes de financement.

En 2003, la compagnie aérienne Air France a opté pour un montage de titrisation pour le financement d'une acquisition de 16 avions pour un montant de 435 millions d'euros.

Ainsi, les 16 avions furent achetés par des filiales d'Air France puis revendus à la société mère avec une clause de réserve de propriété sur 10 ans.

Lesdites filiales ont contracté des emprunts hypothécaires auprès d'une entité ad hoc (Frans 200), qui a procédé à l'émission de titres proposés aux investisseurs et enregistrés en Irlande.

La réussite de l'opération a été facilitée à travers les mécanismes de garantie suivants :

- Les avions ont été indirectement hypothéqués au profit des porteurs de titres ayant des rangs différents de priorité de remboursement sur les actifs en cas de défaillance de la compagnie ;
- Une banque a garanti le paiement des intérêts sur une durée de 10 années, en cas de défaillance de la compagnie.

1.3.4.ii La titrisation d'une activité d'entreprise

Cette technique consiste en l'émission, par un véhicule de titrisation, d'obligations adossées aux cash-flows futurs d'une société.

Les fonds levés, à travers l'opération de titrisation, sont versés à la société qui procèdera au remboursement des obligations au moyen des cash-flows futurs générés par son exploitation.

La société va apporter une partie ou l'intégralité de ses actifs en garantie de l'opération de titrisation.

La réussite de l'opération de titrisation dépendra d'une part, de la réalisation du business plan et de la régularité des cash-flows et d'autre part, des garanties juridiques offertes aux porteurs des parts de titrisation.

L'un des exemples réussis de ce type de titrisation est l'opération réalisée par la société française Fraikin, spécialisée dans la location de véhicules industriels. En 2008, la Société Fraikin a pu lever 800 millions d'euros, à des coûts de financement plus avantageux qu'un endettement par LBO, suite à la titrisation globale de ses produits de location des camions.

1.3.4.iii La titrisation des risques d'assurances

Certaines compagnies optent pour le transfert de certains risques d'assurances qu'elles ne veulent plus gérer, à des investisseurs qui acceptent de les prendre en charge, moyennant l'émission d'obligations à rentabilité élevée, appelées « catastrophe bonds » ou « cat bonds ».

Les risques d'assurances titrisés concernent essentiellement les catastrophes naturelles telles que les ouragans qui frappent les villes côtières d'Amérique, les tremblements de terre qui frappent l'Asie,…etc.

L'entité ad hoc, servant de véhicule de titrisation, procède à l'émission de titres adossés aux risques d'assurances appelés « Insurance Linked Securities / ILS », dont la valeur dépend de la réalisation ou non du risque d'assurances.

L'entité ad hoc s'engage, contractuellement, à indemniser la société si une catastrophe naturelle venait à se produire, en contrepartie du versement par la compagnie d'assurances, d'une prime récurrente.

Les catastrophe-bonds, émis par le véhicule de titrisation, sont achetés par des investisseurs qui acceptent d'en assumer les risques. Les fonds levés font l'objet de placements sans risques dont les revenus seront utilisés par le véhicule de titrisation pour le versement d'indemnités en cas de survenance des catastrophes.

En cas de non-survenance du risque, les catastrophe-bonds sont remboursées à maturité.

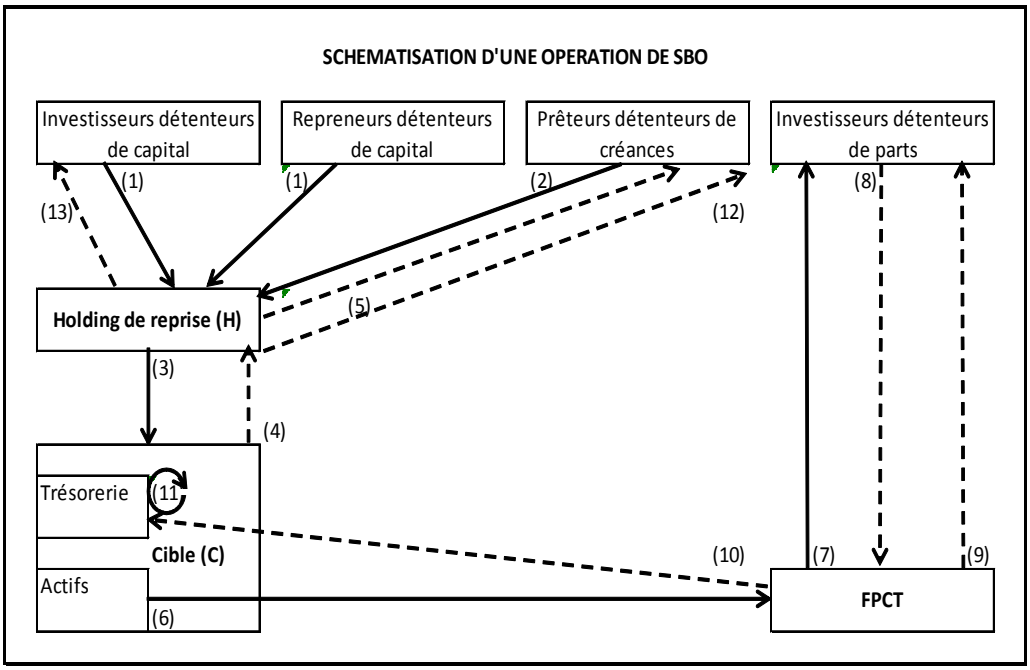
En cas de survenance du risque, l'indemnisation est prélevée d'abord sur les revenus des placements et au besoin sur le nominal. Ainsi, les investisseurs renonceront à la perception de leurs intérêts, voire même au remboursement du principal des obligations (catastrophe-bonds).

1.3.5. La Securitization By Out (SBO)

Comme son nom l'indique, une opération de Securitization Buy Out consiste à mixer une opération de reprise d'entreprise par endettement (Leverage By Out/LBO) avec une opération de titrisation (Securitization), portant sur les actifs de l'entreprise cible.

Le SBO vise un financement optimal de l'opération de reprise puisque la titrisation permettra de drainer une liquidité dont pourra se servir la holding de reprise pour rembourser l'endettement issu du LBO.

Cadiou et al. (2007) schématisent le montage d'une opération de SBO comme suit :



Un fonds d'investissement et un repreneur apportent le capital de la société holding créée pour l'occasion (1).

Pour limiter le montant de leur investissement, ils font appel au levier financier en endettant la holding (2) qui possède un seul actif, les titres de la société cible (3).

La société cible, dite opérationnelle, produit des flux de trésorerie d'exploitation et dégage un résultat de nature principalement économique.

Ce dernier remonte vers la société holding afin de rémunérer et rembourser les dettes (4).

La cible possède des actifs (immobilisations stables, stocks, créances commerciales) sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties et qui sont cédés à un véhicule ad hoc (fonds de titrisation) (5).

Ce dernier les acquiert (5) et gère les flux associés (perception des règlements des créances, vente de stocks, paiement d'intérêts…) et se refinance par une émission de dettes structurées pour répondre aux profils d'investisseurs sur le marché (6).

Les investisseurs apportent du cash au fonds de titrisation par le paiement des titres acquis (7) et reçoivent, durant la durée du montage, des intérêts et un remboursement programmé pour leur placement (8).

La gestion des actifs acquis par le fonds de titrisation doit permettre la gestion de la dette du même fonds auprès du marché. Le cash obtenu du règlement des titres par les investisseurs permet au fonds de titrisation de financer l'acquisition de ses actifs et revient à la société cible (9).

Cette dernière bénéficie d'un moyen de financement alternatif qui, par le biais d'une remontée d'un superdividende vers la holding, doit servir par exemple à l'extinction d'une partie sélectionnée de la dette d'acquisition du montage LBO (4 et 10).

Certains grands groupes ont eu recours à la Securitization By Out, nous citons à titre d'exemple :

- Année 2000 : BSN Glasspack ;
- Année 2004 : Cegelec et Fraikin.

Section 2. Revue de la littérature relative à la décision de titrisation

La littérature financière relative à la titrisation peut être divisée en deux volets principaux : les études théoriques et les études empiriques sur les facteurs déterminants ainsi que les effets postérieurs des opérations de titrisation.

Pendant les 10 dernières années, certaines études se sont intéressées à la relation entre la titrisation et la gestion des résultats.

Le tableau ci-dessous récapitule les principales études empiriques menées pour l'identification des déterminants des opérations de titrisation :

Auteurs	Année	Echantillon	Période	Pays
Affinito et Tagliaferri	2010	Banques	2000-2006	Italie
Panetta et Pozzolo	2010	Banques	1991-2007	Monde
Agostino et Mazzuca	2008	Banques	1999-2006	Italie
Bannier et Hansel	2008	Banque	1997-2004	U.E.
Martin-Oliver et Saurina	2007	Banques, cajas et cooperatives	1999-2006	Espagne
Aqdim, Dionne et Harchaoui	2002	Banques	1988-1999	Canada
Minton, Opler et Stanton	1997	Entreprises industrielles	1987-1994	USA

Agostino et Mazzuca (2008) rappellent que diverses études théoriques considèrent la présence d'asymétrie d'informations comme la principale motivation à l'origine de l'implémentation et du développement de la titrisation à travers le monde. En particulier, ils affirment que la titrisation peut être une source de financement supplémentaire pour les entités n'arrivant pas à atteindre un niveau satisfaisant de diversification de portefeuilles et dans lesquelles les investisseurs n'investiraient pas a priori. Mais la titrisation peut être également utilisée pour contourner la difficulté née de l'existence de marchés, à la fois de crédit rationné et de crédit non rationné, dans le cadre de l'existence d'asymétrie d'informations et de coûts.

Plus tard, Wolfe (2000) traite des changements potentiels dans la structure opérationnelle des dépôts des institutions financières qui titrisent leurs actifs, concluant que la titrisation permet aux banques d'améliorer leur rendement sur le capital, étant donné qu'elles peuvent augmenter leur volume de prêts, sans avoir à augmenter leurs engagements ou leurs niveaux de capital.

Les premiers articles (Calomiris et Mason, 2004; Minton et al, 2004; Martin-Oliver et Saurina, 2007; Uzun et Webb, 2007; Agostino et Mazzuca, 2008) se focalisent essentiellement sur un, deux ou, au plus, trois principaux groupes de déterminants. Par contre, les études récentes (Bannier et Hänsel, 2008; Cardone-Riportella et al, 2010; Panetta et Pozzolo, 2010; Affinito et Tagliaferri, 2010) sembleraient converger vers l'examen de quatre types de déterminants liés à la liquidité, le risque, le capital et la performance, afin d'avoir une vision plus complète du problème.

En ce qui concerne les études empiriques sur les effets postérieurs aux opérations de titrisation, plusieurs auteurs analysent dans quelle mesure l'opération de titrisation affecte son établissement initiateur, et dans certains cas, ils étendent l'analyse des effets à l'ensemble du système financier. Plus précisément, Affinito et Tagliaferri (2010) affirment que la possibilité du transfert du risque de crédit, offerte par la titrisation, réduit les motivations des banques américaines à maintenir et à faire le suivi des prêts, aboutissant ainsi à une dégradation des standards d'octroi des crédits.

Agostino et Mazzuca (2008) ont fait le résumé :

- des études qui se sont intéressées aux effets de la titrisation sur le capital et le risque des établissements bancaires initiateurs (i), l'offre de crédit bancaire et la politique monétaire (ii) et les performances des banques et du système financier (iii).
- des études, principalement faites par les banques centrales et les organisations internationales, qui mettent en évidence les effets potentiels négatifs de la titrisation sur le système financier dans sa globalité.

Malgré l'abondance de la littérature relative aux effets de la titrisation, celle relative à ses déterminants se fait plus rare. En effet, les seules zones géographiques couvertes par les études relatives aux déterminants de la titrisation sont : les Etats-Unis d'Amérique, le Canada et certains pays de l'Union européenne (Italie et Espagne).

A présent, nous présentons les principales conclusions des études empiriques relatives aux déterminants de la titrisation.

2.1. Italie : Affinito et Tagliaferri

Affinito et Tagliaferri (2010) ont mené une étude empirique couvrant l'ensemble des banques italiennes sur la période allant de l'année 2000 (première année consécutive à l'adoption de la loi italienne sur la titrisation des prêts bancaires) à l'année 2006.

Les résultats affirment qu'en Italie, en dépit de l'augmentation des encours de titrisation, leur moyenne reste relativement faible.

Les banques les moins capitalisées, moins rentables, moins liquides et plus risquées sont celles les plus susceptibles de titriser leurs prêts. Elles le font assez tôt et pour des montants plus importants.

A la suite des opérations de titrisation, les banques semblaient fonctionner avec un capital relativement faible (bien que supérieur aux exigences réglementaires), détenir moins de créances douteuses et atteindre des profits plus élevés.

Affinito et Tagliaferri soutiennent que puisque les banques ne constituent plus les principaux détenteurs d'actifs illiquides car s'adonnant à la titrisation elles sont moins incitées à surveiller leurs emprunteurs. Ce changement potentiellement important dans l'activité pourrait conduire les banques à revoir une de leurs activités commerciales de base.

Le fort développement de la titrisation bancaire a conduit à des théories au sujet d'un nouveau modèle bancaire, défini comme le modèle «originate-to-distribute» (O&D model), parce que les banques ne sont plus les créateurs et les conserveurs de prêts mais deviennent les initiateurs et distributeurs sur les marchés de capitaux à la fois des crédits et des risques qui y sont associés.

2.2. Monde : Panetta et Pozzolo

Panetta et Pozzolo (2010) ont mené une étude empirique qui analyse les déterminants et les conséquences de la titrisation en utilisant un large échantillon de banques appartenant à plus de 100 pays à travers le monde en prenant en considération les caractéristiques spécifiques des banques ainsi que les caractéristiques des pays qui pourraient influer sur les décisions des banques. L'étude a porté sur une durée relativement longue allant de 1991 à 2007.

Le choix d'un échantillon mondial et d'une longue période d'analyse a été motivé par les résultats divergents auxquels ont abouti les études empiriques antérieures en raison du fait qu'elles ont porté sur des pays différents et ont couvert des périodes différentes. En effet, les études sur la relation entre les techniques de transfert du risque de crédit (comme la titrisation) et le risque bancaire débouchent sur des résultats controversés et variant selon le pays et la période de temps couverte par l'analyse.

Certains auteurs trouvent une relation positive entre le risque bancaire et l'utilisation des techniques de transfert du risque de crédit : les banques recourant à la titrisation sont caractérisées par un niveau de provisionnement élevé (Bannier et Hänsel, 2007) et détiennent une part importante d'actifs non performants (Casu et al., 2009). Par contre, certains papiers constatent que les banques les plus susceptibles de recourir à la titrisation se caractérisent par un faible effet de levier (Gorton et Souleles, 2004 et Minton et al. 2004).

Les résultats de l'étude empirique de Panette et Pozzolo (2010) démontrent que les opérations de titrisation sont principalement initiées par les banques qui sont rentables et de grandes tailles, souhaitant ainsi réduire le risque de crédit, contenir l'exposition aux risques de liquidités et améliorer leurs ratios de fonds propres. Il s'avère a posteriori que ces objectifs ont été effectivement atteints par les banques ayant eu recours à la titrisation. Dans les années ayant suivi la première opération de titrisation, les banques ont connu une réduction de leur risque global et une amélioration de leurs ratios de fonds propres.

Le constat relatif au fait que les banques de grande taille aient davantage recours à la titrisation est cohérent avec l'hypothèse relative à l'importance des frais fixes liés au lancement d'une opération de titrisation. Les opérations de titrisation impliquent l'engagement de coûts ponctuels importants. Il s'agit notamment des honoraires de conseil, de la rémunération des organismes de notation, des frais de structuration de l'opération et des frais juridiques. Selon Davidson et al. (2003), par exemple, les coûts initiaux d'une opération de titrisation classique peuvent facilement dépasser le million de dollars. Beaucoup de ces coûts sont relativement fixes et peuvent peser plus lourdement sur les petites banques qui seraient moins incitées au recours à la titrisation.

Ainsi, les banques seront plus susceptibles de titriser leurs actifs dans un contexte de baisse des coûts directs et indirects de titrisation.

Les banques seront également plus susceptibles de recourir à la titrisation lorsqu'elles se trouvent face à des exigences de capital réglementaires contraignantes.

2.3. Italie : Agostino et Mazzuca

Agostino et Mazzuca (2008) ont mené une étude empirique relative aux déterminants de la titrisation couvrant l'ensemble des banques commerciales italiennes sur la période allant de 1999 à 2006.

L'étude vise à identifier de manière empirique les motivations qui sous-tendent la décision des banques italiennes de recourir à la titrisation en testant trois hypothèses :

- Selon la première (appelée «financement»), les banques ont tendance à titriser pour gagner en canaux de financement, compléter leurs sources de financement et avoir une meilleur adéquation entre les passifs et les actifs ;
- La seconde hypothèse (appelée «spécialisation») suppose que la titrisation est un moyen pour les banques de se débarrasser des portefeuilles d'actifs (généralement des prêts) à des fins de restructuration. En vendant une partie de leur portefeuille de prêts, les banques décomposent le processus

de prêt traditionnel en activité, plus élémentaires (à savoir l'initiation, le suivi, la garantie et le financement) afin de se spécialiser dans les activités de base (initiation en premier lieu) où elles jouissent d'avantages concurrentiels tout en transférant les activités restantes à d'autres entités (Greenbaum, 1986) ;

- La troisième hypothèse (appelée «arbitrage réglementaire»), suppose que la titrisation est un moyen pour les banques d'opérer des arbitrages en matière d'exigences réglementaires en capital social devant aboutir à une réduction des fonds propres sans prise de risques.

La conclusion de l'étude menée par Agostino et Mazzuca (2008) affirme que les banques italiennes ont recours à la titrisation essentiellement pour des considérations de financement.

Ainsi, les banques italiennes réalisent des opérations de titrisation dans un but de diversification et d'optimisation de leurs circuits de financement disponibles.

Par ailleurs, le statut de la banque sur la Bourse et sa taille ont une incidence positive sur la décision de titrisation, probablement en raison de «l'effet de connaissance du marché" et parce que les grandes banques peuvent mieux supporter les importants coûts fixes du processus de titrisation.

2.4. Union Européenne : Bannier et Hansel

Bannier et Hansel (2008) ont mené une étude empirique auprès des banques européennes ayant procédé à des émissions de CLO (Collateralized Loan Obligation) sur la période allant de 1997 à 2004 dans l'objectif d'identifier les principaux déterminants à l'origine de la décision de titrisation.

L'étude menée arrive au résultat que les banques les plus susceptibles de recourir à la titrisation sont celles de grande taille (actifs importants), les plus exposées au risque de crédit, les moins liquides et les moins rentables. La décision de titrisation est également influencée par les caractéristiques spécifiques à chaque banque.

L’étude de Bannier et Hansel (2008) débouche également sur l’identification d’un effet inverse en matière d’arbitrage en exigences réglementaires en capital : les banques disposant d’un faible « Tiers I » en fonds propres requis par les accords de Bâle titrisent nettement moins que celles disposant d’un important « Tiers 1 ».

L’étude démontre que les coûts fixes liés à la mise en place d'un programme de titrisation ne constituent pas un handicap réel et semblent être surmontables pour les petites banques et institutions. Autre fait intéressant, les banques commerciales semblent recourir à la titrisation des prêts pour accéder au marché des capitaux.

Dans son ensemble, l’étude de Bannier et Hansel (2008) indique que les opérations de titrisation sont principalement utilisées comme outils de transfert du risque et de financement permettant ainsi un partage de risque plus efficace et une amélioration de la liquidité.

2.5. Espagne : Martin-Oliver et Saurina

Martin-Oliver et Saurina (2007) ont mené une étude empirique couvrant la population espagnole des banques commerciales, caisses d'épargne (cajas) et coopératives de crédit sur la période allant de 1999 à 2006.

L’objectif de l’étude est d'expliquer les tendances et les déterminants de la titrisation au niveau des banques espagnoles.

La titrisation a connu une expansion telle que l'Espagne est devenue le deuxième émetteur d'obligations sécurisées (Covered Bonds) et titres ABS (Assets Backed Securities) en Europe.

L’étude menée retient trois motivations possibles pour le recours aux opérations de titrisation :

- La recherche d’une meilleure liquidité. Les banques peuvent transformer des actifs illiquides et à long terme à détenir jusqu'à l'échéance en instruments liquides ;

- Le changement du profil de risque relatif au portefeuille des crédits (retirer du bilan les créances risquées par exemple) ;
- L'arbitrage en matière d'exigences réglementaires en capital.

Les résultats de l'étude affirment que dans l'ensemble la recherche de liquidité est le déterminant exclusif de la titrisation en Espagne.

Ainsi, le profil de risque de la banque ou son niveau de capital au regard des exigences réglementaires ne semblent jouer aucun rôle dans la décision de titrisation.

Les conclusions sont légèrement différentes lorsque l'analyse est poussée jusqu'aux déterminants relatifs aux montants titrisés ou lorsqu'il s'agit de distinguer les catégories d'actifs auxquels sont adossées les opérations de titrisation. Nous constatons que les RMBS (résidentiel mortgage-backed securities) ne sont utilisés que pour obtenir des liquidités, alors que les titres adossés aux prêts consentis aux petites et moyennes entreprises pourraient aussi être émis dans une optique d'arbitrage réglementaire (mais pas de transfert de risques).

Le montant émis par les banques répond à nouveau aux besoins de liquidité, même si, une fois la décision de titrisation prise (indépendamment du risque et des motifs de solvabilité), des pratiques d'arbitrage réglementaire peuvent également être observées.

2.6. Canada : Aqdim, Dionne et Harchaoui

Aqdim, Dionne et Harchaoui (2002) ont mené une étude empirique couvrant les banques exerçantes au Canada (banques canadiennes et étrangères) sur la période allant de 1988 à 1999.

L'objectif de l'étude est de tester l'existence d'un lien statistique entre la titrisation et les ratios de capital en analysant les déterminants qui affectent le comportement des banques en matière de titrisation.

En raison des divergences entre le risque économique réel des banques et son appréhension par le ratio du capital (i), du coût du capital différent de celui de la dette en raison de l'impact de l'impôt (ii), de l'asymétrie d'information (iii) et du coût d'agence (iv), lorsque les banques sont tenues de détenir un capital supérieur à celui qu'elles estiment devoir détenir, elles considèrent le capital requis comme une forme de taxation. Pour pallier cette divergence, les banques recourent à l'arbitrage pour optimiser leur financement et le capital requis.

En ayant recours à l'arbitrage, les banques ont tendance à titriser leurs créances de meilleure qualité. Les créances de qualité inférieure (présentant des rendements plus élevés car plus risqués) sont ainsi conservées à l'actif (Jones, 2000).

L'étude menée par Aqdim, Dionne et Harchaoui (2002) permet de conclure que les banques cherchent à maximiser leurs rendements via la titrisation des créances de meilleure qualité et la conservation des créances les plus risquées aboutissant ainsi à une dégradation de la qualité de leurs portefeuilles menant à une augmentation des actifs ajustés pour le risque et à une diminution du ratio du capital.

2.7. USA : Minton, Opler et Stanton

Les études relatives à l'identification des déterminants des opérations de titrisation initiées par des entreprises industrielles sont très rares par rapport aux études concernant la titrisation par les banques. Ce constat est compréhensible compte tenu du fait que l'essentiel des opérations de titrisation dans le monde est initié par des établissements financiers et non industriels.

Minton, Opler et Stanton (1997) ont mené une étude empirique relative aux déterminants de la titrisation initiée par les entreprises industrielles américaines sur la période allant de 1987 à 1994. Les cinq secteurs industriels examinés dans le cadre de l'étude sont :

- Le transport aérien ;
- Le secteur automobile ;

- Micro-ordinateurs ;
- Vente en détail (retail) ;
- Vente de tracteurs, camions et équipements lourds.

Les facteurs retenus par l'étude comme motivations susceptibles d'encourager les entreprises à titriser leurs créances sont de l'ordre de quatre :

- éviter les coûts liés au sous-investissement ;
- éviter les coûts de substitution des actifs ;
- éviter les coûts de financement en raison de l'asymétrie d'information ;
- expropriation des détenteurs des droits.

i) coûts liés au sous-investissement :

La titrisation d'actifs peut être un moyen d'atténuer les problèmes de sous-investissement.

Stulz et Johnson (1985) montrent que la dette garantie peut être utilisée pour augmenter la valeur de l'entreprise et que la situation des détenteurs d'obligations existantes peut être améliorée si l'entreprise est en mesure d'entreprendre un nouveau projet rentable en émettant de la dette garantie.

Berkovitch et Kim (1990) et James (1988) constatent également que la dette garantie permet d'atténuer le problème du sous-investissement.

Le sous-investissement est plus susceptible d'être un problème pour les entreprises à faibles opportunités de croissance. Par conséquent, si l'évitement du sous-investissement est un facteur de motivation à la titrisation, les entreprises en difficulté financière et / ou à faibles perspectives de croissance sont plus susceptibles de recourir à la titrisation. Cette dernière permettra aux entreprises d'entreprendre des investissements à VAN (Valeur Actuelle Nette) positive et d'améliorer leur performance financière.

ii) coûts liés à la substitution des actifs :

L’endettement risqué peut induire des conflits d'intérêts entre les obligataires et les actionnaires et conduire à des décisions d'investissement sous-optimales.

Parmi les coûts d'agence relatifs à l’endettement risqué figure le problème de substitution des actifs (Jensen et Meckling, 1976) et le problème d'investissement (Myers, 1977).

Stulz et Johnson (1985) suggèrent que les coûts d'agence de la dette (y compris les coûts de surveillance, les coûts de sous-investissement et les problèmes de substitution des actifs) sont plus faibles lorsqu’il s’agit d’endettement garanti que d’endettement non garanti.

James (1988) montre que la titrisation d'actifs est similaire à de l’endettement garanti. De ce fait, il existe plusieurs raisons pour lesquelles les coûts d'agence liés à la dette titrisée pourraient être inférieurs à ceux relatifs à l’endettement non garanti.

Tout d'abord, les créances titrisées ne sont pas soumises à des clauses restrictives et peuvent être plus facilement négociables.

Deuxièmement, les détenteurs de créances titrisées ne sont pas concernés par les gains des placements futurs de l'entreprise. Par conséquent, il n'y a pas de problèmes de sous-investissement liés à la dette titrisée.

Troisièmement, puisque le paiement des créances titrisées provient de l'actif couvrant la dette et non de l'émetteur lui-même, les détenteurs de la dette exigeront moins d'informations concernant la société émettrice que les détenteurs d’une dette non garantie.

Tous ces facteurs devraient réduire les coûts de la dette adossée à des actifs (type titrisation) par rapport à la dette non garantie.

Ainsi, les entreprises supportant d'importants coûts d'agence liés à l'endettement seront plus susceptibles de recourir à la titrisation. En outre, puisque les coûts d'agence liés à l'endettement sont une fonction croissante de l'endettement, les entreprises qui ont un fort effet de levier financier et / ou les entreprises en difficultés financières devraient être plus susceptibles de recourir à la titrisation.

iii) Coûts induits par l'asymétrie de l'information

Myers et Majluf (1984) proposent une hiérarchie de financement des entreprises.

Dans leur modèle, les gestionnaires ont accès à plus d'informations et sont mieux renseignés sur la valeur de l'entreprise que les investisseurs potentiels.

Les gestionnaires agissent pour maximiser la valeur des actionnaires existants.

Les investisseurs potentiels et rationnels vont exiger une décote de valeur sur toute émission de titre. Par conséquent, pour financer les projets d'investissement, les gestionnaires préfèreront le recours aux fonds internes et si un titre doit être émis, l'entreprise optera pour des émissions garanties. Les dettes garanties (titrisation par exemple) peuvent être plus sûres que la dette non garantie car il y a moins d'asymétrie d'information au sujet de la valeur de l'actif servant de garantie qu'au sujet de la valeur de l'entreprise. Si c'est le cas, les entreprises qui font face à des problèmes d'asymétrie d'information sévères, seront plus susceptibles de recourir à l'émission de la dette garantie telle que la titrisation.

iv) Expropriation des détenteurs des droits

La titrisation d'actifs peut être utilisée non seulement pour résoudre les problèmes d'information et d'agence mais aussi comme moyen d'expropriation des obligataires ou actionnaires actuels.

Stulz et Johnson (1985) affirment que pour que la dette garantie aboutisse à une amélioration de valeur pour les obligataires et les actionnaires, elle devrait être accompagnée d'un changement positif dans la politique d'investissement. Ce changement dans la politique d'investissement ne peut se produire que si les

engagements des obligataires actuels limitent l'utilisation du produit généré par la titrisation.

Dans ce cas, la dette garantie ou titrisée peut aider l'entreprise à s'engager dans la substitution d'actifs. Par exemple, l'entreprise peut titriser des actifs à faible risque et utiliser le produit pour investir dans des activités plus risquées. Les entreprises pourraient utiliser le produit dans des investissements à valeur actuelle nette négative ou pourraient rembourser les actionnaires. Si ceci constitue la motivation des émetteurs d'actifs titrisés, les émissions de titrisation devraient conduire à une réduction de la richesse des obligataires et à une augmentation de la richesse des actionnaires.

La titrisation peut être également utilisée pour exproprier la richesse des actionnaires si le produit est investi dans des placements à valeur actuelle nette négative.

Les résultats de l'étude menée par Minton, Opler et Stanton (1997) indiquent deux déterminants importants à la décision de titrisation.

La taille s'est révélée être un facteur déterminant. En effet, les grandes entreprises avec une concentration de créances sont les plus susceptibles de recourir au marché de la titrisation. En outre, les entreprises qui commencent des programmes de titrisation d'actifs sont susceptibles de continuer à les utiliser au fil du temps en raison des économies d'échelles réalisées.

L'autre facteur déterminant est la situation financière de l'entreprise. Minton, Opler et Stanton (1997) constatent que les entreprises qui recourent à la titrisation ont tendance à avoir une qualité de crédit nettement plus faible que les autres entreprises. C'est parce que ces entreprises sont à la fois plus endettées et moins rentables que leurs homologues de l'industrie. Ce résultat est cohérent avec l'idée que les entreprises titrisent afin d'éviter les frottements liés aux émissions des dettes non garanties lorsqu'elles sont dans une situation financière précaire. Ces frictions pourraient provenir des problèmes d'agence ou de l'asymétrie d'information entre les parties prenantes au processus de financement.

Synthèse :

La littérature traitant de la titrisation propose quatre principaux déterminants de la décision de titrisation :

- le besoin de nouvelles sources de financement ;
- le transfert de risque de crédit ;
- la recherche de nouvelles opportunités de profit ;
- le rôle du capital

La première raison qui motive le recours à la titrisation a trait aux besoins de liquidité et de financement.

Les banques peuvent céder des prêts pour financer leurs actifs sans essayer d'attirer davantage de dépôts de détail en raison de leur pénurie ou de leur coût (James, 1988 ; Stanton, 1998 et 2002 ; DeYoung et Rice, 2004 ; Parlour et Plantin, 2008).

De même, les banques peuvent titriser des prêts plutôt qu'attirer des dépôts lorsque ces derniers sont concurrencés par le papier commercial ou lorsque les banques sont à la recherche de fonds à long terme (Estrella, 2002 ; Loutskina et Strahan, 2007).

Le deuxième déterminant concerne l'exposition au risque. En effet, la titrisation représente l'un des principaux instruments de transfert du risque de crédit. Les banques détenant des parts importantes de créances risquées peuvent recourir davantage à la titrisation afin de réduire l'impact qui pèse sur leur bilan (Cumming, 1987 ; Flannery, 1994 ; Dell'Ariccia, Igan et Laeven, 2008) ou de réduire les pertes liées attendues (Dahiya, Puri et Saunders, 2003 ; Marsh, 2006).

En revanche, une partie de la littérature suggère que les banques pourraient être incitées à titriser des prêts de haute qualité et à retenir les prêts de faible qualité. Ceci se produit lorsque le capital économique est beaucoup plus faible que le capital réglementaire et les actifs à pondération risquée permettent un équilibre raisonnable entre le rendement et la sécurité.

Par exemple, les banques pourraient vendre des prêts de haute qualité et utiliser le produit de cession pour distribuer des prêts plus risqués (à rendements attendus plus élevés) sans changement des exigences en capital, alignant ainsi capital économique et capital réglementaire (Greenbaum et Thakor, 1987).

Cette idée est corroborée par Kohen et Santomero (1980), Kim et Santomero (1988), Flannery (1989) et Blum (1999), qui ont avancé que des pondérations mal choisies augmentaient le niveau de risque des banques. Toutefois, leurs analyses ont été critiquées par diverses études. Furlog et Keeley (1989, 1990) puis Rochet (1992) ont montré que les exigences réglementaires en capital réduisent les incitations à la prise de risques lorsque les banques possèdent des portefeuilles diversifiés. En tout cas dans ce débat l'effet de base sur la titrisation ne serait pas dû à la qualité des prêts, mais plutôt aux exigences réglementaires en capital et à des considérations de profit qui représentent des déterminants plus spécifiques de la titrisation (Drucker et Puri, 2006 ; Duffie, 2008).

Le troisième déterminant de l'activité de titrisation suggéré par la littérature se réfère aux opportunités de profit.

La titrisation permet aux banques de comptabiliser des gains, lorsque la valeur de marché des prêts dépasse leur valeur comptable (James, 1988; Flannery, 1989 et 1994; Donahoo et Shaffer, 1991; DeMarzo, 2005; Karaoglu, 2004). En outre, les banques peuvent redéployer leurs prêts vendus vers des opportunités plus rentables (Greenspan, 2004; Schuermann, 2004).

Enfin, le quatrième déterminant de la titrisation est relatif au capital de la banque. Afin de répondre simultanément aux exigences en fonds propres économiques (capital économique) et aux exigences réglementaires en fonds propres, les banques disposent classiquement de deux choix.

Soit elles agissent sur le numérateur (par exemple en n’opérant pas de distribution de bénéfice et en émettant de nouvelles actions), soit sur le dénominateur (en coupant dans les actifs, en réduisant les crédits ou en privilégiant des actifs à faible pondération de risques).

La titrisation offre une troisième alternative d'ajustement des ratios de fonds propres.

La titrisation permet d'éviter les inconvénients de la conservation des prêts et diminue automatiquement les besoins en fonds propres réglementaires et de marché (Berger et Udell, 1993; Froot, Scharfstein et Stein, 1993; Jagtiani, Saunders et Udell, 1995; Carlstrom et Samolyk, 1995; Berger, Herring et Szego, 1995 ; Allen, Jagtiani et Landskroner, 1996 ; Froot et Stein, 1998 ; Jackson et al, 1999 ; Jones, 2000; Altunbas, Gambacorta et Marqués, 2007).

Lorsque les déterminants de la titrisation de prêts impliquent le capital des banques, plusieurs chercheurs soulignent qu'il peut y avoir le risque d'arbitrage réglementaire en ce sens que les banques pourraient recourir à la titrisation pour réduire fictivement leurs exigences de fonds propres réglementaires (James, 1988; Flannery, 1989 et 1994; Donahoo et Shaffer, 1991; DeMarzo, 2005; Karaoglu, 2004; Jackson et al, 1999;. Jones, 2000; Calomiris et Mason, 2004; Jobst, 2005; Ambrose, Lacour-Little et Sanders, 2005; Vanhoose, 2007; FSF, 2008a, b; Kashyap, Rajan et Stein, 2008; Borio, 2008; Parlour et Plantin, 2008; Draghi, 2008a, b, c, Shin, 2008; Adrian et Shin, 2008; Greenlaw et al, 2008). En fait, la littérature n'est pas unanime, même dans la définition de l'arbitrage réglementaire. Certains auteurs considèrent l'arbitrage réglementaire en capital comme un comportement opportuniste qui ne se pose que s'il y a une intention malveillante (Jackson et al, 1999; Jones, 2000; Jobst, 2005; FSF, 2008; BRI, 2008; Borio, 2008).

D'autres soulignent que l'arbitrage réglementaire pourrait se produire chaque fois qu'une banque réalise un gain en capital (Ambrose, Lacour-Little et Sanders, 2005) et dans ce sens, comme l'ont soutenu Kashyap, Rajan et Stein (2008), tout système de régulation du capital crée inévitablement une tendance à l'arbitrage réglementaire.

Section 3. Cadre réglementaire applicable à la titrisation

Au niveau de la première section du présent chapitre nous avons pu apprécier à quel point les opérations de titrisation pouvaient être complexes et porter sur des actifs variés.

Pour ces raisons, la titrisation a été souvent pointée du doigt comme étant l'une des principales causes de la crise des subprimes et de l'effet boule de neige qui s'en est suivi.

Au niveau de la présente sous-section, on se propose de présenter succinctement les dispositifs juridique, comptable et fiscal applicables aux opérations de titrisation au Maroc afin d'identifier ce qui est faisable au regard de la législation marocaine et ce qui ne l'est pas.

Par ailleurs, le présent travail de recherche s'est fixé comme objectif, entre autres, d'identifier les freins à l'origine du recours à la titrisation. A l'occasion de nos travaux de revue documentaire et entretiens préliminaires avec les acteurs associés au processus de titrisation, nous avons pris conscience du rôle primordial que jouent le cadre réglementaire et ses différentes contraintes dans la décision du recours ou non à la titrisation.

Nous avons très tôt pris conscience de la nécessité de maîtriser le cadre réglementaire et ses récentes évolutions afin de pouvoir mener à bien le présent travail de recherche. En effet, le cadre réglementaire a connu des amendements structurels durant ces dernières années afin de lever certains freins et traduire la volonté des pouvoirs publics de développer la titrisation.

Ainsi, nous nous proposons de présenter successivement les trois composantes du cadre réglementaire applicable à la titrisation, à savoir :

- Le dispositif juridique (3.1.) ;
- Le dispositif comptable (3.2.) ;
- Le dispositif fiscal (3.3.).

3.1. Dispositif juridique applicable aux opérations de titrisation

L'évolution du dispositif juridique marocain applicable à la titrisation a connu trois phases, chacune marquée par l'adoption d'un texte de loi :

- Phase 1 : adoption, en août 1999, de la loi n°10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires ;
- Phase 2 : adoption, en novembre 2008, de la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances ;
- Phase 3 : adoption, en février 2013, de la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs, modifiant et complétant la loi n°33-06.

Afin de ne pas alourdir le corps de la thèse, nous avons fourni en annexe 1 une étude détaillée du cadre juridique applicable à la titrisation dont la synthèse est présentée ci-après.

3.1.1. Phase 1 : régime juridique prévu par la loi n°10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires

La loi n°10-98 fut la première loi à introduire la titrisation au Maroc. Les seuls actifs éligibles à la titrisation en vertu de ladite loi furent les créances assorties d'hypothèques (dites créances hypothécaires).

Nous rappelons qu'à l'époque, la cession des créances était possible mais présentait divers inconvénients. En effet, le cadre juridique relatif à la cession des créances tel que prévu au niveau du Dahir des Obligations et des Contrats (DOC) ne pouvait s'adapter aux caractéristiques des opérations de titrisation puisque le DOC prévoit l'acceptation du débiteur de la transmission de sa dette dans un acte authentique ou via notification dans un acte extrajudiciaire.

L'inadaptabilité du DOC a poussé le législateur à mettre en place un cadre juridique approprié au mécanisme de titrisation. Ce cadre juridique fut largement inspiré de la loi française n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

La nature juridique de l'entité ad hoc (appelée FPCT) portant les créances titrisées fut définie par l'article 3 de la loi n°10-98 qui stipule que « Le FPCT est une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances hypothécaires détenues par des établissements de crédit agréés conformément à la législation ».

De ce fait, le FPCT n'avait pas de personnalité morale et ne pouvait être assimilé à une société commerciale.

La non-attribution de la personnalité morale au FPCT fut principalement motivée par des considérations fiscales. En effet, les revenus et profits réalisés par le FPCT seraient imposés entre les mains de la personne morale, si elle existait, puis entre les mains des associés, constituant ainsi une double imposition.

L'article 3 avait également réduit le champ des émetteurs possibles, dans le cadre des opérations de titrisation aux seuls établissements de crédit.

Les parts (ou obligations) émises par le FPCT dans le cadre d'une opération de titrisation étaient assimilées à des valeurs mobilières et ne pouvaient être souscrites que par des institutionnels financiers à l'exclusion des personnes physiques et des entreprises industrielles et commerciales.

3.1.2. Phase 2 : régime juridique prévu par la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances

Après sept années d'application de la loi n°10-98, le législateur a établi le bilan de l'expérience vécue et a tiré les enseignements nécessaires avant de promulguer la loi n°33-06 devant permettre à la titrisation de jouer le rôle de levier pour le financement des investissements au Maroc.

La réforme a eu comme objectif d'assouplir les règles et mécanismes de fonctionnement de la titrisation tout en prévoyant la mise en place de garde-fous à même d'éviter tout dérapage.

C’est ainsi que la loi n°33-06 ne limite plus les créances titrisables aux créances hypothécaires. Le gisement des créances titrisables a été élargi aux créances actuelles ou futures :

- assorties de sûretés hypothécaires et détenues par des organismes autres que ceux détenant les créances énumérées ci-dessous ;
- des établissements de crédit et organismes assimilés, régis par les dispositions de la loi précitée n°34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés, et résultant d’opérations de crédit ou d’opérations assimilées à des opérations de crédit telles que définies à l’article 3 de la loi précitée n°34-03 ;
- des établissements publics, sociétés d’Etat et filiales publiques au sens de la loi n° 69-00 relative au contrôle financier de l'Etat sur les entreprises publiques et autres organismes ;
- des personnes morales délégataires ou titulaires de licences d’exploitation de services publics, sous réserve de l’accord préalable de l’autorité délégante ;
- des entreprises régies par la loi n°17-99 portant code des assurances, relatives aux opérations d’assurances et aux opérations assimilées à des opérations d’assurances telles que définies respectivement par les articles 159 et 160 de la loi précitée n°17-99.

Ou des titres de créances, dont notamment les titres de créances négociables régis par la loi précitée n°35-94, représentant chacun un droit de créance sur l’entité qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, à l'exception des titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société.

L’élargissement des créances titrisables a ouvert de nouvelles perspectives de développement à la titrisation. En effet, les créances éligibles à la titrisation, estimées à fin 2011 à environ 60 milliards de dirhams sous la loi n°10-98, sont passées à plus de 500 milliards de dirhams sous la loi n°33-06.

La loi n°33-06 a levé le monopole donné aux établissements de crédit puisqu’elle a permis également aux grands organismes publics et privés de jouer le rôle d’établissements initiateurs.

Cette réforme a élargi les horizons et multiplié les possibilités en augmentant la capacité de financement des grands organismes publics et privés en leur offrant un nouveau mode de financement à travers la mobilisation de leurs créances actuelles et futures. Parmi les organismes concernés, on trouve :

- L'Office Chérifien des Phosphates (OCP) ;
- L'Office National des Chemins de Fer (ONCF) ;
- L'office National de l'Electricité et de l'Eau (ONEE) ;
- Royal Air Maroc (RAM) ;
- Maroc Télécom ;
- La Lyonnaise des Eaux (LYDEC) ;
- Le Fonds d'Equipement Communal (FEC) ;
- Les Autoroutes du Maroc (ADM) ;
- …etc.

C'est ainsi que sera facilité le financement de projets structurants tels que la construction d'autoroutes, de ports, de chemins de fer…etc. La Société des Autoroutes du Maroc pourrait, par exemple, titriser ses créances futures de péage de l'autoroute Casablanca-Rabat (chiffre d'affaires régulier et quasi certain) pour lever les fonds nécessaires à la construction d'une nouvelle ligne d'autoroutes.

Un autre apport important de la loi n° 33-06 fut la possibilité donnée au FCPT d'abriter plusieurs compartiments. La compartimentation permet de constituer des FPCT à compartiments isolés les uns des autres. Chaque part d'un compartiment est adossée aux actifs attribués à ce compartiment et des dispositions spécifiques aux règles de gestion de chaque compartiment sont intégrées au règlement de gestion du FPCT.

Aussi, les personnes physiques ont eu la possibilité de souscrire désormais aux FPCT constitués en vue d'acquérir exclusivement des créances saines. Toutefois, elles ne pourront pas souscrire aux parts spécifiques.

La loi n°33-06 a visé également la simplification des formalités de mise en place des FPCT en offrant la possibilité de rechargement du Fonds au lieu de créer un nouveau FPCT pour chaque nouvelle opération.

3.1.3. Phase 3 : régime juridique prévu par la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs

A peine cinq ans après l'adoption de la loi n°33-06, le législateur a jugé utile de revoir, une deuxième fois, le dispositif juridique applicable à la titrisation.

L'adoption de la loi n°119-12 qui a amendé et complété la loi n°33-06 avait comme objectif de :

- Renforcer les instruments de financement de l'économie via l'élargissement du champ des actifs titrisables aux créances commerciales, biens immobiliers ou mobiliers et matières premières ;
- Développer l'activité des banques participatives (banques islamiques) à travers la possibilité d'émissions des certificats sukuk conformes à la chariaa.

Cette réforme ambitionne de hisser le dispositif juridique marocain au niveau des réglementations internationales en la matière. En effet, le Maroc est appelé à jouer le rôle de hub financier africain (à travers Casablanca Finance City) pour accueillir la création de fonds de titrisation de droit marocain dotés d'actifs étrangers.

Les principaux apports de la loi n°119-12 concernent :

- L'élargissement des actifs titrisables ;
- L'élargissement du champ des établissements émetteurs ;
- La possibilité de doter un FPCT d'une personnalité morale.

Le champ des actifs pouvant être acquis par un FPCT est élargi à la notion d'« actifs éligibles » au lieu de celle de « créances ». Les actifs titrisables sont désormais constitués de tout type d'actifs :

- créances résultant soit d'un acte déjà intervenu, soit d'un acte à intervenir, que le montant ou la date d'exigibilité soit ou non encore déterminés ;
- titres de capital, certificats de sukuk et titres de créances représentant chacun un droit de créance sur l'entité qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, à l'exception des titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société ;

- biens corporels ou incorporels, immobiliers ou mobiliers et matières premières.

La loi n°119-12 a étendu le champ des établissements initiateurs à l'Etat, aux collectivités locales et aux sociétés commerciales. La nouvelle loi a permis également au FPCT d'être doté de la personnalité morale sur décision irrévocable de l'établissement gestionnaire à condition de son immatriculation au registre du commerce.

Nous présentons ci-dessous un tableau de synthèse de l'évolution du cadre réglementaire de la titrisation au Maroc :

Tableau 1 : Synthèse de l'évolution du cadre réglementaire de la titrisation au Maroc

	Loi 10-98 (08/1999)	Loi 33-06 (11/2008)	Loi 119-12 (02/2013)
Etablissements initiateurs éligibles	Etablissements de crédit	- Etablissements de crédit - Etablissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques - Délégataires de services publics - Compagnies d'assurances - Personnes morales détentrices de créances hypothécaires	- Etablissements de crédit - Etablissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques - Délégataires de services publics - Compagnies d'assurances - Etat et collectivités locales - Sociétés commerciales.
Actifs titrisables	Créances hypothécaires	Toutes créances nées ou futures	- Créances nées et futures - Titres de capital, certificats de sukuk et titres de créances - Biens corporels ou incorporels, immobiliers ou mobiliers et matières premières
Titres émis par le FCPT	- Parts - Obligations	- Parts - Obligations - Titres de créances - Billets de trésorerie	- Parts - Actions - Obligations - Titres de créances - Billets de trésorerie - Certificats de Sukuks

Investisseurs	- OPCVM - Banques - Compagnies d'assurances - CDG	- Tout investisseur, personnes morales ou physiques - marocain ou étranger - sauf pour les titres supportant la part des créances en souffrance : • investisseurs qualifiés • investisseurs étrangers	- Tout investisseur, personne morale ou physique - marocain ou étranger - sauf pour les titres supportant la part des créances en souffrance : • investisseurs qualifiés • investisseurs étrangers
Personnalité morale du FPCT	Pas de personnalité morale	Pas de personnalité morale	Possibilité d'avoir une personnalité morale

Source : Taher, 2014

3.2. Dispositif comptable applicable à la titrisation

La revue de la littérature relative aux déterminants de la titrisation, présentée au niveau de la section précédente a permis de mettre en évidence l'importance des traitements comptables au niveau de la décision de recours à la titrisation. En effet, les initiateurs sont fortement intéressés par l'optimisation de leurs ratios financiers de manière générale, et des ratios des fonds propres réglementaires de manière spécifique. Cette optimisation est rendue possible grâce aux règles comptables permettant aux établissements initiateurs de sortir de leurs bilans les actifs titrisés.

L'article 70 de la loi n°10-98 ainsi que l'article 81 de la loi n°33-06 (telle que modifiée et complétée par la loi n°119-12) relatives à la titrisation stipulent que : *« Le FPCT est soumis à des règles comptables spécifiques fixées par l'administration prévue par voie réglementaire, sur proposition du Conseil National de la Comptabilité ».*

Nous avons effectué une étude approfondie du dispositif comptable applicable à la titrisation (Cf. annexe 2) dont la synthèse est présentée ci-après.

Nous présenterons successivement le traitement comptable prévu au niveau des normes marocaines ainsi que celui prévu au niveau des normes comptables internationales.

3.2.1. Traitement applicable selon les normes comptables marocaines

En date du 9 février 2001 et sur proposition du Conseil National de la Comptabilité l'arrêté du ministre de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme n°351-01 a fixé les règles comptables spécifiques à la titrisation au niveau du document intitulé « Normes Comptables Applicables à la Titrisation des Créances Hypothécaires ».

Cet arrêté ministériel a prévu le traitement comptable applicable chez le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT). Le traitement comptable applicable aux établissements initiateurs a, quant à lui, été prévu au niveau du Plan Comptable des Etablissements de Crédits (PCEC).

Le détail du traitement comptable étant disponible à l'annexe 2, nous nous limiterons ici à mettre en évidence les principaux impacts comptables.

Conformément aux dispositions du PCEC, les créances cédées dans le cadre d'une opération de titrisation sont sorties du bilan de l'établissement initiateur. L'éventuelle plus-value de cession est comptabilisée en résultat.

Avec l'adoption, en novembre 2008, de la loi n°33-06 ayant élargi le gisement des actifs titrisables aux créances futures, le Maroc a vécu et continue de vivre jusqu'à ce jour un vide normatif comptable puisque ni l'arrêté ministériel n°351-01 (dédié aux créances hypothécaires) ni les dispositions du Plan Comptable des Etablissements de Crédit (PCEC) ne prévoient le traitement comptable des créances futures.

Le Conseil National de la Comptabilité (CNC) a été saisi pour établir des normes comptables applicables à la titrisation des créances futures. Le projet de normes comptables préparé à cet effet n'a pas été approuvé par l'assemblée plénière du CNC, d'où son abandon. Actuellement, une commission technique spécialisée a

été constituée pour retravailler le projet de normes comptables relatives à la titrisation des créances futures.

Le retard accusé en matière de normalisation comptable a été creusé davantage avec l'entrée en vigueur, en février 2013, de la loi n°119-12 qui a élargi le champ des actifs titrisables à tout type d'actifs corporels et incorporels.

Le Conseil National de la Comptabilité a finalisé un projet d'avis intitulé « traitement comptable applicable aux opérations de titrisation d'actifs chez l'établissement initiateur » qui sera prochainement présenté en assemblée plénière pour validation.

Ce projet a confirmé le principe de décomptabilisation, chez l'établissement initiateur, des actifs cédés de manière temporaire à un Fonds de Placements Collectifs en Titrisation conservant ainsi tout l'attrait que pourrait avoir la titrisation auprès des initiateurs. Par contre, au niveau des comptes consolidés, le projet d'avis du CNC impose la reconsolidation des actifs titrisés.

3.2.2. Traitement applicable selon les normes comptables internationales IFRS

La problématique centrale du traitement comptable de la titrisation en normes IFRS peut être résumée à travers les deux questions principales suivantes :

- La cession d'une créance (ou d'un actif) à travers une opération de titrisation donne-t-elle le droit à l'établissement initiateur de retirer cette dernière de son actif (dé-comptabilisation de la créance) ?
- Le véhicule ad hoc de titrisation (dénommé FPCT au Maroc) peut-il être déconsolidé ou au contraire doit-il au contraire être consolidé au niveau des comptes de l'établissement initiateur ?

Les principales normes en liaison avec la titrisation sont les suivantes :

- Norme IFRS 10 intitulée « Etats financiers consolidés » ayant remplacé :
    - La norme IAS27 : Etats financiers consolidés et individuels ;
    - L'interprétation SIC12 : Consolidation – Entités ad hoc.

- Norme IAS 39 intitulée « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation ».

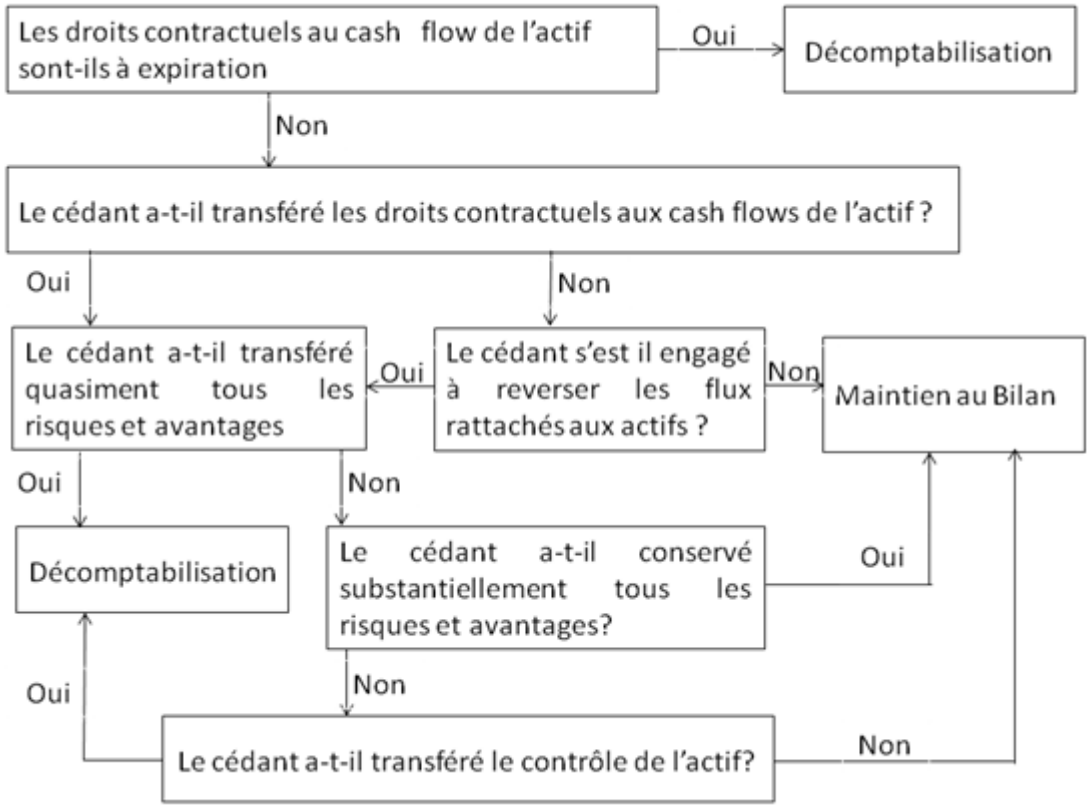
3.2.2.i La dé-comptabilisation des actifs titrisés

La dé-comptabilisation des actifs titrisés dépendra essentiellement de l'étendue des droits et obligations juridiques par lesquelles l'établissement initiateur continue d'être lié, après la titrisation, au sort des actifs titrisées.

Les conditions requises par la norme IFRS 9 préalablement à la dé-comptabilisation d'un actif cédé par voie de titrisation sont les suivantes :

- L'établissement initiateur devrait transférer au FPCT les droits contractuels associés aux flux de trésorerie futurs liés à l'actif ;
- L'établissement initiateur devrait transférer au FPCT les risques et avantages rattachés à la propriété de l'actif ;
- L'établissement initiateur devrait transférer au FPCT le contrôle de l'actif.

Voici un arbre de décision permettant de décider s'il convient de décomptabiliser un actif conformément à la norme IFRS 9 :



3.2.2.ii La déconsolidation du véhicule de titrisation

La norme IFRS 10 (anciennes dispositions de l'interprétation SIC 12) traite de la problématique de consolidation des entités ad hoc.

Les dispositions de cette norme forment un obstacle aux montages déconsolidants auxquels peuvent recourir certains groupes pour réduire fictivement leur niveau d'endettement.

Cette norme oblige une société mère à consolider une entité ad hoc si elle conserve un intérêt important dans ses activités.

Une entité ad hoc est une entité créée pour réaliser un objectif limité et bien défini (par exemple, effectuer une location ou une titrisation d'actifs financiers). Une telle entité peut prendre la forme d'une société de capitaux, d'une société de personnes ou d'une entité sans personnalité morale.

Dans la plupart des cas, le créateur ou l'initiateur (ou l'établissement pour le compte duquel l'entité ad hoc a été créée) conserve un intérêt important dans les activités de l'entité ad hoc quand bien même il peut ne détenir qu'une part faible ou nulle dans le capital de l'entité ad hoc.

Le chapitre 4 du Plan Comptable des Etablissements de Crédit, reprenant les dispositions de SIC 12 stipule que : *« Dans le contexte d'une entité ad hoc le contrôle est présumé exister si, en substance :*

- *les activités de l'entité ad hoc sont menées pour le compte de l'établissement de crédit, selon ses besoins opérationnels spécifiques, de manière à ce que ce dernier obtienne des avantages de ces activités ;*
- *l'établissement de crédit dispose des pouvoirs de décision pour obtenir la majorité des avantages des activités de l'entité ad hoc, soit il a délégué ses pouvoirs de décision, en mettant en place un mécanisme de pilotage automatique ;*
- *l'établissement de crédit dispose du droit d'obtenir la majorité des avantages de l'entité ad hoc et par conséquent peut être exposé aux risques liés aux activités de l'entité ad hoc ;*
- *soit l'établissement de crédit conserve la majorité des risques résiduels ou inhérents à la propriété de l'entité ad hoc ou à ses actifs afin d'obtenir des avantages de ses activités.*

L'application de la notion de contrôle impose, dans chaque cas, l'exercice du jugement à la lumière de tous les facteurs pertinents ».

Ainsi, lorsque l'établissement initiateur conserve des intérêts dans le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation il sera tenu, de part les normes IFRS, de le consolider même s'il n'a aucune participation capitalistique dans ce dernier. Ainsi, les actifs titrisées et l'endettement correspondant seront réintégrer au bilan de l'établissement initiateur. Dans ce cas de figure, la titrisation aurait moins d'attractivité pour l'établissement initiateur du fait qu'il ne peut plus améliorer ses ratios financiers et faire de l'arbitrage sur les fonds propres réglementaires.

3.3. Dispositif fiscal applicable aux opérations de titrisation

Le développement de tout instrument financier reste fortement tributaire du régime fiscal qui lui est applicable. Un régime fiscal incitatif ou au contraire contraignant est de nature à influer sur le développement de l'instrument.

S'agissant du choix des modes de financements, les opérateurs économiques analysent l'ensemble des impôts et taxes à payer avant de décider du recours ou non au mode de financement en question.

Le choix du recours à la titrisation ne fait pas l'exception en matière d'analyse fiscale. Ainsi, il convient de s'interroger sur les impôts à payer aussi bien pour l'établissement initiateur que pour le FPCT et l'investisseur.

Nous avons réalisé une étude détaillée du régime fiscal applicable à la titrisation (Cf. annexe 3) dont une synthèse est présentée ci-dessous.

3.3.1. Régime fiscal du FPCT

Le FPCT est fiscalement transparent grâce aux différentes exonérations dont il bénéficie et ce dans l'objectif de favoriser le développement de la titrisation.

Le régime fiscal applicable au FPCT est synthétisé dans le tableau ci-dessous :

Tableau 2 : Régime fiscal applicable au FPCT

	Régime d'imposition
Impôt sur les Sociétés (IS)	L'article 6-I-A du Code Général des Impôts (CGI) prévoit l'exonération totale permanente de l'Impôt sur les Sociétés (IS) des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal.
Taxe Professionnelle (TP)	L'article 6-I-A de la loi n°47-06 relative à la fiscalité des collectivités locales accorde l'exonération totale permanente, en matière de Taxe Professionnelle, aux FPCT pour les activités exercées dans le cadre de leur objet légal.
Droits d'Enregistrement et de Timbre	L'article 129-IV du Code Général des Impôts (CGI) prévoit l'exonération des droits d'enregistrement des actes relatifs à : - la constitution des FPCT ; - l'acquisition des actifs pour les besoins d'exploitation ou auprès de l'établissement initiateur ;

	- le rachat postérieur d'actifs immobiliers par l'établissement initiateur ayant fait l'objet préalablement d'une cession au fonds ; - l'émission et à la cession d'obligations et de parts ; la modification des règlements de gestion et aux autres actes relatifs au fonctionnement desdits fonds conformément aux textes réglementaires en vigueur.
Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA)	Le FPCT ne peut, dans le dispositif actuel, prétendre à la déduction de la TVA grevant notamment ses frais de gestion et de fonctionnement. Le FPCT ne dispose pas de TVA collectée.
Taxe des Services Communaux (TSC)	Le FPCT demeure soumis à la Taxe des Services Communaux.

3.3.2. Régime fiscal de l'établissement initiateur (le cédant)

L'établissement cédant intervient à différents niveaux dans le processus de titrisation et ce à travers :

- La cession des créances ;
- Le recouvrement des créances ;
- La cession éventuelle d'immobilisations au fonds ;
- La perception du boni de liquidation, à la liquidation du fonds.

Le régime fiscal applicable à l'établissement initiateur est synthétisé dans le tableau ci-dessous :

Tableau 3 : Régime fiscal applicable à l'établissement initiateur

	Régime d'imposition
Cession des créances	Le résultat de cession des créances constitue un élément du résultat imposable à l'Impôt sur les Sociétés au titre de l'exercice durant lequel la cession a eu lieu. En présence d'un résultat de cession négatif, l'administration fiscale pourrait l'assimiler à un abandon de créance non déductible fiscalement.

Commissions perçues au titre des prestations rendues par l'établissement cédant	Les commissions perçues au titre des prestations rendues par l'établissement cédant (recouvrement par exemple) constituent, chez l'établissement cédant, des produits d'exploitation imposables à l'Impôt sur les Sociétés au taux de droit commun.
Cession d'immobilisations par l'établissement cédant au FPCT	La loi de Finances pour l'année budgétaire 2013 a prévu l'exclusion des produits imposables à l'Impôt sur les Sociétés, les produits de cession d'immobilisations réalisées entre l'établissement initiateur et les Fonds de Placements Collectifs en Titrisation. En effet, la cession revêt un caractère provisoire et, par conséquent, son résultat ne constitue pas un produit imposable.
Perception du boni de liquidation	En l'absence d'une disposition fiscale prévoyant son exonération, la quote-part du boni de liquidation revenant à l'établissement cédant est imposable à l'Impôt sur les Sociétés selon le taux applicable au dit établissement.

3.3.3. Régime fiscal des investisseurs (porteurs des parts)

Les investisseurs sont susceptibles d'être imposés à raison :

- Des produits reçus au titre du placement à revenu fixe en parts du FPCT ;
- De l'éventuelle plus-value réalisée suite à la cession des parts du FPCT.

Nous rappelons que les parts et les titres émis à l'occasion d'une opération de titrisation sont assimilés, en matière de traitement fiscal, à des valeurs mobilières.

Nous avons détaillé le régime fiscal des porteurs des parts au niveau de l'annexe 3 en différenciant les cas selon qu'il s'agisse :

- d'une personne morale :
    - résidente soumise à l'Impôt sur les Sociétés (IS) ;
    - résidente soumise à l'Impôt sur le Revenu (IR) ;
    - non résidente.

ou

- d'une personne physique :
    - résidente ;
    - non résidente.

Il est à rappeler que les dispositions de la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs permettent au FPCT de disposer de la personnalité morale afin de permettre aux investisseurs étrangers de bénéficier des conventions fiscales internationales conclues par le Maroc et destinées à éviter les doubles impositions.

Synthèse du premier chapitre :

Au niveau de ce premier chapitre nous avons pu apprécier à quel point les opérations de titrisation pouvaient être diversifiées.

Dans tous les pays et au Maroc également, la titrisation a débuté par la cession des créances hypothécaires (Mortgage Backed Securities/MBS). Les MBS continuent de représenter à ce jour la forme prépondérante de titrisation. La titrisation des créances hypothécaires joue le rôle de locomotive grâce à l'homogénéité du produit, aux faibles taux d'impayés enregistrés sur les crédits hypothécaires et à l'adossement des crédits à un actif immobilier facilement saisissable en raison de l'hypothèque qui le grève.

En réponse aux demandes grandissantes et variées des investisseurs, les spécialistes de l'ingénierie financière ont pu transposer les techniques de titrisation aux autres actifs : biens immeubles, flottes aériennes, activités d'entreprises,…etc.

Les avantages de la titrisation sont divers et profitent aussi bien à l'initiateur qu'à l'investisseur. Les principaux avantages pour l'initiateur se présentent comme suit :

- Réduction des coûts de financement ;
- Liquidité offerte au poste « client » ;
- Transfert des risques de crédit, de liquidité, de remboursement anticipé, de réinvestissement et de concentration des actifs ;
- Meilleure gestion des ratios bilanciels ;
- Réduction des exigences en fonds propres réglementaires ;
- Transparence et discrétion vis-à-vis du client de l'initiateur.

Du côté de l'investisseur, la titrisation offre la possibilité d'investir dans des produits à rating élevé d'une part, et bénéficiant de garanties diverses d'autre part.

Néanmoins, la titrisation comporte également des risques dont les principaux ont trait à la possibilité :

- d'utilisation de la titrisation comme véhicule de diffusion des produits toxiques dans le marché ;
- d'utilisation de la titrisation pour la manipulation de l'information comptable et financière ;
- d'incitation à la négligence dans le processus de sélection des clients dont les créances seront titrisées.

Parallèlement aux opérations de titrisation classique visant le financement de l'initiateur, les opérations de titrisation synthétique se sont également développées. En effet, ces opérations de titrisation ne visent que le transfert du risque financier lié aux actifs concernés, auquel cas les actifs ne sont pas cédés, mais le risque ou partie du risque y afférent est transféré.

La revue de la littérature relative à la décision de titrisation nous a permis de ressortir l'existence de quatre principaux déterminants motivant les initiateurs pour le recours à la titrisation :

- Le besoin de nouvelles sources de financement : la première raison qui motive le recours à la titrisation a trait aux besoins de liquidité et de financement.

  Les initiateurs peuvent céder des actifs ou des crédits, encaisser la contrepartie qui sera utilisée pour accroître l'activité ou bien distribuer de nouveaux crédits.

  De même, les opérateurs économiques peuvent titriser des actifs lorsqu'ils sont à la recherche de fonds à long terme.

- L'amélioration des fonds propres réglementaires ou des ratios : afin de répondre à la fois aux exigences en fonds propres économiques (capital

économique) et aux exigences réglementaires en fonds propres, les établissements de crédit peuvent recourir à la titrisation pour éviter les inconvénients de la conservation des prêts et diminuer automatiquement les besoins en fonds propres réglementaires et de marché.

Pour les opérateurs des secteurs non financiers, la titrisation permet également d'améliorer leurs ratios de liquidité, de solvabilité et de taux grâce au fait qu'elle allège l'actif, d'une part, en évitant la constatation d'un endettement au passif d'autre part.

- Le transfert du risque : la titrisation représente l'un des principaux instruments de transfert du risque. Les opérateurs détenant des actifs risqués peuvent recourir à la titrisation pour alléger leurs bilans et éviter les pertes attendues de la conservation desdits actifs.

- La recherche de nouvelles opportunités de profit : la titrisation permet aux opérateurs de comptabiliser des gains, lorsque la valeur de marché des actifs à titriser dépasse leur valeur comptable. Ces opérateurs peuvent également redéployer les fonds levés vers des investissements plus rentables.

Le dispositif juridique applicable à la titrisation est passé d'un cadre extrêmement restrictif et prudent (loi n°10-98 / août 1999) vers un cadre souple, offrant une multitude de possibilité et une grande marge de manœuvre (loi n°119-12 / février 2013). En effet, nous sommes passés d'un contexte où seuls les établissements de crédits pouvaient réaliser des opérations de titrisation dont les actifs sous-jacents ne pouvaient être que des créances hypothécaires, à un cadre où pratiquement n'importe quelle personne morale pourrait réaliser une opération de titrisation avec des actifs sous-jacents très variés (créances, titres, biens incorporels, biens corporels, matières premières,…etc).

A ce stade, il serait légitime de supposer que le cadre juridique restrictif ayant prévalu jusqu'en 2013 ait pu contribuer partiellement à l'évolution timide de la titrisation au Maroc.

L'analyse du cadre comptable applicable à la titrisation nous a permis de tirer les conclusions suivantes :

- Depuis novembre 2008, le Maroc vit un vide normatif comptable étant donné que les normes comptables existantes ne traitent que du cas de la titrisation des créances hypothécaires et ne prévoient pas les nouvelles possibilités de titrisation offertes par les évolutions de la réglementation en la matière à savoir, la titrisation des créances futures et des actifs. Une commission technique spécialisée a été constituée au sein du Conseil National de la comptabilité pour l'élaboration de normes comptables dans ce sens ;
- Les règles comptables marocaines actuelles (normes existantes et projets de normes) ont admis le principe de la décomptabilisation des actifs titrisés, conservant ainsi tout l'attrait que pourrait avoir la titrisation auprès des initiateurs qui souhaitent améliorer leurs ratios financiers. Néanmoins, à l'échelle des comptes consolidés de l'établissement initiateur, les actifs titrisés seront re-comptabilisés à l'actif comme si l'opération de titrisation n'avait pas eu lieu.
- Au niveau de la réglementation comptable internationale, les normes IFRS ont significativement diminué l'attrait de la titrisation pour les établissements initiateurs puisque la majorité des opérations de titrisation réalisées ne donneront pas droit à l'établissement initiateur de sortir les actifs de son bilan d'une part, et l'obligeront à consolider les fonds de titrisation, même en l'absence de participation capitalistique. L'esprit des normes comptables internationales IFRS vise à former un obstacle aux montages déconsolidants auxquels peuvent recourir certains groupes pour réduire fictivement leur niveau d'endettement.

Au niveau fiscal, le régime applicable aux opérations de titrisation peut être qualifié de souple et traduisant la réelle volonté des pouvoirs publics de favoriser le développement de ce mode de financement.

Le développement de la titrisation ne peut se faire que si l'on garantit au Fonds de Placements Collectifs en Titrisation une transparence fiscale.

Cette transparence est désormais possible grâce aux différentes exonérations fiscales dont bénéfice le FPCT. Ainsi, le FPCT est totalement exonéré de l'Impôt sur les Sociétés, de la Taxe Professionnelle, des droits d'enregistrement et des droits de timbre.

Chapitre II : Cadre conceptuel relatif à la prise de décision

Dans le cadre du présent chapitre, nous commencerons par brosser un panorama des recherches réalisées autour de l'objet « décision » et fournir une typologie des décisions dans les organisations (section 1).

Par la suite, nous nous attarderons à étudier le processus de prise de décision à travers ses différentes dimensions (section 2).

La première dimension à étudier concerne les modèles de rationalité pouvant être utilisés dans le cadre du processus décisionnel (2.1.). Il convient alors de définir ce qu'est « une décision rationnelle » sachant que les organisations sont à la quête d'une rationalité collective qui transcende la rationalité individuelle. Le concept de rationalité se situe au centre des théories de la décision.

Les deuxième et troisième dimensions à étudier concernent d'une part, les acteurs du processus décisionnel et les types d'influences qu'ils sont susceptibles d'avoir sur la décision finale, et d'autre part, les déterminants du processus décisionnel (2.2.).

Enfin, les deux dernières dimensions à investiguer concernent les étapes du processus décisionnel et la démarche processuelle à adopter (2.3.).

Section 1. Prise de décision et typologie des décisions

Selon Zimmermann (1986), le terme décision peut revêtir des significations différentes selon les théories :

• Sélection d'une stratégie particulière parmi un éventail d'actions possibles dans la décision normative ou stratégique ;
• Processus de traitement de l'information ou processus organisationnel lui-même dans la décision empirique ;
• Modèle de comportement pour les psychologues.

Nous présentons, ci-après, une sélection de définitions du terme « décision » :

Auteur	Définition
Alazard et Separi (1998)	*« La décision est un choix délibéré parmi plusieurs possibilités dans le but de résoudre un problème. »*
Helfer, Kalika et Orsoni	*« La décision est l'acte volontaire par lequel après examen des questions douteuses ou litigieuses on tranche, on prend parti. »*
Woodman et al (1993)	*« La décision est un acte par lequel un ou plusieurs individus opèrent un choix entre plusieurs options permettant d'apporter une solution satisfaisante à un problème donné. Au sens classique du terme, on assimile la décision à l'acte par lequel l'individu (disposant du pouvoir de décider) prend les mesures favorisant la création, l'exploitation et la répartition des richesses dans une entreprise en s'appuyant sur un ensemble d'informations à sa disposition. »*
Sfez (1992)	*« La prise de décision apparaît plutôt comme un processus d'engagement progressif, connecté à d'autres, marqué par l'existence reconnue de plusieurs chemins pour parvenir à un même et unique but. »*
Groupe STRATEGOR	*« La décision est un processus par lequel une entreprise modifie sa stratégie réelle,* autrement dit *les décisions sont les processus par lesquels on effectue des choix permettant d'apporter des changements à une stratégie entre deux instants T et T+1. »*

Quoi qu'il en soit, le terme « décision » évoque un processus complexe ou bien un choix (Easton, 1973) et plus précisément un processus d'identification et de résolution des problèmes.

En effet, la majorité des décisions ne sont pas instantanées. Elles prennent du temps et nous parlons alors de « processus décisionnel ».

Selon Mintzberg et al. (1976) : *« Le processus de décision englobe toutes les activités réalisées entre le moment où un stimulus pour l'action est perçu et le moment où l'engagement dans l'action est effectué. »*

La décision est un processus par lequel un acteur ou un groupe d'acteurs réalisent un choix entre différentes solutions possibles pour résoudre le problème ou la situation auxquels il se trouve confronté.

1.1. Recherches sur la prise de décision

Les recherches portant sur la décision se sont essentiellement intéressées à comprendre comment se prennent et se forment les décisions importantes dans les structures organisationnelles. L'essentiel de ces recherches a retenu une approche processuelle de la décision en proposant des modèles décrivant les étapes de prise de décision (Mintzberg et al., 1976 ; Nutt, 1984).

Selon Fredrickson et Mitchell (1984), la nature et les caractéristiques du processus retenu par les organisations pour la prise des décisions stratégiques constituent un facteur clé de performance.

Depuis les travaux de Simon (1945) sur la prise de décision, diverses recherches ont proposé des visions alternatives au modèle économique de la décision. En effet, la prise de décision peut avoir des motivations politiques (March, 1962) ou bien suivre des procédures bureaucratiques ou anarchiques (Cohen et al., 1972).

La littérature s'intéressant aux recherches portant sur la prise de décision permet de constater l'existence d'une diversité des thèmes analysés.

Tableau 4 : Thématiques abordées au niveau de la littérature sur la décision

Thème	Contenu
Modalités de formation des choix	Le choix est considéré comme un élément central de la prise de décision. Inventaire des processus selon lesquels le choix peut être arrêté et de leurs combinaisons possibles. Exemple : voir une typologie courante, issue de Thompson, croisant les degrés d'accord des participants à la décision quant aux buts poursuivis et aux moyens de les atteindre (décision par calcul, négociation, jugement, inspiration) et les observations menées par des auteurs comme Mintzberg & al. (1976) ; Hickson & al. (1986), etc.
Efficacité de la prise de décision	Cette question pose le problème de la définition des critères pertinents d'appréciation de l'efficacité d'une décision. On peut rattacher à ce thème les travaux d'inspiration psychologique sur les différents types de biais dans l'usage de l'information (ex : Tversky et Kahneman, 1981), la transposition des deux types d'erreurs en analyse statistique (exemple d'erreur de type II : accepter un projet d'investissement sur la base d'un calcul de taux de rentabilité dont les données sont non fiables), les recherches sur les situations de crise.

Définition du problème décisionnel	Analyse des facteurs qui déterminent la perception de la nécessité de décider et la catégorisation des situations décisionnelles par les acteurs (opportunités, menaces, catégorisation des problèmes par nature : technologiques, organisationnels, relatifs aux activités, etc.). Étude de la formation de l'agenda décisionnel, dans ses dimensions organisationnelles (notamment les rôles des systèmes d'information) et politiques.
Elaboration des solutions	Construction des solutions selon un mode calcul ou un mode « inspiration » ; rôle de l'intuition ; prédétermination des solutions par les positions et les types de fonctions assumées par les participants à la procédure ; modalités d'intégration des informations nouvelles en cours de traitement des problèmes (exemple : application d'une logique bayesienne).
Participation à la décision	Question générale des phénomènes de pouvoir et des formes d'influence que les acteurs peuvent exercer sur la prise de décision ; vertus respectives des décisions individuelles et de groupe, des démarches centralisées ou décentralisées ; rôles et formes du leadership.
Aspects temporels	Durée du processus de décision, vertus et limites de la vitesse de la prise de décision ; traitement et perception du temps selon différentes cultures sociétales ; logique inter temporelle des décisions.
Mise en œuvre de la décision	Analyse des tactiques de mise en œuvre (planifiées et incrémentales), des phénomènes d'escalade ; emprunts à la littérature en management de projets.
Rôle des facteurs environnementaux et institutionnels	Effets des caractéristiques de l'environnement de tâche (notamment ses degrés de complexité, d'incertitude, d'instabilité) sur les caractéristiques des processus décisionnels. Analyse de l'organisation comme système institutionnalisé soumis à un ensemble de normes déterminant les critères de performance sur la base desquels les actions de l'organisation seront évaluées et contraignant la façon même dont les décisions seront prises.

Source : Butler, 1996 (cité par Desreumaux et Romelaer, 2001, p. 65)

Ivanaj et Bayard (2005) ont effectué une tentative de classification des travaux de recherche portant sur la décision selon cinq critères :

- Classification des travaux de recherche selon les paradigmes théoriques qui les fondent : rationalité, rationalité limitée et processus anarchiques ;
- Classification selon la perspective théorique d'analyse du processus de décision : perspective organisationnelle (modèles inspirés des théories rationnelles, sociopolitiques,…) ou la perspective individuelle (théorie cognitive et psychologique de la prise de décision) ;

- Classification selon la définition même du processus décisionnel : séquences d'événements réalisés ou catégorie de concepts ;
- Classification selon la visée de la recherche : descriptive ou explicative ;
- Classification en fonction des variables de recherches étudiées (nature et interaction entre les variables).

Les recherches s'intéressant à la prise de décision sont diverses et conduisent à la production d'une connaissance issue d'études de cas, de simulations, d'expériences et d'études comparatives.

Les recherches portant sur la prise de décision peuvent avoir une finalité descriptive ou bien normative. La finalité sera descriptive lorsqu'il s'agira de rendre compte et de décrire ce qui se produit dans un cas de figure donné. Elle sera normative lorsque l'objectif consistera à valider une théorie décisionnelle existante ou bien à en élaborer une nouvelle.

Malgré l'intérêt grandissant affiché à l'égard de l'objet de recherche « décision », les progrès et résultats en la matière demeurent modestes. Selon Papadakis et al. (1998), la connaissance des processus de décision demeure limitée et ne s'appuie que sur des d'études descriptives ou normatives, reposant sur des hypothèses non testées.

La revue de la littérature permet de constater que les recherches en matière de prise de décision souffrent de certaines limites, essentiellement au nombre de trois, mises en évidence par Langley et al. (1995) :

- La réification ;
- La déshumanisation ;
- Et l'isolation.

La réification est définie par Wikipedia comme étant *« l'acte qui consiste à transformer ou à transposer une abstraction en un objet concret, à appréhender un concept comme une chose concrète »*. Les décisions sont appréhendées comme étant des actes isolés caractérisés par un lieu et un moment. Donc, les décisions sont supposées exister et pouvant être analysées. Plusieurs auteurs ne

partagent pas cette appréhension restrictive de la décision. C'est ainsi que Laroche (1995) préfère conceptualiser la décision comme étant un phénomène de représentation sociale. De même, Langley et al. (1995) affirment que la décision ne constitue qu'un construit artificiel.

La limite relative à la déshumanisation se justifie par l'intérêt mineur accordé au décideur au niveau des recherches portant sur la prise de décision puisqu'il est implicitement supposé que les décisions se forment dans un contexte insensible aux différences individuelles des décideurs. De ce fait, peu de travaux de recherche s'intéressent au décideur lui-même alors que ce dernier se situe au cœur du processus de décision.

La troisième limite a trait à l'isolation qui suppose que *« les processus décisionnels peuvent être isolés les uns des autres d'une part, et de la réalité collective qu'est l'organisation, d'autre part »* (Langley et al., 1995). Or au niveau de l'organisation, les différentes décisions sont interdépendantes et concourent généralement à des objectifs organisationnels communs.

Face à ces trois limites, plusieurs auteurs prônent une approche plus holistique de la prise de décision, permettant ainsi une perception assimilée et polymorphe.

Quelques travaux de recherche récents commencent à adopter des représentations intégrées de la décision en admettant son caractère multidimensionnel et en tenant compte des différentes dimensions du processus décisionnel ainsi que de ses multiples facteurs d'influence.

Tableau 5 : Modèles intégrateurs du processus décisionnel

Références	Dimension du processus	Déterminants du processus
Elbanna et Child (2007)	- Rationalité - Intuition - Comportement politique	- Caractéristiques de la décision - Caractéristiques de l'organisation - Caractéristiques de l'environnement
Papadakis et Barwise (2002)	- Complétude /rationalité - Décentralisation hiérarchique - Communication latérale - Politisation	- Caractéristiques du chef de la direction et de l'équipe du top management - Degré d'hostilité de l'environnement externe - Autres facteurs (taille, type d'appartenance, magnitude de l'impact de la décision)

Papadakis et al. (1998)	- Complétude /rationalité - Aspects financiers - Formalisation du processus - Décentralisation hiérarchique - Communication latérale - Politisation /dissension de la résolution de problème	- Caractéristiques du top management - Contextes externe et interne - Nature de la décision
Rajagopalan et al. (1993)	- Complétude - Degré de rationalité - Degré d'activité politique - Participation /engagement - Durée/longueur	- Facteurs environnementaux - Facteurs organisationnels - Facteurs spécifiques à la décision
Desreumaux (1993), complété par Desreumaux et Romelaer (2001)	- Acteurs - Rationalité - Démarche - Rythme	- Facteurs individuels - Facteurs contextuels - Facteurs organisationnels - Caractéristiques de la décision

Source : Bérard, 2009

1.2. Typologie des décisions dans les organisations

Il est possible de s'intéresser aux catégories de décisions rencontrées au niveau des organisations.

A ce niveau, il convient de différencier les catégories suivantes :

- Les décisions selon leur degré de risque ;
- Les décisions selon leur niveau d'importance ;
- Les décisions selon la nature des variables de décision.

Après avoir présenté chacune des catégories de décisions précédentes, nous allons situer la décision de titrisation au niveau des typologies étudiées.

1.2.1. Les décisions selon leur degré de risque

Les décisions peuvent être classées comme étant faites dans des conditions de certitude, de risque, ou d'incertitude, en fonction du degré avec lequel il est possible de prévoir les résultats de la décision. Ainsi, il est possible de distinguer :

- Les décisions certaines ;
- Les décisions aléatoires ;
- Et, les décisions incertaines.

Les décisions certaines sont entachées d'un risque quasi nul puisqu'il est possible de prévoir avec certitude le résultat de la décision prise. Toutefois, il est à signaler qu'il n'existe pas dans les organisations de risque nul car l'on n'est jamais à l'abri d'une erreur managériale, d'un cas de force majeure ou encore d'un changement macro-économique introduisant un facteur d'incertitude si faible soit-il.

Les décisions sont qualifiées d'*aléatoires* lorsque certaines variables ne sont pas maîtrisés par l'organisation mais connus en probabilité. Ainsi, ces paramètres constituent une variable aléatoire dans la mesure où il devient possible de connaître la probabilité que le paramètre prenne telle ou telle valeur.

Les décisions sont qualifiées d'*incertaines* lorsqu'elles mettent en jeu des variables ou des paramètres qui ne sont ni maîtrisés par l'organisation ni probabilisables en raison de la complexité accrue de l'environnement et de la rareté des données disponibles et des expériences antérieures. Il s'agit, en général, des décisions les plus importantes dans l'organisation : décisions stratégiques.

1.2.2. Les décisions selon leur niveau d'importance

Selon le modèle d'Ansoff, il est possible de distinguer les décisions selon leur niveau d'importance :

- Les décisions stratégiques ;
- Les décisions tactiques ou de gestion (appelées aussi de pilotage) ;
- Et, les décisions opérationnelles.

Les décisions stratégiques déterminent l'orientation générale de l'organisation et engagent dans certains cas sa survie. Les décisions stratégiques se caractérisent par le fait qu'elles se prennent au plus haut niveau de la hiérarchie, qu'elles engagent les organisations sur le long terme et qu'elles sont entachées

d’incertitude. Il s’agit de décisions telles que : la réalisation d’investissements importants, le financement, les fusions, le lancement de nouveaux produits, l’abandon de certaines activités,…etc.

Les décisions tactiques (de gestion ou de pilotage) constituent le prolongement des décisions stratégiques et conditionnent les décisions opérationnelles. Il s’agit de décisions pouvant être décentralisées et pouvant s’appuyer sur des modèles mathématiques.

Les décisions opérationnelles correspondent aux actes de gestion courante et de ce fait sont les moins importantes. Il s’agit de décisions répétitives et dont les résultats peuvent être connus avec certitude. Il s’agit de décisions telles que le lancement d’une commande, la prospection des clients, l’organisation d’une fabrication,…etc.

Pour décider de l’appartenance d’une décision à telle ou telle catégorie il convient d’analyser deux critères : le champ d’action et l’horizon temporel de la décision.

1.2.2.i Le champ d’action de la décision :

Le champ d’action correspond aux domaines et éléments de l’organisation qui seront touchés par la mise en œuvre et par les conséquences de la décision prise.

Le champ d’action peut être local ou général. Il sera dit local si la décision est prise à un niveau inférieur de la hiérarchie et ne concernera qu’un poste de travail ou une unité restreinte de la structure. Par contre, le champ d’action sera général si la décision engage la structure toute entière ou plusieurs unités importantes.

1.2.2.ii L’horizon temporel de la décision :

L’horizon temporel couvre le laps de temps qui s’écoule entre le moment où la décision est prise et celui où l’organisation a subi l’ensemble des conséquences de la décision. Ainsi, il est possible de distinguer les décisions qui engagent l’entreprise pour le court terme, le moyen terme ou le long terme.

En considérant les deux critères de champ d'action et d'horizon temporel, il est possible de distinguer les différents types de décisions selon leur niveau d'importance :

Tableau 6 : Classification des décisions selon leur champ d'action et horizon

		Champ d'action	
		Local	**Général**
Horizon	Court terme	Décision opérationnelle	Décision de pilotage
	Moyen terme	Décision de pilotage	Décision de pilotage ou stratégique
	Long terme	Décision de pilotage	Décision stratégique

Les caractéristiques des différents types de décisions peuvent être synthétisées comme suit :

Tableau 7 : Caractéristiques des différents types de décisions

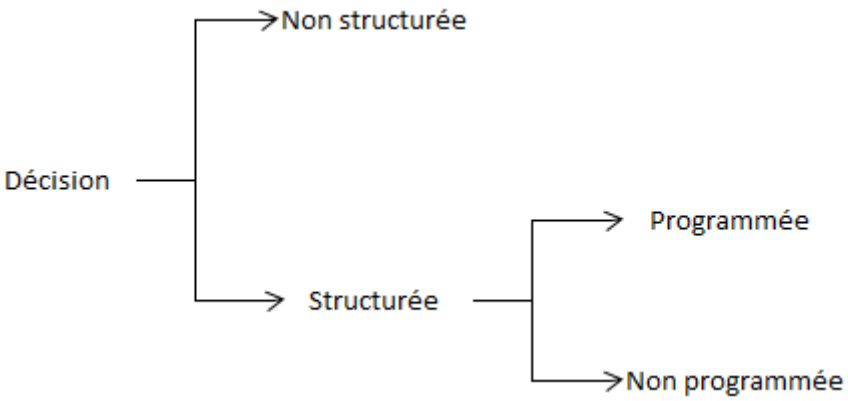
Caractéristiques des décisions	Décisions stratégiques	Décisions de pilotage	Décisions opérationnelles
Horizon Temporel	Long/Moyen termes	Moyen terme	Court terme
Répétitivité	Décisions uniques	Fréquence faible, décisions peu répétitives	Décisions très nombreuses et répétitives
Incertitude	Très élevée	Elevée	Faible
Réversibilité	Quasi nulle	Faible	Elevée
Niveau de décision	Direction générale	Directions fonctionnelles et opérationnelles	Niveau bas de la hiérarchie (fonctions et postes)

1.2.3. Les décisions selon la nature des variables de décision

Les décisions reposent sur des variables dont la nature (quantitative/qualitative) et le nombre peuvent varier. En présence de variables quantitatives en faible nombre, il devient possible de formaliser la décision et la rendre programmable.

Par contre, il devient difficile d'inclure dans un modèle mathématique des décisions reposant sur des variables qualitatives en nombre important.

Afin d'étudier comment se prennent les décisions au sein des organisations, Simon (1960) a proposé une typologie des décisions :



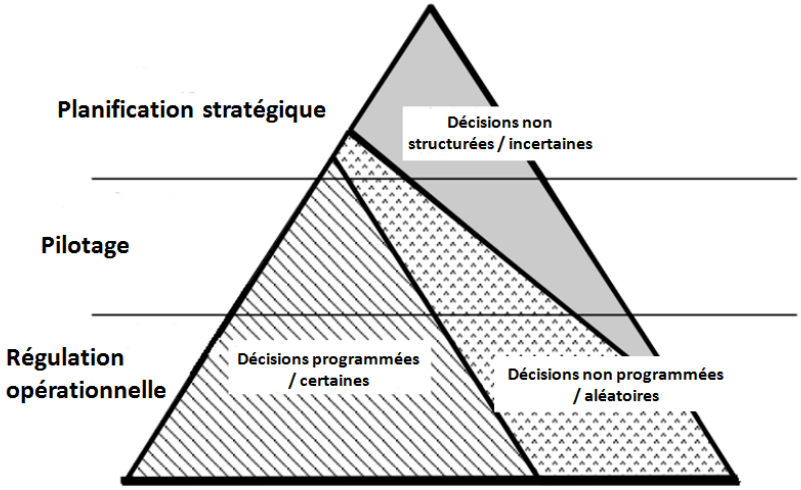
Les décisions programmées (ou programmables) correspondent à des situations répétitives et routinières. De ce fait les organisations ont mis en place des procédures définies pour leur traitement de telle sorte qu'elles ne soient pas considérées et traitées à chaque fois comme de nouvelles situations.

Concernant les décisions non programmées (ou non programmables), les organisations ne disposent pas de procédures formalisées prévoyant à l'avance le traitement à suivre du fait qu'il s'agit de situations nouvelles, non répétitives ou inhabituelles. Face à de telles situations, le décideur peut faire appel à des outils d'aide à la prise de décision et à des procédures qui lui indiqueront mieux les informations à rechercher, quels outils utiliser et quels interlocuteurs contacter pour résoudre le problème.

Les décisions non structurées correspondent aux situations où le décideur ne dispose pas d'un plan d'action préétabli lui permettant de trouver une solution. Dans ce cas, il est souvent fait appel à la créativité, à l'intuition et à l'expérience. Le raisonnement est de type analogique, par approximations successives et par l'absurde. Les variables sont souvent implicites et de type qualitatif.

1.2.4. Les décisions selon une classification croisée

La présente classification consiste à croiser les trois critères précédents. Les résultats de cette classification peuvent être synthétisés à travers le schéma suivant :



Le tableau ci-dessous donne des exemples de décisions par niveaux d'activités managériales :

Les décisions de régulation opérationnelle se caractérisent par :

- Une répétitivité importante ;
- Un nombre limité de variables et de critères à prendre en considération ;
- Des situations clairement identifiées avec une standardisation des procédures et des solutions prédéfinies ;
- Un processus de prise de décision simple et programmé ;
- Une rapidité dans la prise de décision et son exécution ;
- Une prise de décision par des subalternes pouvant agir individuellement ;
- Un horizon temporel court ;
- Un engagement de l'organisation au niveau local uniquement ;
- Une intégration des méthodes et procédés de prise de décision au niveau des programmes de formation des opérateurs.

Les décisions de pilotage sont de deux natures : décisions de coordination et décisions d'exception.

Les décisions de pilotage de coordination permettent d'orienter et d'encadrer les décisions de régulation opérationnelle. A l'instar des décisions de régulation, les décisions de pilotage de coordination sont routinières et prises à des moments préétablis. Elles peuvent donc être programmées mais de manière plus souple que les décisions de régulation. Le processus de prise de décision emprunte des caractéristiques au processus programmé et d'autres au processus non programmé.

Les décisions de pilotage d'exception se prennent de manière ad-hoc pour faire face à des situations imprévues. Ces décisions non routinières et non programmées n'engagent pas l'organisation de manière globale et n'ont pas d'impact sur sa stratégie. Généralement, ces décisions requièrent le déroulement de toutes les phases du modèle de prise de décision de Simon et mettent à contribution différentes fonctions de l'organisation.

Les décisions stratégiques se caractérisent par :

- Un impact sur l'ensemble de l'organisation avec conséquences sur son évolution ;
- Un caractère non routinier et de ce fait ne se prêtent pas à de la programmation ;
- Une prise de temps dans l'élaboration de la décision, une mise en œuvre non immédiate et une évaluation des retombées à long terme ;
- Une implication d'un groupe d'acteurs pouvant appartenir à l'organisation ou être des consultants externes. La décision est rarement individuelle ;
- Une prise en considération de plusieurs variables non clairement définies,
- Une difficulté dans l'anticipation des impacts de la décision et incertitude quant aux résultats de la mise en œuvre ;
- Processus complexe, dynamique, nécessitant de la coordination et l'intégration de facteurs politiques ainsi que de fréquents allers-retours vers la phase de conception.

	Régulation opérationnelle	Pilotage	Planification stratégique
Décisions programmées	- tenue compte client - gestion stock Tables de décision	- prévision d'activité à court terme - analyse de budget sur coûts standard, ... modèle comptable budgétaire statistique,régression, lissage,...	- composition flotte camions - localisation d'usines ou magasins, ... Recherche Opérationnelle : graphes, prog. lin,...
Décisions non programmées	- ordonnancement de production, - facturation particulière - organisation de tournées, -... Méthodes PERT,...	- analyse sur dépenses de structures - plan de remplacement - sous traitance O/N ? … simulation budgétaire, méthode Montecarlo, prog. lin,...	- fusion et acquisition actions, - règles de rémunération, - plans à L.T.,... simulation,...
Décisions non structurées	- ordonnancement de fab/devis, - gestion de trésorerie, -... simulation,...	- préparation de budgets et programmes, - définition individuelle de rémunération, - lancement campagne de promotion,... analyse baylésienne,...	- lancement de nouveaux produits, - sélection de responsables, - attaque de marchés nouveaux,... multicritère,...

Source : Espinasse (2009)

1.2.5. La décision de titrisation

L'objectif de cette section est de voir comment se situe la décision de titrisation au regard des trois critères de classifications analysés ci-haut :

- Classification des décisions par degré de risque ;
- Classification des décisions par niveau d'importance ;
- Classification des décisions par leur aptitude à être programmées.

La titrisation est un moyen de financement des entreprises. De ce fait, la décision de titrisation appartient à la famille des décisions de financement qui contribuent à la définition de la politique financière de l'entreprise.

Le financement par titrisation a des caractéristiques propres :

- Le financement porte sur des montants très importants. Les montants en jeu au niveau des programmes de titrisation réalisés au Maroc varient entre un minimum de 400 millions de dirhams et un maximum de 10 milliards de dirhams (programme rechargeable) ;
- Le financement par titrisation est un choix structurel et engageant pour les entreprises dans la mesure où toute entreprise optant pour cette forme de financement, envisagerait a priori de continuer d'y recourir à l'avenir en raison de l'importance des coûts fixes liés au recours à la titrisation. En effet, le coût financier et le temps investi pour la mise en place d'un premier fonds de titrisation ne sauraient être amortis que par le recours de manière répétitive à ce même mode de financement. Cette affirmation se vérifie empiriquement puisque le premier initiateur de la titrisation au Maroc est aujourd'hui à son quatrième fonds de titrisation. Un autre établissement initiateur a également validé un programme de titrisation d'une enveloppe de 10 milliards de dirhams qui sera levé en 10 opérations successives de 1 milliard de dirhams chacune ;
- Selon la théorie du signal, l'endettement est un moyen de signalisation à travers la politique financière de l'entreprise. Une opération de levée de la dette réussie permet aux entreprises de transmettre au marché financier un signal crédible sur leurs perspectives favorables futures et leur capacité d'honorer leurs engagements (Ross 1977).

Face à une décision de titrisation, on ne saurait prévoir avec certitude les résultats de la décision. Ainsi, il n'est pas possible de connaître à l'avance la réaction du marché face à l'opération envisagée et ses conséquences sur l'entreprise :

- Y aura-t-il suffisamment de souscripteurs intéressés par l'opération de titrisation envisagée ?
- Quelle sera la réaction du marché en cas d'échec de l'opération de titrisation ? Les banques ne perdront-elles pas confiance dans la signature

de l’entreprise et refuseront-elles à lui consentir de nouveaux concours financiers ? Quel en sera l’impact sur l’image de l’entreprise ?

- Compte tenu du délai relativement long pour monter une opération de titrisation, les caractéristiques du marché (notamment en termes de liquidité et de courbe des taux) ne vont-elles pas changer au moment de l’émission ? L’opération ne sera-t-elle pas menacée d’échec si le marché bascule en période de non liquidité ou si les taux augmentent de manière significative ?
- Sera-t-il possible de placer l’opération de titrisation au coût du financement envisagé ou faudra-t-il revoir à la hausse le coût du financement pour intéresser les souscripteurs ? Dans ce cas, quelles seront les conséquences financières du renchérissement du coût du financement ?

Toutes ces questions illustrent le niveau d’incertitude lié aux décisions de titrisation.

Dans la majorité des cas, la décision de titrisation sera qualifiée de « décision incertaine » compte tenu de l’importance des variables mises en jeu et qui ne sont ni maîtrisées par l’entreprise ni probabilisables en raison de la complexité de l’environnement et de la rareté des données disponibles. Cette incertitude sera plus importante si l’entreprise n’a jamais réalisé d’opération de titrisation.

Dans le cas où l’entreprise aurait déjà réalisé une ou plusieurs opérations de titrisation, ou si elle a l’habitude de faire appel public à l’épargne, la décision de titrisation sera qualifiée d’aléatoire puisque le facteur de l’expérience permet de donner aux différentes variables des probabilités de réalisation.

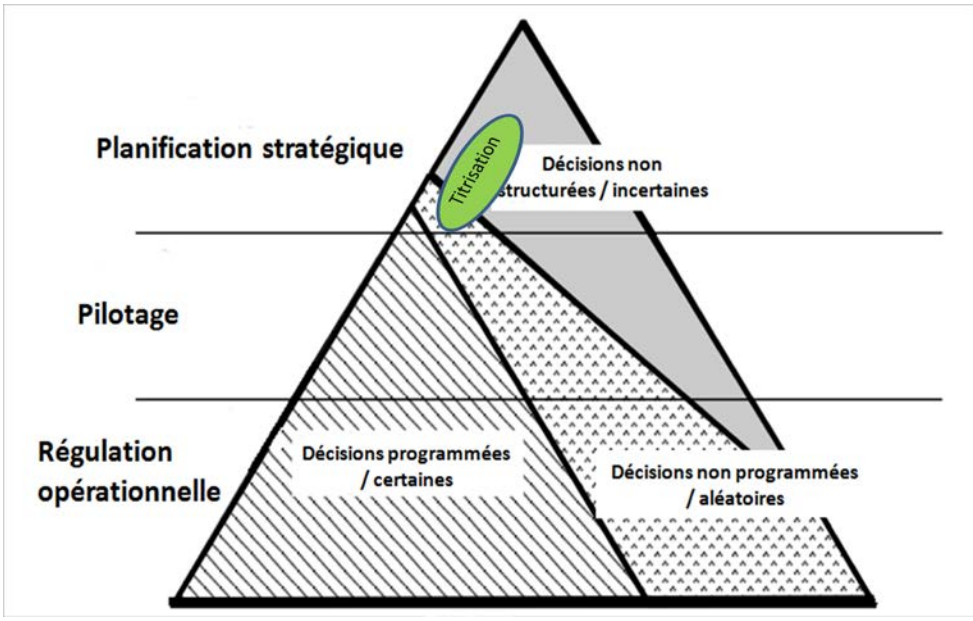
Concernant le niveau d’importance, la décision de titrisation sera toujours qualifiée de stratégique compte tenu du fait qu’elle aura une portée générale et engagera l’entreprise sur le long terme. L’importance des montants en jeu et le caractère non réversible et structurel d’une telle décision font qu’elle sera prise au niveau le plus élevé de la hiérarchie.

Enfin, la décision de titrisation constitue une décision non structurée puisque le décideur se trouvera face à une situation où il n'aura pas de plan d'action préétabli. Dans le cas où l'entreprise aurait déjà réalisé une ou plusieurs opérations de titrisation ou d'appel public à l'épargne, la titrisation constituera une décision non programmée puisque même en l'absence d'un plan d'action préétabli le décideur pourra, compte tenu du facteur de l'expérience, faire appel à des outils d'aide à la prise de décision et à des procédures qui vont l'aider à recueillir les informations nécessaires à la résolution de son problème.

En guise de synthèse, il serait possible de classer la décision de titrisation dans les catégories suivantes :

Critère de classification	Degré de risque	Niveau d'importance	Niveau de programmation
Première opération de Titrisation	Décision incertaine	Décision stratégique	Décision non structurée
Expériences antérieures en matière de titrisation et/ou d'appel public à l'épargne	*De* décision incertaine *vers* décision aléatoire	Décision stratégique	*De* décision non structurée *vers* décision non programmée

En retenant les critères croisés, la décision de titrisation se placerait comme suit au niveau du schéma de synthèse :



Section 2. Etude du processus de prise de décision

Après avoir présenté les différents modèles de prise décision (2.1.), nous allons mettre en évidence les différentes caractéristiques du processus de décision (2.2.). Enfin, nous nous attarderons à étudier la démarche décisionnelle et les différentes étapes du processus de décision (2.3.).

2.1. Les modèles de prise de décision

Le concept de rationalité se situe au centre des théories de la décision. Il est important de constater qu'il ne saurait y avoir de définition unique à la notion de décision rationnelle lorsqu'il s'agit des décisions prises au sein des organisations. En effet, face à l'existence d'une pluralité de rationalités, une décision ne peut être qualifiée de « rationnelle » que si la rationalité qui en est sous-jacente est explicitée.

Romelaer et Lambert (2001) ont identifié une multitude de rationalités qu'ils ont stratifiées en deux catégories :

- Les rationalités optimisatrices (dites également intentionnelles) ;
- Les rationalités exploratoires.

Les rationalités optimisatrices supposent des capacités cognitives importantes. Lesdites rationalités peuvent préexister à la décision et visent l'atteinte d'un objectif préalablement défini.

Au sein de la catégorie des rationalités optimisatrices, nous pouvons distinguer :

- Les rationalités fortes (dites substantives) ;
- Les rationalités limitées et procédurales ;
- Les rationalités influencées par les valeurs ;
- Les rationalités influencées par les règles ;
- Les rationalités contextuelles.

Tableau 8 : Caractéristiques de certaines rationalités optimisatrices

Type	Rationalité Forte Substantive	Rationalité Procédurale	Rationalité Influencée par des règles	Rationalité Influencée par des valeurs	Rationalité Contextuelle
Connaissance des alternatives décisionnelles	Connais--sance totale	Connais--sance Partielle	Processus de recherche segmenté	Connais--sance totale	Mixte des situations précédentes
Connaissance des conséquences des décisions	Connais--sance totale	Connais--sance totale à conséquences mal appréciées	Connais--sance totale dans un cadre restreint	Conséquen--ces connues mais déformables par les affects	Mixte des situations précédentes
Pré-ordre des Préférences	Pré-ordre complet et stable	Pré-ordre complet et stable	Pré-ordre complet pouvant évoluer	Instable, influencé par les valeurs et affects	Mixte des situations précédentes
Règles de décision guidant le raisonnement	Algorithmes Quantitatifs	Seuil de satisfaction heuristique	Adéquation aux règles	Algorithme quantitatif (indifférence adéquation à l'infusion des valeurs)	Mixte des situations précédentes
Degré et nature de l'ambiguïté	Absence d'ambiguïté	Faible ambiguïté liée aux capacités cognitives limitées	Faible ambiguïté liée au périmètre décisionnel limité	Forte ambiguïté liée à l'instabilité des affects	Forte ambiguïté due à l'aléa du contexte
Exemple de Théories	Rationalité économique, finance standard	Rationalité Limitée	Logique d'approp--riation	Modèle Normatif affectif	Théorie de l'image
Auteurs	Savage Modigliani, Miller Brealey, Myers	Simon March	March-Olsen Zhou	Etzioni	Beach, Mitchell

Source : Romelaer et Lambert, 2001

Les rationalités exploratoires quant à elles reposent sur un raisonnement a posteriori. Au sein de cette catégorie nous pouvons distinguer :

- Les rationalités écologiques ;
- Les rationalités cogénérées, évolutives et a posteriori.

Tableau 9 : Caractéristiques de certaines rationalités exploratoires

Type	Rationalité Cogénérée, évolutive et à posteriori	Rationalité écologique (incluant rationalité des jeux et sélectionnée)
Connaissance des alternatives décisionnelles	Connaissance partielle	Connaissance totale
Connaissance des conséquences des décisions	Connaissances révélées au cours de l'action	Conséquences binaires (problèmes solutionnés ou non)
Pré-ordre des Préférences	Préférences a posteriori	Absence de pré-ordre
Règles de décision guidant le raisonnement	Anticipation d'apprentissages	Technologie floue, proximité temporelle
Degré et nature de l'ambiguïté	Forte ambiguïté due à la méconnaissance a priori des conséquences	Forte ambiguïté due à la méconnaissance des procédures et au manque de coordination des acteurs
Exemple de Théories	Théorie des cycles de la décision	Modèle garbage can
Auteurs	Connolly, Wagner	Cohen-March-Olsen

Source : Romelaer et Lambert, 2001

Les organisations sont à la quête d'une rationalité collective qui transcende la rationalité individuelle. Consécutivement aux différents débats qui entourent le sujet, divers modèles et conceptions de la rationalité ont vu le jour :

- Le modèle de la rationalité parfaite ;
- Le modèle de la rationalité limitée ;
- Le modèle politique ;

- Le modèle de la rationalité contextuelle ;
- Le modèle de la rationalité sociocognitive.

Ces modèles de la rationalité ont été déclinés en variantes. Ainsi, nous rencontrons au niveau de la littérature plusieurs variantes de la rationalité limitée : procédurale, rétrospective et esthétique.

D'autre part, des recherches récentes ont combiné plusieurs modèles pour avoir des explications et une vision intégrante du concept de la rationalité. Les travaux de Royer (2002) en témoignent à travers la combinaison de la conception rationnelle et politique pour expliquer les décisions relatives à l'innovation.

Avant de présenter en détail chacun des modèles de prise de décision, nous allons présenter une synthèse des caractéristiques de chaque modèle.

Tableau 10 : Caractéristiques des différents modèles de la rationalité décisionnelle

Conception de rationalité	Vision de l'organisa--tion	Facteurs Individuels	Facteurs organisationnels	Facteurs contextuels	Logiques Théoriques
Parfaite	Entité optimisatrice Acteur unique Entité monolithique compréhensible en termes de rationalité individuelle	Ensemble des objectifs clairs du dirigeant		Environnement Techno-économique (données objectives du marché)	Thèse du contrôle externe Détermi--nisme contextuel
Limitée	Entité « satisficing » Système complexe : acteurs multiples poursuivant les mêmes objectifs	Objectifs du dirigeant Caractéristiques et style cognitif des individus	Structure organisationnelle Procédures standards	Environnement Techno-économique perçu	Thèse du contrôle externe Théorie contingente Inertie Structurelle

Politique	Coalition d'acteurs partisans Systèmes concrets d'action	Préférences et projets propres des individus	Distribution du pouvoir Maîtrise des ressources	Environnement économique et social	Inertie structurelle Choix Stratégique
Contextuelle	Anarchie organisée Système Chaotique	Multi-rationalité	Routines myopes Micro-déterminant Complexité Interne	Complexité externe	Rôle du hasard et de la chance
Sociocognitive	Construction sociale intersubjective	Processus psychologiques et cognitifs	Interprétations partagées, paradigmes collectifs formés par apprentissage	Recettes stratégiques sectorielles Culture sociétale Contrainte institutionnelle	Choix stratégique Déterminisme de l'action Contrôle externe Mimétisme

Source : Desreumaux et Romelaer, 2001, p.69

2.1.1. Le modèle de la rationalité parfaite

La rationalité parfaite suppose que tout acteur projette son comportement dans un modèle respectant les étapes suivantes :

- Procéder à un recensement exhaustif de toutes les solutions possibles applicables au problème ou à la situation rencontrés ;
- Connaître et évaluer l'ensemble des conséquences de chacune des solutions possibles ;
- Retenir parmi les solutions possibles celle qui répond le mieux à l'objectif prédéfini.

La mise en œuvre d'un tel modèle suppose :

- La fixation préalable d'objectifs clairs et non contestés qui serviront de critères d'évaluation et de classement des solutions possibles ;
- L'élaboration d'une procédure respectant un enchaînement logique dans les étapes en vue de la résolution du problème ;
- Le recours à un langage technico-économique et à des calculs d'optimisation ne laissant aucune place aux valeurs, à la subjectivité et aux

émotions. Ce modèle réduit l'approche à un problème de maximisation sous contrainte.

Les caractéristiques du modèle de la rationalité parfaite se présentent comme suit :

Tableau 11 : Caractéristiques des différents modèles de la rationalité décisionnelle

Caractéristique	Description
Buts et Objectifs	Les buts et objectifs sont traduits dans une fonction d'utilité ou de préférence qui représente la valeur ou l'utilité des alternatives et de leurs conséquences. L'agent doit pouvoir ordonner ses préférences, et donc trier chacun des ensembles de conséquences possibles résultant d'une action particulière.
Alternatives	L'agent rationnel doit choisir entre un ensemble d'alternatives qui s'affichent devant lui dans une situation particulière. Dans la théorie de la décision, ces alternatives sont représentées dans des arbres de décision.
Conséquences	À chaque alternative est relié un ensemble de conséquences anticipées ou résultats du choix.
Choix	Le choix rationnel consiste à sélectionner l'alternative dont les conséquences sont les plus performantes au regard de la fonction d'utilité du décideur.

Source : Allison, 1971 (repris par Bérard, 2009)

2.1.2. Le modèle de la rationalité limitée

Le modèle de la rationalité parfaite, tel que présenté ci-avant, est un modèle utopiste. En effet, le comportement réel des individus et des organisations s'en écarte pour les trois principales raisons identifiées par Simon (1945) :

- La rationalité exige une connaissance totale afin d'anticiper toutes les conséquences liées à chacune des solutions possibles. En réalité, les conséquences sont connues de manière fragmentaire. Seules les conséquences directes et proches dans le temps sont analysées. Pour pallier cette imperfection des connaissances, les organisations élaborent des procédures pour ramener des situations complexes à des situations simples où le nombre de variables à étudier est restreint ;

- L’acteur se doit d’anticiper des conséquences futures. En réalité, les acteurs cernent mal le degré d’adéquation des conséquences avec leurs valeurs. D’autant que les valeurs évoluent avec le temps. Il devient difficile d’anticiper les valeurs de demain et les priorités à donner à chaque valeur ;
- La rationalité parfaite exige une complétude dans l’analyse c'est-à-dire investiguer tout l’univers des alternatives possibles. En réalité, seul un nombre restreint d’alternatives est étudié.

Ainsi, la rationalité du comportement humain est limitée en termes de capacité cognitive et d’informations disponibles. Ainsi, l’acteur ne cherchera plus un optimum mais s’arrêtera au premier choix qu’il jugera satisfaisant.

En définitive la rationalité limitée va s’apprécier au regard des critères suivants :

- Les connaissances limitées ;
- Le recours aux heuristiques (intuition, benchmark, créativité, expérience…etc.) ;
- La non-complétude des données et de l’analyse ;
- La recherche d’une solution satisfaisante plutôt qu’une solution répondant à des critères de maximisation/optimisation.

2.1.3. Le modèle de la rationalité politique

Ce modèle considère que la décision est la résultante d’un jeu d’acteurs dans lequel chacun défend ses intérêts et sa vision. L’organisation considérée classiquement comme un système cohérent et unitaire se transforme en arène politique.

Selon Eisenhardt et Zbaracki (1992), dans un modèle politique il est fort de constater que :

- Les décisions sont le fruit d’un processus mettant en jeu des acteurs ayant des objectifs qui ne sont pas nécessairement convergents ;
- Les acteurs adoptent des stratégies de coalitions ;
- Les résultats décisionnels correspondent aux choix des individus puissants.

Chaque acteur ou groupe d'acteurs dans l'organisation cherchent à contrôler les décisions des autres acteurs.

Selon Allison (1971), les jeux entre acteurs obéissent à des règles souvent implicites. Ces mêmes règles limitent le champ des décisions acceptables.

La prise de décision collective passera par la recherche d'un compromis permettant d'aligner les intérêts des différents acteurs. La recherche de compromis nécessitera la mise en place d'activités de coordination et de suivi.

Afin de concevoir des modèles de comportement des organisations en matière de prise de décision, Cyert et March (1963) se sont appuyés sur une théorie proche des systèmes politiques conflictuels. Dans ces modèles, l'entreprise est assimilée à une coalition politique dans laquelle le dirigeant est arbitre. L'entreprise devient alors une scène pour les activités de négociation, de compromis, de marchandage et de conflit. Une transposition de cette théorie à la prise de décision dans l'entreprise devient alors possible, selon March (1962).

Ainsi, la prise de décision stratégique devient finalement politique dans la mesure où les acteurs influents et puissants obtiennent ce qu'ils veulent. Les autres membres de l'organisation se livrent alors à des activités politiques (coalition, négociation, sabotage, …etc.) afin d'accroître leur niveau d'influence (Eisenhardt et Zbaracki, 1992).

Par le biais de la négociation, la rationalité collective (dite de groupe) devient in fine politique impliquant des acteurs à intérêts divergents et se livrant à des activités diplomatiques (Crozier et Friedberg, 1977).

2.1.4. Le modèle de la rationalité contextuelle

Ce modèle considère que la décision traduit la rencontre d'un acteur avec ses capacités cognitives et son expérience dans le cadre *d'un contexte spécifique*. Ce modèle met en évidence l'impact de l'environnement de l'acteur sur ses décisions et choix. Ainsi, la logique décisionnelle sera davantage guidée par le contexte

spécifique et la dynamique propre de la décision plutôt que par une démarche planifiée et des objectifs préétablis.

La rationalité contextuelle regroupe l'ensemble des éléments de l'environnement, tels que perçus par le décideur qui exerce une influence sur la décision (l'importance des enjeux, la pression du facteur temps par exemple).

Le modèle de la poubelle (dit également « garbage can ») publié en 1972 par March, Cohen et Olsen s'insère dans une logique de rationalité contextuelle. Lorsqu'une entité est assimilée à une anarchie organisée, le modèle du « garbage can » est alors applicable et les solutions apportées ne découlent plus de décisions mûrement réfléchies mais plutôt de la rencontre hasardeuse entre des solutions existantes et des problèmes.

Tableau 12 : Caractéristiques du modèle anarchique (Garbage Can)

Caractéristique	Description
Décision	- Un construit post-factum produit par les participants - Origines et terminaison des processus décisionnels sont problématiques - Les problèmes peuvent être adressés sans choix ; les choix peuvent être faits sans problème explicite
Objectifs	- Désaccord quant aux relations de cause à effet - Désaccord quant aux objectifs
Participation	- Participation fluide - Porteurs de problèmes et de solutions - Importance de la présence de participants dans les opportunités de choix
Dépendance contextuelle	- Problèmes concurrents, opportunités de choix et attention des participants influencent le style décisionnel - Événements exogènes et aléatoires influencent la définition du problème et les critères d'évaluation
Temps	- Le passé ne peut être répété ; le temps engendre des problèmes et des évolutions contextuelles et influence les critères d'évaluation - Pas obligatoirement séquencé aux problèmes, choix et actions

Source : Pinfield, 1986 (repris par Bérard, 2009)

Parmi les apports du modèle du « Garbage can », nous pouvons citer les faits suivants :

- Ne pas surestimer la rationalité des acteurs ainsi que leur capacité à assimiler le processus auquel ils prennent part ;
- Inviter les décideurs à demeurer modestes en évitant le choix d'outils de gestion trop ambitieux ;
- Savoir travailler à la marge en faisant preuve de relativité : considérer les objectifs comme des hypothèses, sa perception intuitive comme une réalité et son expérience comme une théorie…
- Permettre une meilleure prise en compte des aléas et des évolutions qui peuvent intervenir en cours de route (la présence ou l'absence d'un acteur lors d'une séance de travail pourrait complètement modifier le sens des décisions susceptibles d'être prises) ;
- Conduire son analyse en dissociant les intentions des actes et les causes des effets.

2.1.5. Le modèle de la rationalité sociocognitive

L'approche sociocognitive s'intéresse à l'analyse des processus par lesquels les individus produisent leurs conduites sociales.

Cette approche repose sur le concept de « représentation sociale » qui est défini par Jodelet (1991) comme étant *« une forme de connaissance, socialement élaborée et partagée ayant une visée pratique et concourant à la construction d'une réalité commune à un ensemble social »*. La représentation sociale est simultanément *« le produit et le processus d'une activité mentale et sociale par lequel un individu ou un groupe reconstitue le réel auquel il est confronté et lui attribue une signification spécifique »* (Abric, 1987).

La représentation sociale *« n'est donc pas un simple reflet de la réalité, elle est une organisation signifiante. Un guide pour l'action, elle oriente les actions et les relations sociales »* (Abric, 1994).

Selon Desreumaux et Romelaer (2001), le modèle de rationalité sociocognitive met en avant, d'une part, les concepts cognitifs et d'autre part, les processus d'apprentissage social. Les organisations constituent *« des entités complexes présentant des propriétés uniques qui émergent de l'interaction des individus : capacités à traiter de l'information, à produire et partager des symboles et des représentations, conscience du temps et de l'histoire, systèmes de valeurs, etc. »* (Desreumaux et Romelaer, 2001).

Selon Weick (1979), la réalité organisationnelle est construite à travers un processus cognitif. L'organisation est construite par des acteurs disposant de théories personnelles qui leur permettent d'appréhender les événements actuels, d'interpréter les événements passés et de prédire les événements futurs (Cossette, 2004).

Le modèle de rationalité sociocognitive est axé sur le dispositif d'interprétation qu'acquiert une organisation à travers des constructions sociales intersubjectives.

2.2. Les caractéristiques du processus de décision

Nous nous intéresserons dans un premier temps aux acteurs du processus décisionnel qui en constituent l'élément central, puis aux facteurs contextuels.

2.2.1 : Les acteurs du processus de décision

Toute recherche s'intéressant au processus de prise de décision gagnerait à analyser le rôle central que jouent les décideurs. En effet, selon Langley et al. (1995), le décideur devrait être appréhendé en ses qualités de créateur, acteur et porteur de décision.

Le processus de prise de décision peut impliquer la mise en relation de plusieurs acteurs, tant internes qu'externes à l'organisation.

Quand bien même les décisions peuvent être qualifiées d'organisationnelles, en réalité ce sont, à la base, des individus qui prennent ces décisions, d'où l'importance de connaître :

- Le profil des décideurs ;
- Leur nombre ;
- Ainsi que la nature de la collaboration entre eux.

Plusieurs auteurs tels que Desreumaux (1993) et Bronner (1993) considèrent le nombre de décideurs comme l'une des dimensions du processus décisionnel. A partir du moment où l'on s'intéresse aux décideurs, il devient impératif d'intégrer la « structure cognitive » dans l'analyse du processus décisionnel.

Les structures cognitives sont les processus mentaux fondamentaux que les personnes utilisent pour donner un sens à l'information. Les structures cognitives peuvent être appelées également structures mentales, outils mentaux ou bien modes de pensée. Les types courants de structures cognitives sont les structures de pensée comparative, les structures de représentation symbolique et les structures de raisonnement logique.

Selon Chermack (2003), chaque personne construit, de manière inconsciente, sa propre structure cognitive reposant sur sa perception de la réalité.

La structure cognitive intègre les croyances, les valeurs, les préjugés et les expériences des individus (Ford et Sterman, 1998) qui interagissent de manière continue avec les perceptions, actions et pensées (Chermack, 2003).

Chermack (2003) met en exergue le rôle des structures cognitives du décideur au niveau du cadrage de la situation décisionnelle tant au niveau des variables décisionnelles que des alternatives et des préjugés.

Il est indispensable que les différentes parties prenantes au processus décisionnel au sein de l'organisation aient des cognitions partagées afin de pouvoir interpréter de manière cohérente les situations et les événements. Les cognitions partagées donnent une cohérence à l'organisation et deviennent indispensables à la prise de décision (Jelinek et Litterer, 1994).

Le socle minimum de structures cognitives partagées au sein d'une organisation se présente comme suit :

Tableau 13 : structures cognitives communes dans l'organisation

Type de structure cognitive partagée	Description
Identité	Identité commune et distincte des autres groupes qui se traduit notamment dans un vocabulaire spécial, des symboles, l'histoire et les mythes.
Stratégie	Où allons-nous et comment ?
Opérations	Comment faisons-nous notre travail au quotidien et quels sont les flux de travail ? Quelles sont les séquences d'activités ?
Mode d'emploi/ répertoire	Mémoire de l'organisation (toute l'information accumulée) : ce qui est stocké et comment y accéder.
Membres	Rôle de chacun des membres
Leadership	Comment l'organisation a-t-elle été créée ? Comment est-elle recréée et maintenue ?

Source : Jelinek et Litterer, 1994 (repris par Bérard, 2009)

2.2.1.i Diversité des parties prenantes :

Le processus décisionnel implique une multitude et une diversité d'acteurs. Lorsqu'il s'agit de décisions stratégiques, des acteurs externes (spécialistes, consultants, …) peuvent être associés à la prise de décision en raison de leurs compétences et/ou expériences spécifiques (Daft, 1986).

L'organisation fait partie d'un réseau complexe constitué de plusieurs parties prenantes appartenant à des champs disciplinaires différents, disposant de compétences et de visions différentes du problème et animées par des intérêts qui ne sont pas nécessairement convergents.

Selon Pasquero (2003), il est indispensable de prendre en considération l'ensemble des parties prenantes et d'admettre la diversité de leurs structures cognitives, la multiplicité de leurs rationalités ainsi que la divergence de leurs intérêts.

C'est dans ce cadre que la théorie des parties prenantes a émergé en considérant qu'il ne suffit plus de se limiter à considérer les attentes des actionnaires mais qu'il

faille intégrer également les intérêts et l'influence de toutes les parties prenantes (appelées aussi intéressés) qui sont affectées par les politiques et opérations de l'organisation (Buchholz et Rosenthal, 2005).

La théorie des parties prenantes s'intéresse principalement à la nature des relations entre l'entreprise et ses intéressés et à la prise de décision managériale.

Donaldson et Preston (1995) mettent en évidence les postulats de base de la théorie des parties prenantes :

- l'organisation n'entretient pas des relations avec un seul groupe mais plutôt avec tous les groupes (constitués d'individus et d'institutions) qui sont affectés par les objectifs et les décisions stratégiques de celle-ci ;
- les intérêts d'aucun groupe ne devraient primer face à ceux d'autres groupes.

Dans le cadre de cette théorie, il convient de procéder à :

- l'identification des différentes parties prenantes de l'organisation ;
- la classification des parties prenantes en catégories afin de déterminer les types d'influence que celles-ci exercent et comment l'organisation y répond.

En ce qui concerne l'identification et la typologie des parties prenantes, plusieurs classifications et cadres conceptuels ont été développés par les auteurs suivants : Pasquero, Lépineux, Mitchell et al…etc.

Pasquero (2003) a identifié neuf groupes de parties prenantes de l'organisation :

- les actionnaires ;
- les employés ;
- les consommateurs ;
- les créditeurs/fournisseurs/concurrents ;
- l'État ;
- les groupes de pression ;
- les observateurs sociaux ;
- les médias ;
- et les communautés civiques.

Lépineux (2003, cité par Pesqueux et Damak-Ayadi, 2005) quant à lui, en distingue quatre :

- les actionnaires ;
- les intéressés internes à l'organisation ;
- les partenaires opérationnels ;
- et la communauté sociale.

Mitchell et al. (1997) ont proposé une classification plus complète et plus intéressante des parties prenantes. Cette classification se base sur la forme d'influence, le degré de pouvoir, la légitimité ainsi que la capacité de pression de chaque partie prenante.

Tableau 14 : typologie des parties prenantes selon Mitchell et al.

Intéressé	Attribut	Type	Définition
Dormant	Pouvoir	Latent	L'intéressé peut imposer ses volontés mais n'a pas la légitimité et les capacités d'exercer des pressions immédiates. Le pouvoir est inutilisé.
Discret	Légitimité		L'intéressé possède une légitimité mais n'a ni pouvoir ni la capacité de pression immédiate.
Exigeant	Urgence		L'intéressé a une capacité de pression, mais n'a ni pouvoir, ni légitimité.
Dominant	Pouvoir Légitimité	En attente	L'intéressé possède du pouvoir et de la légitimité, mais ne fait pas de pressions immédiates.
Dépendant	Urgence Légitimité		L'intéressé a de la légitimité et fait des pressions sur une organisation, mais n'a pas de pouvoir et dépend donc de ceux qui le détiennent.
Dangereux	Pouvoir Urgence		L'intéressé fait des pressions et a du pouvoir, mais n'a pas de légitimité. Il peut exercer des moyens coercitifs qui le rendent dangereux.
Définitif	Pouvoir Légitimité Urgence	Définitif	L'intéressé détient du pouvoir et de la légitimité. Il peut obtenir gain de cause auprès de l'organisation à la suite de pressions.

Source : Mitchell et al., 1997 (repris par Bérard, 2009)

2.2.1.ii Collaboration entre les parties prenantes :

Les décisions peuvent être de deux natures : individuelles ou collectives.

La décision individuelle implique un seul acteur qui fait preuve d'autorité absolue. Par contre, le comportement décisionnel collectif est dicté par les relations d'influence et de pouvoir entre les différents acteurs qui ont des objectifs, des identités et des systèmes cognitifs différents (Christensen et Westenholz, 2000). Ainsi, l'analyse des relations d'influence et de pouvoir devient un passage obligé pour la compréhension des décisions et des actions collectives (Crozier et Friedberg, 1977).

Compte tenu des différences entre les acteurs et afin d'optimiser la réponse aux objectifs divergents des différentes parties prenantes, la décision se doit d'être collective, collaborative et participative. La collaboration nécessite une prédisposition à apprendre et à arriver à un consensus.

La prise de décisions stratégiques devrait reposer sur des équipes multidisciplinaires, composées d'acteurs ayant des perspectives différentes du problème ainsi qu'un savoir et des compétences complémentaires. Ainsi, ces acteurs s'engagent dans un processus d'apprentissage social permettant le partage des connaissances déjà acquises ainsi que la création de nouvelles connaissances (Beers et al., 2006).

Le niveau de participation s'apprécie en fonction de deux critères : l'ampleur et la profondeur de la participation.

S'agissant de l'ampleur de la participation, il s'agit d'apprécier le niveau de participation des différents acteurs à l'ensemble des étapes du processus de prise de décision (Edelenbos et Klijn, 2005). L'ampleur est appréhendée à travers le nombre d'acteurs impliqués, la fréquence et le moment de leur implication ainsi que la diversité de leurs profils (Ashmos et al., 1998).

La profondeur de la participation est quant à elle mesurée par le niveau d'influence que peuvent avoir les acteurs pour modifier la décision finale

(Edelenbos et Klijn, 2005). La revue de la littérature permet de recenser diverses typologies des niveaux d'influence des parties prenantes. La typologie qui nous semble intéressante à présenter est celle empruntée à Martel et Rousseau (1996, cité par Bérard, 2009), qui identifient trois démarches de décisions collectives qu'ils situent sur une échelle de niveau d'influence/implication :

- La consultation : le décideur unique recueille l'avis des autres parties prenantes avant d'opérer son choix final dont il reste seul maître. Il s'agit là du niveau d'implication le plus faible des parties prenantes dans le processus décisionnel ;
- La concertation : les parties prenantes s'accordent pour définir les règles et la structure du processus décisionnel en favorisant la prise en considération des avis des autres. Cette forme de décision participative représente le niveau médian d'implication des parties prenantes dans le processus décisionnel ;
- La négociation : la décision est prise à l'unanimité via un processus collaboratif poussant les parties prenantes à entrer en négociation pour trouver un consensus. Il s'agit là du niveau le plus élevé d'implication des parties prenantes au processus décisionnel.

2.2.2. Les facteurs contextuels

L'analyse du processus décisionnel ne peut se faire en ignorant le contexte (interne et externe) dans lequel évolue l'organisation. En effet, l'environnement influe sur les décisions (stratégiques et non stratégiques) prises au sein des organisations. Par exemple, en présence de conjoncture favorable les organisations envisagent avec plus d'aisance d'opérer des recrutements tandis qu'en période de crise économique les décisions de recrutement se prennent avec plus de prudence.

De même, le contexte interne à l'organisation exerce une influence sur le processus décisionnel. Ainsi, les entreprises à capital privé affichent plus de souplesse dans la prise de décision comparativement à celles à capital public (ou

bien soumises au contrôle public). Il en est de même pour les sociétés de petite taille par rapport à celles de grande taille.

2.2.2.i Le contexte interne : facteurs organisationnels :

Une revue de la littérature nous a permis d'identifier les principaux facteurs organisationnels ayant une influence sur les caractéristiques du processus de décision :

- La performance de l'organisation ;
- Les caractéristiques de l'équipe dirigeante ;
- La structure organisationnelle ;
- La taille de l'organisation ;
- Les stratégies passées ;
- La distribution du pouvoir ;
- Les systèmes internes ;
- Les dispositifs de contrôle.

Une synthèse des travaux relatifs à l'analyse des impacts des facteurs organisationnels sur les caractéristiques du processus décisionnel est présentée dans le tableau ci-après :

Tableau 15 : Incidences des facteurs organisationnels sur le processus décisionnel

Auteur	Conclusion des travaux
Child (1972)	La structure décisionnelle est affectée par la taille de l'organisation
Fredrickson (1985)	La performance de l'organisation a un impact sur la complétude du processus décisionnel
Fredrickson (1986)	Les caractéristiques de la structure organisationnelle (telles que la décentralisation, formalisation, niveau de simplicité) impactent certaines caractéristiques du processus décisionnel
Lioukas et al. (1993)	Le contrôle privé (par opposition au contrôle public) impacte les pratiques et les processus décisionnels

Papadakis et al. (1998)	La performance, les systèmes internes, la taille et le contrôle organisationnels ont une influence sur la rationalité et la complétude du processus de prise de décision
Papadakis et Barwise (2002)	Les organisations de grandes tailles sont engagées dans des processus plus rationnels, s'appuient sur des activités politiques internes plus rigoureuses et distribuent le pouvoir sur une population d'acteurs plus large.

2.2.2.ii Le contexte externe : facteurs environnementaux

Selon Mintzberg (1973), la nature de l'environnement a des répercussions sur les caractéristiques du processus décisionnel notamment sur les objectifs, l'horizon temporel d'analyse et le mode d'évaluation des solutions possibles. Ainsi, dans un environnement macro-économique en récession, les agents économiques ont tendance à se fixer des objectifs plus modestes en considérant un horizon temporel plus court.

Les caractéristiques du contexte environnemental les plus étudiées sont :

- Le degré de dynamisme de l'environnement ;
- La complexité de l'environnement ;
- La munificence de l'environnement : la générosité et la capacité de l'environnement à soutenir dans le temps une croissance durable pour l'organisation.

Tableau 16 : Incidences des caractéristiques environnementales sur le processus décisionnel

Caractéristiques environnementales étudiées	Auteur	Conclusion des travaux
Degré de dynamisme de l'environnement	Miller et Friesen (1983) Eisenhardt (1989)	Les processus cognitifs s'amplifient dans un environnement dynamique et changeant : les décideurs utilisent plus d'informations, considèrent plus de choix et recourent à plus de spécialistes

	Moorman et Miner (1998)	Mise en évidence de la pertinence du processus d'improvisation dans des environnements turbulents
Complexité de l'environnement	Goll et Rasheed (1997)	Dans un environnement complexe, les organisations ont tendance à recourir aux biais cognitifs, ou heuristiques, afin de simplifier la situation : restreindre les alternatives à étudier ainsi que l'information utilisée.
	Mintzberg et al. (1976),	Dans un environnement complexe, les décideurs recourent aux modèles conceptuels simplifiés
Munificence de l'environnement	Goll et Rasheed (1997)	La munificence de l'environnement favorise la rationalité des processus et contribue à l'accroissement de la performance

2.3. La démarche décisionnelle

Nous nous intéresserons dans un premier temps aux différentes étapes constitutives du processus de décision ainsi qu'à la forme de progression des activités du processus décisionnel (II.2.3.1.). Ensuite, nous aborderons les démarches processuelles dans lesquelles peut s'inscrire le processus de prise de décision (II.2.3.2.).

2.3.1. Les étapes du processus de décision

Divers travaux de recherche ont été consacrés à l'étude des différentes étapes (ou phases) constituant le processus de décision. Cette approche d'analyse du processus par décomposition en étapes a fait l'objet de diverses critiques mais demeure bien utile pour la description du processus de décision.

Condorcet (1743-1794) est considéré comme étant l'un des précurseurs en matière de théorie de la décision. Il s'est intéressé au moyen d'aboutir à une

décision rationnelle lorsque celle-ci émane d'une pluralité d'opinions recueillies par voie de vote. Il fut le premier à proposer une théorie générale sur les étapes du processus décisionnel.

S'agissant des chercheurs modernes, Dewey (1910) compte parmi les premiers à avoir modélisé le processus de décision en le décomposant en cinq étapes. Depuis Dewey, plusieurs modèles ont été proposés afin de présenter les étapes du processus décisionnel. Le cadre le plus connu est celui proposé par Simon (1960), dit modèle IMC (Intelligence-Modélisation-Choix), reposant sur trois séquences :

- Intelligence : exploration de l'environnement pour détecter les situations nécessitant une prise de décision ;
- Modélisation : collecte d'information pour l'élaboration de solutions ;
- Choix : sélection de la meilleure solution en fonction de différents critères, et en prenant en considération le contexte.

Cependant, divers auteurs ont remis en cause le principe de décomposition du processus décisionnel en étapes successives :

- McKenna et Martin-Smith (2005) considèrent que le processus décisionnel s'apparente davantage à un cycle décisionnel ;
- Mintzberg et Westley (2001) estiment que toutes les décisions ne suivent pas une même logique séquentielle ;
- Cohen et al. (1972), Padgett (1980) et Starbuck (1983) admettent l'existence de décisions non structurées ;
- Witte (1972) estime que les étapes du processus décisionnel sont exécutées en parallèle plutôt que de manière simple et séquentielle.

Selon Mintzberg et al. (1976), le processus décisionnel comprend les activités réalisées depuis la perception du stimulus pour l'action jusqu'à l'engagement effectif de l'action. Les principaux auteurs ayant proposé des modèles de décomposition du processus de décision sont :

- Condorcet (1743-1794) ;
- Dewey (1910) ;
- Simon (1960) ;

- Brim et al. (1962) ;
- Witte (1972) ;
- Glueck (1976) ;
- Hofer et Schendel (1978) ;
- Mazzolini (1981).

Une revue de la littérature, nous a permis de synthétiser dans le tableau ci-dessous les étapes du processus de prise de décision issues des principaux modèles énoncés ci-haut :

Tableau 17 : Vue d'ensemble sur les travaux relatifs à la décomposition du processus décisionnel en étapes

Auteur	Etapes du processus décisionnel
Condorcet (1743-1794)	Processus de décision en trois étapes : - Discussion préliminaire : discussion des principes qui guideront la décision dans une vision générale. Les conséquences des différentes manières de prendre la décision sont examinées. - Discussion approfondie : clarification de la question avec combinaison et rapprochement des différents avis pour obtenir un nombre gérable d'alternatives possibles ; - Choix : sélection entre les différentes alternatives.
Dewey (1910)	Processus de décision en cinq étapes : - Sensation de difficulté - Définition du caractère de cette difficulté - Suggestion des solutions possibles - Evaluation de la suggestion - Davantage d'observation et d'expérimentation afin d'accepter ou rejeter la suggestion
Simon (1960)	Processus de décision en trois étapes : - Intelligence (renseignements) - Design (modélisation) - Choice (sélection)
Brim et al. (1962)	Processus de décision en six étapes : - Identification du problème - Obtention de l'information nécessaire - Production des solutions possibles - Evaluation des solutions - Choix d'une stratégie pour l'exécution - Exécution de la décision

Witte (1972)	Les étapes du processus de décision se déroulent de manière parallèle : - les acteurs ne peuvent recueillir les informations en s'empêchant de développer simultanément des solutions - les acteurs ne peuvent s'empêcher d'évaluer immédiatement les solutions, et s'engageant ainsi dans la décision Ce modèle plus réaliste considère que les différentes étapes du processus décisionnel peuvent intervenir dans différents ordres pour des décisions différentes.
Glueck (1976)	Processus de décision en cinq étapes : - Évaluation de l'environnement (opportunités et menaces) - Phase 1 du choix : considérer les alternatives stratégiques - Phase 2 du choix : choix de la stratégie - Mise en œuvre - Évaluation
Hofer et Schendel (1978)	Processus de décision en sept étapes : 1- Identification de la stratégie 2- Diagnostic d'environnement 3- Analyse des ressources 4- Analyse d'écart 5- Solutions stratégiques 6- Évaluation de la stratégie 7- Choix de la stratégie
Mazzolini (1981)	Processus de décision en sept étapes : 1- Identification d'un besoin de décision 2- Recherche de solutions d'action 3- Analyse des solutions d'action 4- Revue et approbation 5- Mise en œuvre

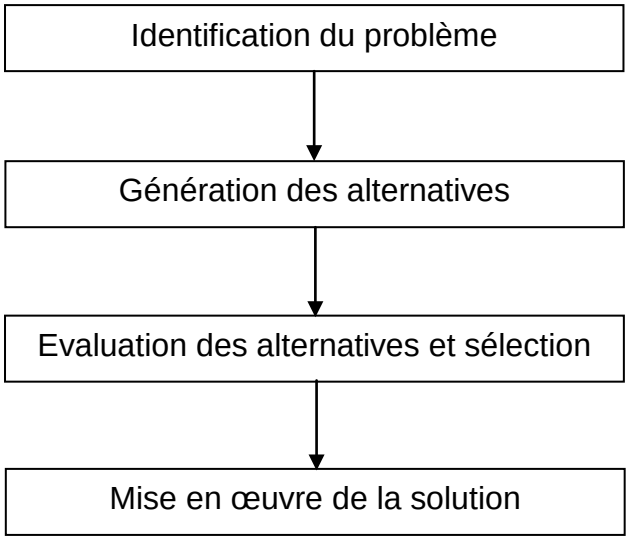
Malgré l'utilisation d'appellations différentes, une analyse comparative de ces différents modèles permet l'identification de dénominateurs communs, permettant de dégager un modèle général séquentiel classique constitué des quatre étapes suivantes :

- Identification du problème ;
- Génération des alternatives ;
- Evaluation des alternatives et sélection ;
- Mise en œuvre de la solution.

Nous détaillerons, dans un premier temps, les quatre étapes de ce modèle séquentiel classique (2.3.1.i) avant de présenter d'autres modèles dérogatoires par rapport au modèle séquentiel classique (2.3.1.ii).

2.3.1.i Modèle séquentiel classique :

Les étapes du modèle classique s'inscrivent dans une logique processuelle linéaire et rationnelle.



Etape 1 : Identification du problème

Cette première étape du processus décisionnel est très délicate. En effet, selon Le Moigne (1974), il est plus compliqué d'identifier un problème que de le résoudre. Cette complexité sera accrue lorsqu'il s'agira de décisions stratégiques dont les problèmes sous-jacents sont difficiles à décrire et n'ont pas de formulation claire (Mason et Mitroff, 1981).

L'identification d'un problème est en principe déclenchée par la constatation d'un écart entre une performance actuelle et un objectif préétabli ce qui induit un besoin de changement.

Ainsi, un diagnostic s'avère nécessaire pour toute prise de décision. Ce diagnostic peut prendre une forme plus au moins élaborée et s'appuiera sur la collecte et l'analyse des données, tant internes à l'organisation qu'externes, afin de bien définir le problème et appréhender ses causes (Mintzberg et al., 1976).

Le diagnostic est considéré par certains comme un art, mais il est davantage une procédure ordonnée qui gagnera en efficacité lorsque le décideur acquiert une pleine maîtrise des fonctions et des logiques du système dans lequel opère son organisation.

Une fois le problème clairement identifié, vient la phase de formulation des objectifs sous forme d'énoncés normatifs décrivant un état futur souhaité de la réalité (Bérard, 2009) et ils fournissent les critères à retenir pour l'évaluation des alternatives/solutions possibles (Hauschildt, 1986).

Dans certains contextes, les objectifs peuvent être ambigus avec des niveaux d'urgence variés, voire même, selon Easton (1973), conflictuels.

Il existe un certain nombre de techniques mises en évidence par Daft (1986) pour la conciliation entre les objectifs conflictuels :

Technique	Présentation de la technique
La satisfaction	Au lieu de viser l'atteinte d'une performance maximale, le décideur se contente de ce qui est satisfaisant.
L'attention séquentielle	Le décideur concentre pendant une période, son attention sur les objectifs jugés importants avant d'intégrer les autres objectifs au niveau de périodes ultérieures.
L'ordonnancement des préférences	Une hiérarchisation des objectifs est définie pour faciliter les arbitrages.
Le changement dans l'objectif	Etant donné que les objectifs évoluent et changent, la priorité des objectifs est reconsidérée de manière périodique.

Etape 2 : Génération des alternatives

Cette étape regroupe toutes les activités qui permettent de générer des solutions/alternatives à même de résoudre le problème préalablement identifié.

La génération d'alternatives consiste à trouver les différents moyens qui permettent à l'organisation de réduire l'écart identifié entre la situation actuelle et la situation souhaitée.

La pertinence des alternatives générées a une incidence directe sur la qualité de la décision à prendre puisque la solution au problème décisionnel émergera parmi les alternatives identifiées (Easton, 1973).

Selon Mintzberg et al. (1976), les solutions peuvent être :

- Trouvées, en puisant dans les expériences antérieures des décideurs et des organisations
- Conçues, lorsque les expériences antérieures ne permettent pas de dégager une solution potentielle. La conception peut être totale ou partielle. En effet, il pourra s'agir de développement de solutions personnalisées et spécifiques, soit uniquement de modifier ou d'adapter des solutions existantes.

La génération d'alternatives constitue un processus itératif impliquant des cycles de conception et de recherche. Cette étape passe par une collecte des informations nécessaires à la résolution du problème. Lorsque le processus décisionnel est collectif, certaines techniques, telles que le brainstorming, peuvent être utilisées.

Lorsqu'il s'agit de décisions stratégiques ou complexes, le recours à des spécialistes ou experts externes peut s'avérer très utile.

Etape 3 : Evaluation des alternatives et sélection

Cette étape du processus décisionnel comprend trois activités séquentielles :

- la détermination des critères d'évaluation ;
- la mesure et l'évaluation des conséquences des alternatives/solutions envisagées ;
- le choix à proprement dit, en retenant la meilleure alternative au regard des critères d'évaluation retenus.

Détermination des critères :

Les critères d'évaluation devraient découler des objectifs formulés au niveau de l'étape précédente (Hauschildt, 1986). Des objectifs formulés de façon claire et précise facilitent la détermination des critères d'évaluation des alternatives.

Face à certaines situations stratégiques et/ou complexes, il peut s'avérer difficile de déterminer les critères d'évaluation des alternatives (Mason et Mitroff, 1981).

Evaluation des conséquences :

Théoriquement, le choix d'une solution ne saurait être effectué qu'après évaluation et étude comparative des conséquences et retombées de chacune des alternatives envisagées. Dans un contexte de décisions stratégiques et/ou complexes, des commissions ou groupes de travail ad hoc peuvent être constitués au sein des organisations pour réaliser l'étude d'évaluation des conséquences. Des spécialistes ou experts peuvent être adjoints au groupe de travail pour apporter une expertise ou un éclairage particuliers.

L'évaluation des conséquences est effectuée sous la forme d'attribution d'une valeur quantitative (chiffrage de l'impact), ou bien de présentation de l'information qualitative nécessaire pour clarifier les propriétés de chaque alternative (Nutt, 1976).

Archer (1964), distingue trois contextes dans lesquels peut s'inscrire l'évaluation des conséquences des différentes alternatives :

- Environnement de certitude : les conséquences de chaque alternative sont connues et les résultats de chaque choix peuvent être prédits ;
- Environnement risqué : certaines variables ou paramètres ne sont pas maîtrisés mais connus en probabilité. En figeant les conditions, la prédiction des résultats peut être réalisée avec une fiabilité satisfaisante (Archer, 1964). Dans un tel environnement, la prédisposition des décideurs à prendre des risques dépendra de la nature des individus et du contexte (March et Shapira, 1987).
- Environnement d'incertitude : les variables ou paramètres mis en jeu ne sont ni maîtrisés par l'organisation ni probabilisables en raison de la complexité accrue de l'environnement et de la rareté des données disponibles et des expériences antérieures. Ce troisième environnement est le plus proche de la

réalité des organisations. Dans ce contexte, la décision sera davantage fondée sur les jugements et les sentiments du décideur (Archer, 1964).

Choix de l'alternative :

Enfin, le choix de l'alternative adéquate tiendra compte de l'interaction avec les autres parties prenantes à la décision poussant ainsi vers la recherche d'un consensus.

Etape 4 : Mise en œuvre de la solution

Une fois la solution pertinente sélectionnée parmi les différentes alternatives, il convient de passer à la phase d'exécution.

Le mode de mise en place de la décision conditionne fortement sa réussite ainsi que l'obtention des effets escomptés. Nutt (1999) a procédé à l'évaluation de quatre modes de mise en place différents :

- L'intervention : consiste à démontrer que la solution retenue permet l'amélioration des performances et le respect des normes professionnelles.
- La participation : nécessite la formation d'un groupe d'intéressés qui sera une force de propositions de recommandations.
- La persuasion : consiste à tenter de convaincre d'une solution en mettant en évidence ses avantages.
- Le décret : assimilé à une directive promulguée du fait du recours du décideur à son pouvoir.

Nutt (1999) a réalisé une étude portant sur plus de 350 décisions prises dans des organisations canadiennes et américaines. L'étude a permis de constater que :

- Le mode de mise en œuvre le moins recommandé est celui favorisant le recours au pouvoir pour imposer les décisions ;
- Le recours à l'intervention peut constituer une alternative au décret et à la persuasion ;
- La participation semble générer des résultats favorables dans la majorité des cas.

2.3.1.ii Autres modèles décisionnels :

Les étapes du modèle classique s'inscrivent dans une logique processuelle linéaire et rationnelle.

Cette logique ne rend malheureusement pas compte de la nature dynamique et complexe du processus de prise de décision qui peut obéir à des logiques non linéaires (retours en arrière, approches cycliques, boucles décisionnelles,…).

Par mesure de simplification, il est supposé que le processus décisionnel débute par l'identification d'un problème et se termine par la mise en œuvre d'une solution. Considérant le caractère dynamique, continu et parfois cyclique du processus, ces supposés points de départ et de fin ne sont qu'une manière subjective de structurer l'analyse. En effet, dans un modèle dynamique et cyclique il est extrêmement difficile de déterminer où commence et où s'achève le processus décisionnel.

Le résultat du processus décisionnel nécessite le plus souvent l'engagement d'activités de négociation, communication et jugement.

Si le processus décisionnel peut être décrit comme une succession d'étapes, la progression de ses activités, quant à elle, peut revêtir plusieurs formes. Van de Ven (1992) a recensé cinq formes de progression d'activités :

- Progression unitaire : l'étape « N » est entamée à l'achèvement de l'étape « N-1 » et ce dans un enchaînement linéaire ;
- Progression multiple : l'itinéraire suivi est multiple avec une progression parallèle, convergente ou divergente ;
- Progression cumulative : différentes étapes peuvent se dérouler en même temps.
- Progression conjonctive : la résultante d'un chemin peut influencer celles d'autres chemins dans une progression multiple.
- Progression récurrente : les étapes se répètent en boucle.

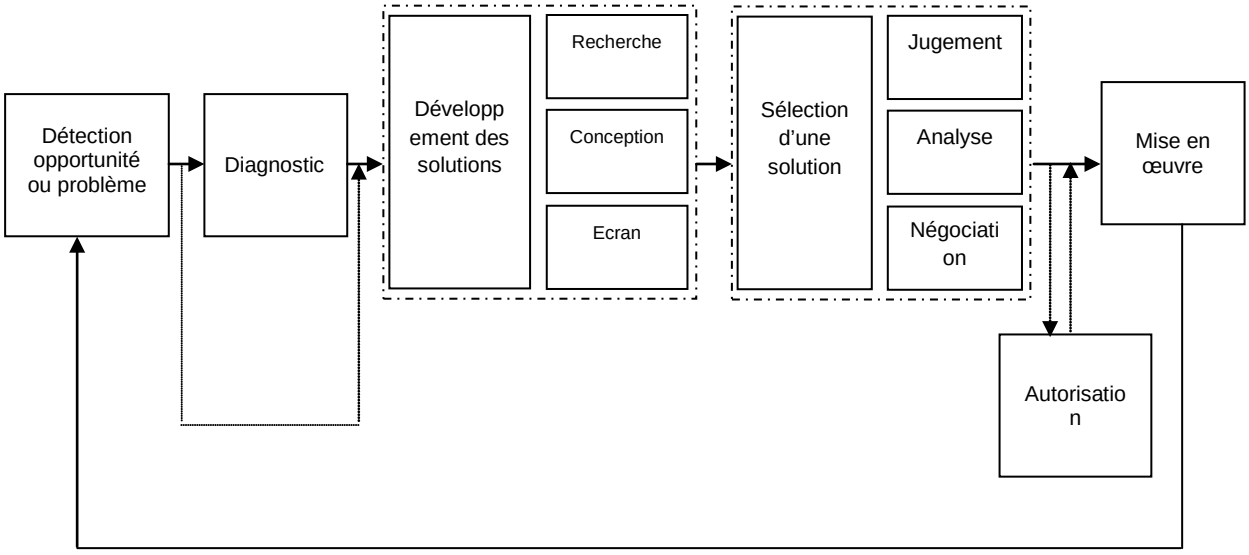
Ainsi, d'autres modèles processuels, s'écartant du modèle séquentiel classique, ont été proposés. Parmi ces modèles figurent ceux de :

- Mintzberg, Raisinghani et Théorêt (1976) ;

- Cooper et Kleinschmidt (1986) ;
- Nonaka (1990).

Modèle de Mintzberg, Raisinghani et Théorêt (1976)

Il s'agit d'un modèle non séquentiel de prise de décision inspiré du modèle IMC de Simon. La relation entre les étapes du modèle est de type circulaire débouchant sur un cycle décisionnel.



La première phase correspond à l'identification (équivalent de l'intelligence chez Simon) et comprend :

- La détection des opportunités ou des problèmes dans un tas de données ambiguës et essentiellement verbales ;
- Après la détection de l'opportunité ou du problème, la majorité des modèles de décision enchaînent immédiatement avec l'activité de génération des alternatives. Une activité de diagnostic peut être intercalée entre ces deux étapes. Le diagnostic ou l'exploitation des canaux d'information ont pour objectif la clarification et la définition des problèmes.

La deuxième phase correspond au développement des solutions (équivalent de la modélisation chez Simon) et comprend :

- La recherche de solutions prêtes à l'usage ;

- La conception de nouvelles solutions ou bien la modification/adaptation des solutions existantes.

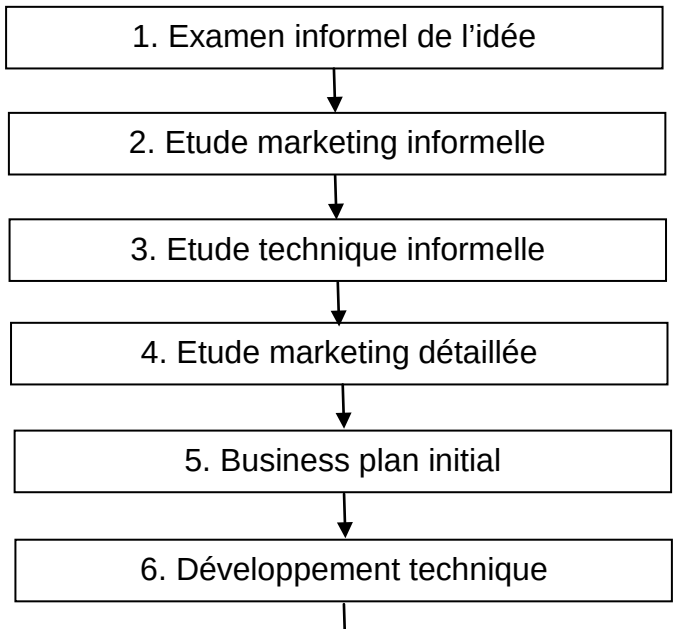
La troisième phase correspond à la sélection (équivalent du choix chez Simon) et comprend :

- L'activité d'écran dans le cas où les alternatives considérées sont prêtes à l'emploi. Les alternatives sub-optionnelles sont éliminées.
- L'évaluation-choix entre les alternatives selon trois modes possibles (jugement intuitif, négociation et analyse) ;
- L'autorisation de la solution avant sa mise en œuvre par le niveau le plus élevé de la hiérarchie ou bien les instances de gouvernance.

Modèle de Cooper et Kleinschmidt (1986)

Ce modèle s'intéresse particulièrement au processus de prise de décision pour le lancement de nouveaux produits.

Il s'agit d'un modèle décisionnel linéaire en treize étapes. L'ordre des étapes n'est pas figé et certaines étapes peuvent ne pas être exécutées :



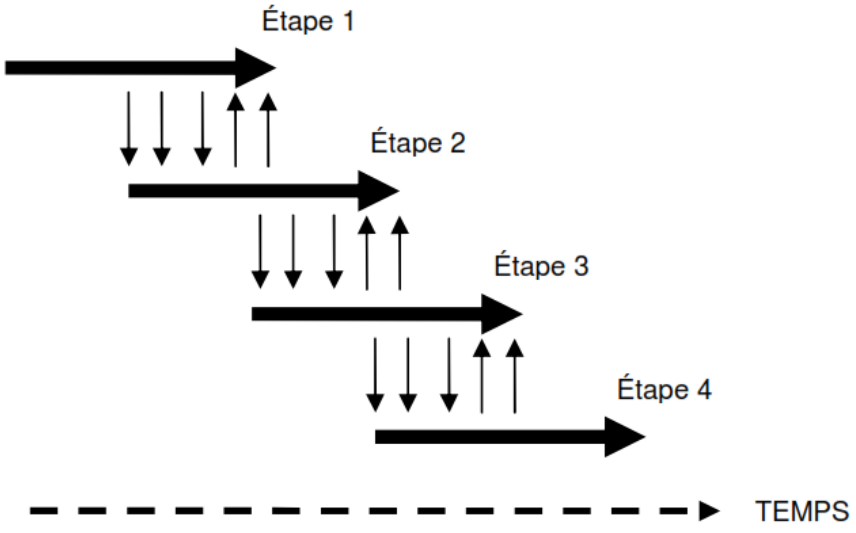
Ce modèle met en évidence la nécessité de mise en œuvre des activités de coordination. La démarche à suivre consiste à parcourir à plusieurs reprises la séquence décisionnelle.

Le processus sera plus performant à mesure que les activités qui y sont incluses sont nombreuses. Il convient de signaler que les étapes ne revêtent pas la même importance (l'étude de marché par exemple fait partie des étapes cruciales).

Modèle de Nonaka (1990)

Le modèle de Nonaka est principalement caractérisé par :

- Le chevauchement entre les étapes : l'étape « N » démarre avant même que l'étape « N-1 » ne soit terminée ;
- La traduction d'un processus très dynamique ;
- L'importance de la communication entre les étapes suivies ;
- La riche interaction entre les acteurs du processus décisionnel ;
- La variété de compétences et des profils des acteurs.



2.3.2. La démarche processuelle

Selon Desreumaux (1993) et Elbanna (2006), Il existe deux démarches processuelles dans lesquelles peut s'inscrire le processus de prise de décision stratégique : synoptique et incrémentale.

La démarche synoptique constitue l'extension du modèle de la rationalité parfaite et préconise l'adoption d'une analyse globale et complète.

La démarche synoptique exige un niveau élevé de complétude. La complétude s'apprécie par rapport au niveau de prise en compte de l'exhaustivité des alternatives, de l'étude en profondeur de chacune d'entre elles et de la prise en compte de l'ensemble des conséquences (Fredrickson et Mitchell, 1984).

Un effort d'intégration des décisions qui composent la stratégie est mené de façon consciente afin de conforter les liens entre les décisions et s'assurer de la cohérence globale de la stratégie.

La démarche incrémentale consiste à considérer un nombre limité d'alternatives visant à obtenir une modification de l'état actuel, jugé insatisfaisant, et ce de manière graduelle.

Dans une démarche incrémentale, le processus est enclenché en réaction à la perception d'une insatisfaction dans la situation actuelle (approche curative) plutôt qu'à une volonté d'amélioration de cette situation. L'attention est ainsi focalisée sur les imperfections spécifiques nécessitant des actions correctives.

Pour résoudre un problème, la démarche incrémentale renvoie à une succession d'approximations plutôt qu'à une programmation exacte, en s'inscrivant dans un processus graduel et par paliers. Les acteurs n'ont pas besoin d'appréhender toutes les facettes du problème et ne recherchent pas la solution optimale. L'objectif étant uniquement de progresser pas à pas dans la direction souhaitée.

Fredrickson et Mitchell (1984) ont recensé les différences fondamentales entre la démarche synoptique et la démarche processuelle :

Tableau 18 : analyse comparative entre la démarche synoptique et la démarche incrémentale

Caractéristique	Démarche synoptique	Démarche incrémentale
Stimulus	Le processus est initié en réponse à des problèmes ou des opportunités, apparus pendant la surveillance constante de l'environnement.	Le processus est initié en réponse à un problème ou une insatisfaction vis-à-vis de l'état actuel.
Concept d'objectifs	Le processus est orienté pour atteindre un objectif spécifique ou un état futur désiré.	Le processus est orienté pour obtenir une modification de l'état actuel. Il est curatif.
Relation fin/moyens	L'objectif est défini d'abord, indépendamment de l'analyse des alternatives. La décision est un processus fin/moyens.	Le résultat du changement curatif est considéré en même temps que sont analysés les moyens pour le réaliser. Les processus sont enchevêtrés et simultanés.
Concept de choix	Le choix final d'une alternative est fonction de sa contribution à l'atteinte de l'objectif.	Le choix final d'une alternative est pris en combinant les alternatives considérées et leurs conséquences possibles et en sélectionnant la combinaison qui se rapproche le plus du résultat désiré.
Degré de complétude	Le processus est exhaustif dans l'identification et la sélection des objectifs, ainsi que dans la génération et l'évaluation des alternatives. Tous les facteurs sont considérés.	Seulement quelques alternatives et quelques conséquences sont considérées. Certains des facteurs sont omis de l'analyse.

Degré d'intégration	Des efforts conscients sont menés pour intégrer les décisions composant la stratégie, afin de s'assurer qu'elles se renforcent.	Peu d'efforts sont menés pour intégrer les décisions individuelles. La stratégie est un ensemble de décisions faiblement reliées.

Source : Fredrickson et Mitchell, 1984, p. 402 (repris par Bérard, 2009, p. 79)

Selon Simon (1945), la pratique dans les organisations a permis de constater que les décideurs :

- ne disposent pas toujours de toute l'information nécessaire à l'analyse ;
- sont contraints à réduire le nombre d'alternatives, à considérer et à restreindre l'information utilisée pour les évaluer ;
- ne peuvent anticiper toutes les actions possibles.

Ainsi, cette démarche synoptique apparemment idéale semble être faiblement adaptée pour la prise des décisions stratégiques étant donné le manque de données pour l'analyse, le niveau d'incertitude et la complexité de l'environnement.

Selon Desreumaux (1993), Fredrickson et Mitchell (1984) et Lindblom (1979), la démarche incrémentale fournit une description plus réaliste de la manière dont se prennent les décisions au sein des organisations.

Selon, Rees et Porter (2006) la démarche incrémentale présente les avantages suivants :

- la faculté de conserver et d'améliorer les bonnes pratiques tout en changeant puis abandonnant de manière graduelle les mauvaises ;
- la possibilité de concentrer les efforts sur les changements jugés réalistes et réalisables ;
- l'orientation de l'intérêt vers la résolution des problèmes plutôt que vers la formulation de grandes stratégies.

La démarche processuelle incrémentale peut être déclinée en deux variantes :

- La démarche processuelle incrémentale pure et dure, dite « disjointe ».
- La démarche processuelle incrémentale dite « logique ».

Le modèle incrémental logique, qui prend en compte certaines caractéristiques de la planification rationnelle, remonte aux travaux de Quinn (1980) qui considère la prise de décision comme étant un processus réfléchi reposant sur une coordination planifiée des actions intermédiaires dans le but d'atteindre un objectif prédéfini.

En définitive, il semblerait que la démarche incrémentale soit privilégiée et plus adaptée pour la prise des décisions stratégiques.

Synthèse du deuxième chapitre :

Au niveau du deuxième chapitre, nous avons commencé par brosser un panorama de recherches s'intéressant à la « décision ». Ces recherches sont diverses et conduisent à la production d'une connaissance issue d'études de cas, de simulations, d'expériences et d'études comparatives.

Malgré l'intérêt grandissant affiché à l'égard de l'objet de recherche « décision », les progrès et résultats en la matière demeurent modestes. En effet, selon Papadakis et al. (1998), la connaissance des processus de décision demeure limitée et ne s'appuie que sur des études descriptives ou normatives reposant sur des hypothèses non testées.

Nous avons fourni, au niveau de la première section du chapitre, une typologie des différentes décisions rencontrées au sein des organisations en se fondant sur différents critères :

- Le critère du « niveau de risque » nous a permis de distinguer trois types de décisions en fonction du degré avec lequel il était possible de prévoir les résultats/conséquences de la décision. Les trois types de décisions sont les décisions dites certaines, aléatoires ou incertaines ;
- En retenant le « niveau d'importance » comme critère de stratification, il est possible de distinguer : les décisions stratégiques, les décisions tactiques ou de gestion (appelées aussi de pilotage) ainsi que les décisions opérationnelles.

- En retenant la « nature des variables de décision » comme critère de stratification, il est possible de distinguer les décisions programmables, non programmables et non structurelles. Les décisions reposent sur des variables dont la nature (quantitative/qualitative) et le nombre peuvent varier. En présence de variables quantitatives en faible nombre, il devient possible de formaliser la décision et la rendre programmable. Par contre, il s'avère difficile d'inclure dans un modèle mathématique des décisions reposant sur des variables qualitatives en nombre important.

La décision de titrisation appartiendra à l'une ou l'autre des catégories de décision en fonction de la position de l'établissement émetteur. Nous distinguerons l'émetteur qui a recours à la titrisation pour la première fois de celui qui l'applique de manière récurrente.

Critère de classification	Degré de risque	Niveau d'importance	Niveau de programmation
Premier recours à la titrisation	Décision incertaine	Décision stratégique	Décision non structurée
Recours à la titrisation de manière récurrente	*De* décision incertaine *vers* décision aléatoire	Décision stratégique	*De* décision non structurée *vers* décision non programmée

La décision de titrisation appartient à la famille des décisions de financement qui contribuent à la définition de la politique financière de l'entreprise. Le financement par titrisation porte sur des montants très importants et engage l'entreprise sur le long terme.

Face à une décision de titrisation, il n'est pas possible de prévoir avec certitude les résultats de la décision et ses conséquences sur l'entreprise. Dans la majorité des cas, la décision de titrisation sera qualifiée de « décision incertaine » compte tenu de l'importance des variables mises en jeu et qui ne sont ni maitrîsées par

l'entreprise ni probabilisables en raison de la complexité de l'environnement et de la rareté des données disponibles. Cette incertitude sera plus importante si l'entreprise n'a jamais réalisé d'opération de titrisation. Dans le cas où l'entreprise aurait recours à la titrisation de manière récurrente, la décision sera qualifiée d'aléatoire puisque le facteur de l'expérience permet de donner aux différentes variables des probabilités de réalisation.

Au regard du critère ayant trait au « niveau d'importance », la décision de titrisation sera, dans tous les cas, qualifiée de stratégique compte tenu du fait qu'elle aura une portée générale et engagera l'entreprise sur le long terme. L'importance des montants en jeu et le caractère non réversible et structurel d'une telle décision font qu'elle sera prise au niveau le plus élevé de la hiérarchie.

Enfin, la décision de titrisation constitue une décision non structurée puisque le décideur se trouvera face à une situation où il n'aura pas de plan d'action préétabli. Dans le cas où l'entreprise aurait déjà réalisé une ou plusieurs opérations de titrisation ou d'appel public à l'épargne, la titrisation constituera alors une décision non programmée puisque même en l'absence d'un plan d'action préétabli le décideur pourra, compte tenu du facteur de l'expérience, faire appel à des outils d'aide à la prise de décision et à des procédures qui vont l'aider à recueillir les informations nécessaires à la résolution de son problème.

La deuxième section du présent chapitre s'est intéressée à l'étude du processus de prise de décision à travers ses cinq dimensions fondamentales, à savoir :

- Les rationalités utilisées ;
- Les acteurs du processus décisionnel ;
- Les déterminants du processus décisionnel ;
- Les étapes du processus de prise de décision ;
- Et la démarche processuelle.

La première dimension étudiée a concerné les modèles de rationalité pouvant être utilisés dans le cadre du processus décisionnel. En effet, le concept de rationalité se situe au centre des théories de la décision. Il convient alors de définir « la

décision rationnelle » sachant que les organisations sont à la quête d'une rationalité collective qui transcende la rationalité individuelle.

Romelaer et Lambert (2001) ont identifié une multitude de rationalités. Nous avons présenté et mis en évidence les fondements et les caractéristiques majeures de chacun des principaux modèles de rationalité, à savoir :

- Le modèle de la rationalité parfaite ;
- Le modèle de la rationalité limitée ;
- Le modèle de la rationalité politique ;
- Le modèle de la rationalité contextuelle ;
- Le modèle de la rationalité sociocognitive.

La deuxième dimension investiguée concerne les acteurs du processus décisionnel. En effet, le processus de prise de décision implique la mise en relation de plusieurs acteurs, tant internes qu'externes à l'organisation. Quand bien même les décisions pourraient être qualifiées d'organisationnelles, en réalité ce sont à la base des individus qui prennent ces décisions, d'où l'importance de connaître leurs profils, leur nombre et la nature de la collaboration entre eux.

Le niveau de participation de chaque acteur s'apprécie en fonction de deux critères : l'ampleur et la profondeur de la participation. L'ampleur de la participation est appréhendée à travers le niveau de participation de l'acteur à l'ensemble des étapes du processus décisionnel (Edelenbos et Klijn, 2005) et la fréquence de son implication (Ashmos et al., 1998). La profondeur de la participation est quant à elle mesurée par le niveau d'influence que peut avoir l'acteur pour modifier la décision finale (Edelenbos et Klijn, 2005).

La troisième dimension relative aux déterminants du processus décisionnel regroupe l'ensemble des facteurs ayant une influence sur la prise de décision et qui peuvent être regroupés en trois catégories :

- Les attributs de la décision, à savoir, le stimulus, la nature du problème à résoudre et la faculté de programmation de la décision ;
- Les attributs du décideur, à savoir sa structure cognitive, sa formation, son expérience, sa position dans l'organisation,…etc.

- Les contextes interne et externe.

La quatrième dimension étudiée a concerné les étapes du processus décisionnel. Divers travaux de recherche ont été consacrés à l'étude des différentes étapes (ou phases) constituant le processus de décision. Bien que plusieurs modèles aient été proposés, celui de Simon (1960), dit modèle IMC (Intelligence-Modélisation-Choix), demeure le plus connu.

L'analyse des différents modèles rencontrés dans la littérature fait ressortir des dénominateurs communs, permettant de dégager un modèle général séquentiel classique constitué des quatre étapes suivantes :

- Identification du problème ;
- Génération des alternatives ;
- Evaluation des alternatives et sélection ;
- Mise en œuvre de la solution.

Divers auteurs ont remis en cause le principe de la décomposition du processus décisionnel en étapes successives et suggère d'autres formes de progression non linéaire (retours en arrière, approches cycliques, boucles décisionnelles) :

- McKenna et Martin-Smith (2005) considèrent que le processus s'apparente davantage à un cycle décisionnel ;
- Mintzberg et Westley (2001) estiment que toutes les décisions ne suivent pas une même logique séquentielle ;
- Cohen et al. (1972), Padgett (1980) et Starbuck (1983) admettent l'existence de décisions non structurées ;
- Witte (1972) estime que les étapes du processus décisionnel sont exécutées en parallèle plutôt que de manière simple et séquentielle.

La dernière dimension étudiée s'intéresse à la démarche processuelle. Selon Desreumaux (1993) et Elbanna (2006), Il existe deux démarches processuelles dans lesquelles peut s'inscrire le processus de prise de décision stratégique :

- La démarche synoptique, prolongement du modèle de la rationalité parfaite qui préconise l'adoption d'une analyse globale exigeant un niveau de complétude élevé. La complétude s'apprécie par rapport au niveau de prise

en compte de l'exhaustivité des alternatives, de l'étude en profondeur de chacune d'entre elles et de la prise en compte de l'ensemble des conséquences (Fredrickson et Mitchell, 1984) ;

- La démarche incrémentale consistant à considérer un nombre limité d'alternatives et visant à obtenir une modification graduelle de l'état actuel. Cette démarche renvoie à une succession d'approximations s'inscrivant dans un processus graduel et par paliers. Les acteurs n'ont pas besoin d'appréhender toutes les facettes du problème et ne recherchent pas la solution optimale. L'objectif étant uniquement de progresser pas à pas dans la direction souhaitée.

CHAPITRE III : POSITIONNEMENT ET CHOIX METHODOLOGIQUES

Le présent chapitre revient, de manière succincte, sur le contexte de notre recherche avant de s'attarder sur la construction de l'objet de recherche (section 1). En effet, la construction de l'objet est une étape décisive du processus de recherche puisqu'elle est constitutive de la base qui va porter tout le projet de recherche (Grawitz, 1996).

Une fois l'objet de recherche explicité, nous présenterons l'architecture et les fondements de notre recherche (section 2). Nous commencerons par justifier notre posture épistémologique, puis nos choix méthodologiques et exposerons, en dernier lieu, les théories mobilisées dans le cadre de notre recherche.

Section 1. L'objet de la recherche

Nous avons vécu un processus non linéaire de construction de notre objet de recherche. Notre questionnement initial étant posé, nous avons mené des entretiens préliminaires avec les principaux acteurs de la titrisation au Maroc. Ces entretiens nous ont permis de confronter notre question de recherche initiale à la réalité telle que vécue par ses acteurs. Les entretiens nous ont conduits à repositionner notre objet de recherche. Ensuite et au fur et à mesure que nous avancions au niveau de la revue de la littérature et de l'approche du terrain, nous avons été conduits à resserrer notre objet de recherche.

1.1. Le contexte de la recherche

Au moment où nous avions entamé nos travaux de réflexion pour le choix du thème de notre travail de recherche, le contexte macroéconomique marocain était caractérisé par :

Constat 1 : Une difficulté grandissante à accéder au financement, tant pour les petites et moyennes entreprises que pour les grandes, dans un marché bancaire marqué par une sous-liquidité.

Cette problématique de financement a touché même les entreprises concessionnaires de services publics, les entreprises publiques et l'état. En effet,

à fin juin 2014, la dette du trésor s'élevait à 587 milliards de dirhams ventilée entre 140 milliards de dirhams de dette extérieure et 447 milliards de dirhams de dette intérieure. Ce niveau de la dette a enregistré une augmentation de 5,8% par rapport au 31 décembre 2013.

Constat 2 : Les besoins en financement au Maroc augmentent de manière impressionnante suite au lancement de projets nationaux structurants : infrastructures portuaires et routières, Plan Maroc vert, vision 2020, énergies renouvelables (parcs solaires et éoliens), émergence industrielle, …etc.

L'enveloppe nécessaire au financement desdits projets est évaluée à plus de 300 milliards de dirhams, rendant ainsi indispensable la mise en place d'une politique différente de mobilisation de l'épargne.

Le type d'épargne et son mode de mobilisation actuels ne sont pas compatibles avec le financement des grands projets s'étalant sur un horizon de long terme (10 à 30 ans). En effet, les deux tiers de l'épargne au Maroc proviennent de placements liquides à court terme, ne pouvant servir au financement d'investissements structurants. L'épargne de long terme représente à peine 6% du Produit Intérieur Brut.

Ces deux constats nous ont incités à nous pencher sur les sources de financement alternatives pouvant apporter une réponse pertinente au besoin de financement recherché. Notre propre expérience professionnelle, nous a conduits à être témoins du recours à la titrisation comme moyen de financement dans le cadre d'une opération réussie de sauvetage d'une banque. Cette expérience vécue a été confirmée par les conclusions de l'étude menée en janvier 2011 par le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) qui précise que : *« La loi de Finance est axée sur un plan ambitieux en termes des projets d'infrastructures et de développement qui auront pour objectifs principaux le renforcement des investissements et le développement de plusieurs secteurs économiques. On pourrait alors envisager la création des véhicules de titrisation qui permettront le financement de ces grands projets. En effet, la conjoncture économique actuelle rend plus difficile le financement des très gros contrats à long terme, car les*

banques demandent une rémunération plus élevée et prêtent sur des volumes et durées plus limités. De plus, il existe un large échantillon d'investisseurs institutionnels qui sont à la recherche de produits d'investissements sécurisés et attractifs pour faire face à leurs engagements à très long terme ».

En effet, les deux variantes de titrisation, à savoir la titrisation des créances futures (i) et la titrisation des projets (Whole Business Securitization) (ii) permettent de lever du financement important avec un remboursement adossé aux flux d'activités commerciales ou industrielles des projets.

La Société des Autoroutes du Maroc par exemple pourrait titriser ses créances futures de péage de l'autoroute de l'axe Casablanca-Rabat (chiffre d'affaires régulier et quasi certain) pour lever les fonds nécessaires au financement de la construction d'une nouvelle ligne d'autoroutes.

Au fur et à mesure que les caractéristiques et avantages de la titrisation sont mis en évidence, un gisement d'opportunités pour résoudre certaines problématiques nationales épineuses émerge. Les opérateurs économiques disposant de créances importantes envers la caisse de compensation par exemple pourraient titriser ces arriérés et les transformer en liquidités car il s'agit de créances saines dont le profil de risque est minimum. Une telle mesure permettrait de réduire, selon une étude du ministère des Affaires Economiques et Générales, le coût du financement des opérateurs de 200 points de base. De surcroît, la titrisation permettrait aux opérateurs économiques de sortir de leurs bilans les arriérés envers la caisse de compensation évitant ainsi leur provisionnement.

Ces deux constats majeurs devraient, sur un plan théorique, placer la titrisation parmi les sources de financement privilégiées des grandes entreprises, des institutions semi-publiques, des établissements publics et de l'Etat.

1.2. La construction de l'objet de recherche

L'objet de la recherche est la question générale (ou encore la problématique) que la recherche s'efforce de satisfaire, l'objectif que l'on cherche à atteindre (Allard-Poesi et Maréchal, 1999).

L'objet constitue un élément fondamental du processus de recherche étant donné qu'il traduit et cristallise l'objectif et le projet de connaissance du chercheur (Quivy et Van Campenhoudt, 1988).

La construction de l'objet est une étape décisive du processus de recherche puisqu'elle est constitutive de la base qui va porter tout le projet de recherche (Grawitz, 1996).

Le chercheur peut utiliser plusieurs points de départ pour élaborer son objet : des concepts, des théories, des modèles théoriques, des outils, des approches méthodologiques, des faits observés au sein des organisations, une opportunité de terrain, ou encore un thème général d'intérêt (Allard-Poesi et Maréchal, 2007).

Le point de départ pour l'élaboration de notre objet de recherche fut l'observation au sein des organisations. En effet, du fait de notre activité professionnelle, nous avons pu apprécier de manière concrète comment la décision de titrisation a pu contribuer au financement et au sauvetage d'une structure ayant connu de sérieuses difficultés financières. Toutefois, malgré les différents avantages que présente la titrisation, cette dernière n'a pas réussi à se faire une place de choix parmi les alternatives de financement au Maroc. Ce constat a été confirmé par l'étude menée, en janvier 2011, par le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) qui tire, au niveau de son rapport final, les conclusions suivantes : « Actuellement ***le bilan*** de la titrisation au Maroc ***reste léger*** en vue de l'historique récent de ce type de transaction dans le paysage marocain » et « l'évolution de la titrisation est ***timide*** avec deux opérations d'une valeur de 1,5 milliard de dirhams, entre 2002 et 2003 suivie d'une période de stagnation de 4 ans ».

Par ailleurs, la revue de la littérature nous a permis de constater que les travaux de recherche s'intéressant à la titrisation se focalisent davantage sur l'identification des déterminants de la titrisation plutôt que sur l'étude du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation.

On distingue les quatre objectifs de recherche que sont la compréhension, la description, l'explication et la prédiction (Bergadaà et Nyeck, 1992). La finalité de notre travail de recherche s'inscrit dans le cadre de la compréhension. Concrètement, nous souhaitons répondre à la question suivante : **« Comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc ? »**.

A partir de cette question générale découle les objectifs poursuivis par notre travail de recherche.

***Objectif principal n°1* / Identifier les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation :**

- Sur quel type de rationalité repose la décision de titrisation ?
- Quelles sont les dimensions du processus décisionnel de titrisation ?
- Quels sont les acteurs associés à la prise de décision de titrisation ?
- Quels sont les déterminants du processus décisionnel de titrisation ?
- Quelles sont les étapes du processus décisionnel de titrisation ?
- Dans quelle démarche processuelle s'inscrit le processus de prise de décision de titrisation ?

***Objectif principal n°2* / Comprendre les raisons à l'origine du développement timide du procédé financier de la titrisation au Maroc et ce en dépit de ses nombreux avantages et potentialités :**

- Quels sont les freins à l'origine du non recours à la titrisation ?
- Quelles sont les incitations et facteurs militants en faveur du recours à la titrisation ?
- Quel a été l'impact de la crise financière sur la perception de la titrisation par les différents acteurs ?
- Dans quelle mesure la titrisation a-t-elle été suffisamment expliquée et promue auprès des opérateurs marocains ?

Parallèlement à ces deux objectifs principaux, notre travail de recherche s'est assigné deux autres objectifs secondaires.

***Objectif secondaire n°1* / Faire un état des lieux des cadres, législatif et réglementaire, liés à la titrisation.** Les entretiens préliminaires de cadrage de notre objet de recherche nous ont permis d'identifier très tôt l'influence majeure des cadres réglementaires (essentiellement juridique et fiscal) sur la décision de titrisation. Ainsi, nous sommes arrivés à la conviction que la compréhension de la décision de titrisation dans le contexte marocain ne pourrait se faire qu'à travers une compréhension approfondie des cadres réglementaires qui peuvent avoir des incidences majeures sur la décision du recours ou non à la titrisation. Dans ce contexte, il devient important de savoir :

- Dans quelle mesure le cadre juridique marocain encourage t-il le recours à la titrisation et son développement ?
- Quel est le régime fiscal applicable aux opérations de titrisation au Maroc ? Ce régime est-il suffisamment incitatif ?
- Le régime comptable au Maroc favorise t-il le recours à la titrisation ? Favorise t-il une gestion frauduleuse du résultat ? Permet-il d'obtenir une image fidèle des performances des acteurs ayant recours à la titrisation ?

L'école doctorale, au sein de laquelle nous évoluons, n'incite pas à la réalisation de travaux de recherche à apport uniquement et purement théorique. Bien au contraire, notre école doctorale se fixe comme objectif de réaliser des travaux de recherche, théoriques certes mais dont la vocation est d'apporter, entre autres, des contributions et des outils à mettre à la disposition des opérateurs économiques. Dans cet esprit, notre travail de recherche s'est assigné comme autre objectif secondaire :

***Objectif secondaire n°2* / Proposer des actions à même de favoriser le développement de la titrisation au Maroc pour qu'elle constitue un levier de dynamisation de l'investissement et de développement des secteurs économiques vitaux, avec des règles de fonctionnement souples et sécurisantes.** Ainsi, notre travail de recherche a l'ambition d'être un plan d'action et une base de propositions que les pouvoirs publics pourront utilement consulter dans le cadre de toute réforme future ayant trait à la titrisation.

- Quelles sont les mesures à entreprendre pour lever les freins au recours à la titrisation ?
- Comment contrecarrer les effets pervers de la titrisation pour qu'elle constitue un moyen de financement sécurisé au Maroc ?
- Comment tirer avantage des enseignements de la dernière crise financière ayant mis en évidence certains dysfonctionnements liés à la titrisation ?

Section 2. L'architecture et les fondements de la recherche

Le choix d'une posture épistémologique constitue une étape cruciale dans tout projet de recherche. Cette posture conditionnera les choix méthodologiques et impactera les connaissances produites.

La présente section justifiera la posture épistémologique retenue (2.1.), les choix méthodologiques opérés (2.2.) et présentera les théories mobilisées (2.3.).

2.1. Le positionnement épistémologique

L'objet de la recherche traduit et cristallise le projet de connaissance du chercheur. Or ce projet de connaissance revêt des significations différentes en fonction des postures épistémologiques du chercheur (Allard-Poesi et Maréchal, 1999).

Nous commencerons par présenter les principales postures épistémologiques utilisées en sciences de gestion avant de justifier le choix de la posture que nous jugeons adaptée à notre recherche.

2.1.1. Les postures épistémologiques en sciences de gestion

Jusqu'à la fin des années quarante, les recherches en sciences de gestion étaient dominées par la posture positiviste de Auguste Comte. A partir des années cinquante, d'autres postures telles que le constructivisme et l'interprétativisme ont été utilisées en sciences de gestion (Royer et Zarlowski, 1999).

Les principales caractéristiques des trois postures épistémologiques utilisées par les chercheurs en sciences de gestion se présentent comme suit :

Tableau 19 : les caractéristiques des postures épistémologiques en sciences de gestion

	Positivisme	Interprétativisme	Constructivisme
Vision de la réalité	Ontologie du réel	Phénoménologie du réel	Phénoménologie du réel
Relation Sujet/Objet	Indépendance	Interaction	Interaction
Objectif de la recherche	Découvrir la réalité	Comprendre les significations que les gens attachent à la réalité sociale, leurs motivations et intentions	Construire une représentation instrumentale et/ou outil de gestion utile pour l'action
Validité de la connaissance	Cohérence avec les faits	Cohérence avec l'expérience du sujet	Utilité/Convenance par rapport à projet
Origine de la connaissance	Observation de la réalité	Empathie	Construction
Nature de l'objet de recherche	Interrogation des faits	Développement d'une compréhension de l'intérieur d'un phénomène	Développement d'un projet de connaissance
Origine de l'objet de recherche	Identifications d'insuffisances théoriques pour expliquer ou prédire la réalité	Immersion dans le phénomène étudié	Volonté de transformer la connaissance proposée en élaborant de nouvelles réponses

Source : Allard-Poesi et Maréchal, 2007

Ces paradigmes, au sens de Kuhn (1983), constituent autant de modèles, schémas intellectuels, ou cadres de références dans lesquels peuvent s'inscrire les chercheurs en sciences de gestion.

Les paradigmes épistémologiques choisis vont conduire le chercheur vers des démarches de recherche et une connaissance de natures différentes.

Perret et Séville (2007), précisent que : *« Pour les positivistes, la réalité existe en soi, elle possède une essence propre. Elle a une ontologie. Le chercheur peut donc chercher à connaître cette réalité extérieure à lui. Il y a indépendance entre l'objet (la réalité) et le sujet qui l'observe ou l'expérimente. Cette indépendance de l'objet par rapport au sujet permet aux positivistes de poser le principe d'objectivité selon lequel l'observation de l'objet réel par un sujet ne doit pas modifier la nature de cet objet. ….. la connaissance produite par les positivistes est objective et acontextuelle dans la mesure où elle correspond à la mise à jour des lois, d'une réalité immuable, extérieure à l'individu et indépendante du contexte d'interaction des acteurs.»*

Les interprétativistes et les constructivistes ne partagent pas la vision positiviste. Pour eux, ne pouvant être atteinte de manière directe, la réalité est considérée comme inconnaissable dans son essence. Les choses sont davantage considérées comme des phénomènes. Un phénomène correspond à la façon dont les choses se présentent à notre esprit, par opposition à ce qu'est en soi la chose réellement. Ainsi, il n'est pas possible de connaître la réalité de manière objective mais uniquement de se la représenter ou de la construire. Dans cette conception, la réalité devient fatalement dépendante de l'observateur et contextuelle.

Selon Perret et Séville (2007), *« La nature de la réalité connaissable et la nature du monde social envisagées vont indiquer le chemin que le chercheur va devoir emprunter pour connaître. Dans le cadre du positivisme, le chercheur va découvrir des lois qui s'imposent aux acteurs. Dans le cadre de l'interprétativisme, il va chercher à comprendre comment les acteurs construisent le sens qu'ils donnent à la réalité sociale. Dans le cadre du constructivisme, il va contribuer à construire, avec les acteurs, la réalité sociale.»*

2.1.2. Une posture interprétativiste adaptée à notre recherche

Les caractéristiques de notre travail de recherche le situent dans une posture « Interprétativiste ».

En effet, notre travail de recherche présente les caractéristiques suivantes :

	Caractéristique de la posture interprétativiste	Caractéristique de notre recherche
Objectif de la recherche	Comprendre les significations que les gens attachent à la réalité sociale, leurs motivations et intentions	Notre travail de recherche a pour objectif de comprendre comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc et quelles en sont leurs motivations.
Vision de la réalité	Phénoménologie du réel	Notre travail de recherche tente de savoir comment les acteurs se représentent la titrisation dans leur esprit. Nous considérons que cette représentation n'est pas unique. Ceci explique le fait que la même technique de titrisation n'a pas connu au Maroc le même essor qu'à l'étranger.
Nature de la connaissance produite	Connaissance subjective et contextuelle	Nous recherchons une connaissance subjective et contextuelle. Nous estimons que le contexte affecte fortement la décision de titrisation. De ce fait, nous concentrons nos travaux sur la décision de titrisation au Maroc.
Comment la connaissance est générée ?	L'interprétation Question du genre « Comment ?» Recherche formulée en terme de « pour quelles motivations les acteurs… ».	Notre travail de recherche tente de répondre à la question suivante : « comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc ? ». Parmi les questions traduisant nos objectifs de recherche figurent les questions suivantes :

		o Quels sont les freins à l'origine du non-recours à la titrisation ? o Quelles sont les incitations et facteurs militants en faveur du recours à la titrisation ?
Le chemin de la connaissance scientifique	Statut privilégié de la compréhension	Ce statut de compréhension se traduit parfaitement au niveau des objectifs poursuivis par notre thèse.

Notre travail de recherche épouse parfaitement les caractéristiques données à l'interprétativisme par Perret et Séville (2007) : *« Pour l'interprétativiste, le processus de création de connaissance passe par la compréhension du sens que les acteurs donnent à la réalité. Il ne s'agit plus d'expliquer la réalité mais de la comprendre au travers des interprétations qu'en font les acteurs.»*

En définitive, **nous affirmons que notre recherche analyse objectivement une réalité subjective en s'appuyant sur une démarche qualitative. Notre recherche ne vise nullement la découverte de lois universelles normatives.** Il s'agit donc, non pas d'expliquer, mais de contribuer à une meilleure compréhension du processus décisionnel sous-tendant la titrisation.

2.2. Le positionnement méthodologique

Une fois le positionnement épistémologique arrêté et l'objet de recherche construit, se pose la question du choix méthodologique.

La méthodologie est *« l'étude des méthodes permettant de constituer des connaissances»* (Avenier & Gavard-Perret, 2008). Ainsi chaque chercheur est appelé, en cohérence avec son positionnement épistémologique, à mobiliser un certain nombre de méthodes d'accès au « réel ». Chaque méthode s'articule autour d'un certain nombre d'outils de collecte et de traitement des données.

Le positionnement méthodologique du chercheur peut s'opérer au sein d'un large champ de possibilités. Cette diversité de positionnements possibles est source de richesse puisqu'elle permet selon Koenig (1993) d'appréhender les réalités complexes en science de l'organisation.

Nous pouvons distinguer deux grandes familles de méthodes : les méthodes quantitatives et les méthodes qualitatives.

2.2.1. Les méthodes quantitatives et qualitatives

Les méthodes quantitatives sont des méthodes de recherche généralement associées au positionnement positiviste et au mode de raisonnement hypothético-déductif. Elles utilisent un certain nombre d'outils d'analyse mathématiques et statistiques dans le but de décrire, expliquer et prédire des phénomènes. Selon Hlady Rispal (2002), le principe des méthodes quantitatives est celui de la construction, la reconstruction ou la réfutation de théorie. Parmi les méthodes qui s'apparentent à l'approche quantitative on peut citer : l'enquête par sondage, les panels, l'expérimentation, la mesure, etc.

L'expression « méthodes qualitatives » quant à elle, couvre un ensemble de « *techniques interprétatives qui cherchent à décrire, décoder, traduire et généralement percer le sens et non la fréquence de certains phénomènes* » (Coutelle, 2005). En sciences de gestion, l'analyse qualitative est vue comme « *une démarche discursive de reformulation, d'explicitation ou de théorisation d'un témoignage, d'une expérience ou d'un phénomène* » (Coutelle, 2005).

Un grand débat existe au sujet de la nature académique, des contributions, des mérites et des limites entre recherches quantitatives et qualitatives (Denzin & Lincoln 2005; Yin 1994). Les méthodes de recherche quantitatives sont souvent considérées comme synonymes de sciences naturelles ou «sciences dures», tandis que les méthodes de recherche qualitatives ont été le plus souvent réservées aux «sciences douces» ou sciences sociales (Denzin & Lincoln 2005). Beaucoup de scientifiques affirment que la recherche quantitative est supérieure car elle recourt aux statistiques, à l'expérimentation et aux enquêtes qui semblent fournir plus de rigueur scientifique et d'objectivité et par conséquent fournir plus

d’apports théoriques (Guba & Lincoln 1994).

En revanche, la recherche qualitative est un terme générique qui recouvre une variété de méthodes qui sont utilisées dans de nombreuses disciplines (Guba & Lincoln 1994). Elle est multidimensionnelle et elle est utilisée pour étudier les phénomènes dans leur cadre naturel avec l'utilisation des entretiens, analyse d'archives, observations et enquêtes et en tentant d'interpréter les phénomènes en termes de sens fournis par les acteurs (Denzin & Lincoln 2005; Guba & Lincoln 1994). Elle décrit et explique les modes de relations et de données sous forme de mots et pas nécessairement sous forme de chiffres ce qui fait d’elle une démarche plus subjective par rapport aux études quantitatives. Elle permet au chercheur d'établir des thèmes, des modèles et des catégories de données basées sur la compréhension et l'interprétation du chercheur (Miles & Huberman 1994).

L'utilisation de plusieurs méthodes, matériaux empiriques, perspectives et participants dans une seule étude permet au chercheur de développer la rigueur, la richesse et la triangulation pour n'importe quelle enquête (Denzin & Lincoln 2005). Par conséquent, la recherche qualitative offre une vue globale et holistique menant à la compréhension des phénomènes et elle est de ce fait adaptée dans les cas de construction de théories inductives (Perry 1998).

Hlady Rispal (2002) distingue deux logiques dans la recherche qualitative : déductive et inductive. La logique qualitative déductive vise à approuver ou réfuter un modèle théorique en le confrontant aux données tirées d’un échantillon alors que la logique qualitative inductive vise la construction d’une théorie à partir de l’observation et l’étude de l’objet de la recherche et des pratiques des acteurs (Sahraoui Bentaleb 2011).

En sciences de gestion, plusieurs travaux restent centrés sur les recherches quantitatives. En revanche, de nombreux chercheurs en sciences de gestion ont privilégié, depuis les années 2000 notamment, les méthodes qualitatives. Preuve en est le nombre croissant de communications scientifiques, d’articles et de thèses en sciences de gestion faisant appel aux méthodes qualitatives (Point & Retour 2009).

Pour réaliser une recherche avec des méthodes qualitatives, le chercheur peut se référer à plusieurs stratégies de recherches. Yin (1994) identifie l'expérimentation, l'étude de cas, l'enquête, l'analyse des archives et l'étude historique.

2.2.2. Une approche qualitative adaptée à notre recherche

En cohérence avec notre posture épistémologique interprétativiste, nous adoptons une approche qualitative pour accéder au « réel ».

Telle que mise en évidence par Coutelle (2005), notre approche qualitative vise à percer le sens et non la fréquence du phénomène étudié.

Selon Miles et Huberman (2003), les données qualitatives se caractérisent par *« leur richesse et leur caractère englobant, avec un potentiel fort de décryptage de la complexité »*.

Dans le même ordre d'idées, Langley (1997) affirme que les études qualitatives fournissent une meilleure compréhension du *processus de prise de décision* et du processus de formation de la stratégie.

De surcroît, l'approche quantitative est à notre sens trop impersonnelle et de ce fait non adaptée aux objectifs de notre recherche. Une telle approche quantitative ne saurait être applicable à notre travail de recherche puisqu'à ce jour il n'existe que huit opérations de titrisation (initiées par cinq établissements initiateurs) réalisées au Maroc. Un échantillon aussi faible ne saurait se prêter à une approche quantitative et donc à un traitement statistique.

En définitive, la présente recherche s'appuie sur une démarche qualitative qui vise à analyser de manière objective une réalité subjective. L'objectif de cette recherche n'est pas d'expliquer mais de contribuer à une meilleure compréhension du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation.

2.2.3. Le recours à l'étude de cas comme méthode de recherche

La méthode des études de cas constitue un prolongement naturel à notre approche qualitative.

Les méthodes de recherche qualitatives, et plus particulièrement celles reposant sur l'étude de cas, semblent être les plus adaptées pour mener les travaux de recherche sur les problématiques de management à caractère exploratoire.

En outre, notre besoin de comprendre en profondeur le processus décisionnel associé à la titrisation conforte notre choix de la méthode d'étude de cas.

L'étude de cas constitue une aide à la compréhension des motivations des acteurs, elle utilise « des sources d'informations multiples » (Yin, 1989).

Del Bayle (2000) affirme que la technique de l'étude de cas « *a été mise au point dans la seconde moitié du XIXe siècle par le sociologue français Le Play (1806-1882) qui l'a utilisée pour étudier les problèmes sociaux nés du développement de la société industrielle à travers l'analyse monographique de familles ouvrières appartenant à différents pays européens* ».

L'étude de cas est aujourd'hui largement reconnue comme stratégie de recherche en sciences de gestion. Stake (2005) affirme que cette méthodologie est devenue l'une des méthodes les plus utilisées pour faire des études qualitatives. Plusieurs travaux de référence ont participé à établir sa légitimité (Eisenhardt 1989; Yin 1994; Yin 2003; Guba & Lincoln 1994). Ces travaux ont mis en évidence son intérêt scientifique et ont proposé des méthodes et des techniques d'investigation spécifiques afin d'améliorer sa validité.

L'étude de cas est considérée comme l'étude approfondie d'un ou de peu d'objets de recherche, ce qui permet d'obtenir une connaissance vaste et détaillée de ces derniers. L'idée de base de l'étude de cas est que si nous étudions avec attention toute unité d'un certain univers, nous serons dans les conditions de connaître quelques aspects généraux de celui-ci ou nous aurons, au moins, une perspective qui orientera une recherche postérieure.

Yin (1994) définit la méthode de recherche d'étude de cas comme une enquête empirique qui étudie un phénomène contemporain dans son contexte réel ; quand les frontières entre le phénomène et le contexte ne sont pas clairement évidentes ;

et dans lesquelles de multiples sources d'évidences sont employées ; et en bénéficiant des précédents développements théoriques pour la collecte et l'analyse des données.

Pour Yin (1994), le recours à l'étude de cas est approprié lorsque se pose une question du type «comment» ou «pourquoi» à propos d'un ensemble contemporain d'événements, sur lesquels le chercheur a peu ou pas de contrôle. Le Tableau 20 compare les méthodes de recherche et leur utilisation.

Tableau 20 : Comparaison des différentes stratégies de recherche

Stratégie	Forme de la question de recherche	Contrôle sur des événements comportementaux	Focus sur les événements contemporains
Expérimentation	Comment, Pourquoi	Oui	Oui
Enquête	Qui, Quoi, Où, Combien	Non	Oui
Analyse des Archives	Qui, Quoi, Où, Combien	Non	Oui/ Non
Etude historique	Comment, Pourquoi	Non	Non
Etude de cas	Comment, Pourquoi	Non	Oui

Source : Yin, 1994, p.6

La recherche par étude de cas répond généralement à une ou plusieurs questions qui commencent par «comment» ou « pourquoi». Pour aider à viser et à formuler les questions, les chercheurs conduisent une revue de littérature. L'objectif de cette revue est d'identifier les recherches précédemment conduites sur le sujet et de raffiner et définir les questions de recherche.

David (2005) identifie quatre types de cas : illustratif, typique, test, inédit ou exemplaire. La présentation de ces types de cas est résumée dans le tableau suivant :

Tableau 21 : Différents types de cas

Nature du cas	Définition
Illustratif	Le cas sert à illustrer une théorie, pour vérifier qu'elle s'applique, sans valeur démonstrative. Cette démarche ne produit que marginalement des résultats scientifiques
Typique	Le cas est particulièrement représentatif du cas général
Test	Le cas est sélectionné parce qu'il permet de tester des théories préalablement formulées
Inédit ou exemplaire	Le cas permet d'étudier des phénomènes rares, inconnus jusqu'alors ou des situations particulièrement innovantes. Le cas constitue potentiellement une référence (ou une anti- référence), y compris, sur un plan pratique, pour d'autres organisations. La place de la découverte et de l'invention est plus importante que pour les cas typiques ou tests, qui correspondent davantage à des phases de validation de modèles et d'hypothèses

Source : David, 2005, p.9

La méthode de l'étude de cas est difficile à réaliser (Yin 1994). Le chercheur doit mener son étude avec rigeur afin de s'assurer de la validité des connaissances produites. La validité d'une recherche est définie par Wacheux (1996) comme étant «*la capacité des instruments à apprécier effectivement et réellement l'objet de la recherche pour lequel ils ont été créés*». Yin (1994) distingue quatre types de validité : la validité du construit, la validité interne, la validité externe et la fiabilité.

La validité du construit exige du chercheur d'employer les mesures opérationnelles correctes pour les concepts étudiés. Pour sa part, la validité interne démontre que certaines conditions mènent à d'autres conditions et exige l'utilisation de preuves et de sources multiples. Quand à la validité externe, elle reflète si les résultats sont généralisables. Enfin, la fiabilité se rapporte à la stabilité, à l'exactitude, et à la précision de la mesure. La conception exemplaire de l'étude de cas s'assure que les procédures utilisées sont bien documentées et peuvent être répétées, à plusieurs reprises, avec les mêmes résultats (Yin 1994).

Yin (1994) propose de suivre un certain nombre de tactiques durant la conception et la réalisation de l'étude de cas pour garantir sa validité. Ces tactiques sont résumées dans le tableau suivant :

Tableau 22 : Tactiques pour l'étude de cas

Tests	Tactique	Phase de recherche d'application de la tactique
Validité du construit	- Utiliser plusieurs sources d'évidence - Etablir une chaîne d'évidences - Une revue par des informants clés du projet du rapport de l'étude de cas	- Collecte des données - Collecte des données - Composition/ rédaction
Validité interne	- Faire la correspondance des modèles - Faire de la construction-explication - Réaliser des analyses sur les séries chronologiques	- Analyse des données - Analyse des données - Analyse des données
Validité externe	Faire de la réplication logique sur des cas multiples	Design de la recherche
Fiabilité	- Utiliser un protocole pour l'étude de cas - Développer une base de données de l'étude de cas	- Collecte des données - Collecte des données

Source : Yin, 1994, p.33

Ces tactiques ont pour objectif d'assurer la rigueur de l'approche et de produire des résultats valides. D'autant que l'étude de cas est habituellement critiquée pour certaines limites : peu rigoureuse, il est difficile de généraliser ses résultats et ce type de recherche consommerait un temps trop important et produirait des documents volumineux avec des conclusions d'un intérêt limité (Yin 1994).

La question de la généralisation des résultats est certainement la plus importante. Les chercheurs admettent en effet que les résultats issus de démarches d'étude de cas ne sont pas généralisables selon un raisonnement d'inférence statistique. David (2005) affirme que dans le cadre des études des cas, il y a lieu de parler de généralisation des propositions théoriques et non de généralisation aux populations et univers. Kœnig (2005) affirme même que, d'un point de vue interprétativiste, la valeur d'un cas tient à ce qu'il a d'unique.

Un autre choix méthodologique s'impose : choisir d'étudier un cas unique ou des cas multiples. Yin (1994) distingue, en fonction du design, quatre types d'études

de cas : étude holistique de cas unique, étude enchassée de cas unique, étude holistique de cas multiples et étude enchasée de cas multiples. Une étude de cas unique de type holistique couvre une seule unité d'analyse ; une étude de cas unique de type enchassé (*embedded*) investigue plusieurs unités d'analyse dans un seul cas ; une étude de cas multiples de type holistique étudie plusieurs cas et chacun comme une unité d'analyse ; et, enfin, une étude de cas multiples de type enchassé couvre plusieurs cas et chaque cas comprend un certain nombre d'unités d'analyse (Yin 1994).

Le recours à l'étude du cas unique se fait selon Yin (1994) dans les situations suivantes : un cas critique pour tester une théorie déjà formulée, un cas extrême ou unique, un cas révélatoire. Gagnon (2012) affirme que l'étude de cas unique est recommandée pour une problématique de type empirique brut, c'est-à-dire un phénomène jusque-là inexploré. Selon le même auteur cela ne veut pas dire que l'étude de cas unique n'est pas une unité d'analyse utile pour l'élaboration de certaines théories en donnant l'exemple de plusieurs études relatives aux organisations et aux systèmes sociaux (Gagnon 2012).

Dans une étude de cas de type enchassé, le chercheur analyse plusieurs unités qui peuvent être, dans le cas d'une organisation, des structures, des projets, etc. Ces unités peuvent être choisies par les techniques d'échantillonnage.

En définitive, **notre recherche adopte une approche qualitative reposant sur une étude de cas multiples de type holistique.** Les caractéristiques de notre échantillon de cas à étudier sont présentées au chapitre IV.

2.3. Les théories mobilisées dans le cadre de la thèse

Pour les besoins de notre thèse, nous mobilisons comme théorie centrale la théorie de la décision. Considérant notre objectif de comprendre la formation et les caractéristiques de la décision de titrisation, le recours à la théorie de la décision devient un passage incontournable.

Parallèlement, nous mobilisons de manière secondaire les trois théories suivantes :

- Théorie du signal ;
- Théorie du financement hiérarchisé ;
- Théorie de l'agence.

Nous présenterons les apports de ces théories en mettant en évidence leur lien avec la titrisation.

2.3.1. Théorie centrale : théorie de la décision

La théorie de la décision décrit le comportement des acteurs face à des situations de choix.

En désaccord avec le modèle économique de la décision considérant que les agents font preuve d'une rationalité parfaite, les théoriciens de la décision ont introduit la psychologie dans les modèles de décision des organisations.

Les travaux de Simon (1945) constituent la référence en la matière à travers l'introduction de la notion de rationalité limitée.

Le modèle de la rationalité parfaite est un modèle utopiste. En effet, le comportement réel des individus et des organisations s'en écarte pour les trois principales raisons identifiées par Simon (1945) :

• La rationalité exige une connaissance totale afin d'anticiper toutes les conséquences liées à chacune des solutions possibles. En réalité, les conséquences sont connues de manière fragmentaire. Seules les conséquences directes et proches dans le temps sont analysées ;

• L'acteur se doit d'anticiper des conséquences futures. En réalité, les acteurs cernent mal le degré d'adéquation des conséquences avec leurs valeurs ;

• La rationalité parfaite exige d'investiguer tout l'univers des alternatives possibles.

En réalité, seul un nombre restreint d'alternatives est étudié.

Ainsi, l'acteur ne cherchera plus une décision optimale mais plutôt une décision qu'il jugera satisfaisante.

Depuis les travaux de Simon (1945) sur la prise de décision, diverses recherches ont proposé des visions alternatives au modèle économique de la décision. En effet, la prise de décision peut avoir des motivations politiques (March, 1962) ou bien suivre des procédures bureaucratiques ou anarchiques (Cohen et al., 1972).

Par ailleurs, divers travaux de recherche ont été consacrés à l'étude des différentes étapes (ou phases) constituant le processus de décision. Dewey (1910) compte parmi les premiers à avoir modélisé le processus de décision en le décomposant en cinq étapes. Depuis Dewey, plusieurs modèles ont été proposés afin de présenter les étapes du processus décisionnel. Le cadre le plus connu est celui proposé par Simon (1960), dit modèle IMC (Intelligence-Modélisation-Choix), reposant sur trois séquences :

• Intelligence : exploration de l'environnement pour détecter les situations nécessitant une prise de décision ;

• Modélisation : collecte d'information pour l'élaboration de solutions ;

• Choix : sélection de la meilleure solution en fonction de différents critères et en prenant en considération le contexte.

Les théories de la décision constitueront un cadre d'analyse qui nous permettra de comprendre le processus décisionnel relatif à la titrisation au Maroc.

2.3.2. Autres théories mobilisées

2.3.2.i La théorie du signal

Selon Cormier et al (1994) *« Le modèle du signal est basé sur une réalité voulant que les divers intervenants reliés à une firme possèdent une information imparfaite et asymétrique »*.

Saada (1993) considère deux moyens de signalisation. La signalisation par l'information comptable et la signalisation par la politique financière (endettement,

degré de participation des dirigeants dans le capital de la firme et la politique de dividendes (Bhattacharya 1979)).

Une opération d'endettement permet aux entreprises de transmettre au marché financier un signal crédible sur leurs perspectives favorables futures et leur capacité d'honorer leurs engagements (Ross 1977).

Un financement par titrisation véhicule un signal au marché. Le sens du signal (positif ou négatif) n'est pas facile à déterminer et dépend de l'utilisation qui sera faite des flux de trésorerie qui seront encaissés via la titrisation.

Si la titrisation ne s'inscrit pas dans le cadre d'une situation de crise ou de difficultés rencontrées par l'établissement initiateur, cette dernière sera constitutive d'un signal positif et sera interprétée comme un choix d'une source de financement jugée plus avantageuse que d'autres (emprunt obligataire, certificats de dépôts…etc.).

Par contre, si la titrisation constitue une opération de sauvetage de l'établissement initiateur, le marché se substituera aux actionnaires qui refusent d'apporter un soutien financier additionnel à la structure. Dans ce cas, la titrisation sera constitutive d'un signal négatif.

Les plus importantes études théoriques portant sur la titrisation ont attribué son existence, sa croissance rapide et sa diffusion dans le monde entier à la présence d'asymétries d'information (et donc des coûts de l'information).

L'asymétrie de l'information constitue l'un des principaux obstacles à l'investissement direct des déposants/épargnants et, de ce fait, cette asymétrie est généralement considérée comme la principale raison de l'intermédiation financière.

Les banques collectent des ressources financières du secteur privé, les mettent en commun puis investissent dans plusieurs projets diversifiés aboutissant ainsi à une réduction de risque du portefeuille.

Grâce au rôle joué par les intermédiaires, les déposants n'ont pas besoin de contrôler directement les projets/activités ayant bénéficié de leur dépôt : cette fonction est déléguée aux banques.

Le mécanisme décrit ci-haut ne peut fonctionner que si l'intermédiaire est en mesure de parvenir à une diversification suffisante de son portefeuille. Ainsi, les petites banques locales, moins susceptibles d'atteindre un niveau de diversification adéquat, auront une faible attractivité pour les déposants. Ce manque d'attractivité pourrait les inciter à recourir à la titrisation comme source alternative de financement.

2.3.2.ii La théorie du financement hiérarchisé

La théorie du financement hiérarchisé (Myers 1984 et Myers & Majluf 1984), s'appuie sur l'existence d'asymétries informationnelles.

Les conclusions des travaux débouchent sur l'existence d'interactions entre les décisions d'investissement et de financement permettant de hiérarchiser les sources de financement comme suit :
1/ L'autofinancement ;
2/ L'endettement ;
3/ L'émission d'actions nouvelles.

Les entreprises préfèrent dans un premier temps, le recours à l'autofinancement. Lorsque ceci n'est pas possible, elles préfèrent l'endettement plutôt que l'émission de nouvelles actions afin d'éviter la révélation d'informations stratégiques au marché.

Enfin, l'émission d'actions nouvelles est envisageable lorsque le prix d'émission est tellement élevé qu'il ne nuit pas aux intérêts des actionnaires actuels et que l'entreprise ne dispose pas d'informations qu'elle ne souhaite pas divulguer au marché.

Le financement par titrisation vise à améliorer la structure financière et représente par là-même une opportunité pour de nouvelles sources de financement par

endettement. La titrisation présente donc l'avantage de différer un éventuel apport nouveau en capital dont le coût n'est pas négligeable pour la structure.

Grace à la titrisation, l'établissement initiateur paye moins d'intérêts pour le financement de ses dettes. Selon Aqdim et al (2002), l'existence d'un marché secondaire de titrisation plus liquide et plus efficient accroît la disponibilité des fonds nécessaires et entraîne donc la réduction des coûts de financement sur le marché primaire des prêts.

Selon Kolsi (2006) : *« La titrisation des créances représente un moyen attractif de financement externe souvent préféré aux autres moyens tels que les émissions de nouvelles actions et l'emprunt obligataire grâce aux bénéfices qu'elle offre aussi bien pour le cédant que pour les investisseurs (risque minimum et rendement meilleur) ».*

La titrisation est une source de financement moins coûteuse pour les actionnaires que le financement par dettes (James, 1988 ; Pavel et Phillis, 1987). Elle constitue donc une alternative à l'endettement. Cette hypothèse est confirmée par les études de Stolowy et De la Baume (1993), Dechow et al. (2004) et Karaoglu (2004).

Enfin, plusieurs auteurs suggèrent que la titrisation permet également de réduire le coût de financement en séparant le risque inhérent aux actifs transférés du risque global de la firme (Hess et Smith, 1988; Zweig, 1988; Greenbaum et Thakor, 1987; Pavel et Phillis, 1987; Donahoo et Shaffer, 1991).

2.3.2.iii La théorie de l'agence

La théorie de l'agence ou théorie de la délégation (Jensen et Meckling 1976) représente l'entreprise comme un ensemble de contrats entre les différentes parties contractantes (actionnaires, dirigeants, créanciers,…etc). Chaque partie va agir dans l'objectif de maximiser ses propres intérêts générant ainsi l'émergence de conflits d'intérêts latents.

Ces conflits d'intérêts latents génèrent des coûts de surveillance qui situent la comptabilité au centre des relations d'agence.

La théorie de l'agence distingue deux natures de relations conflictuelles :
1/ La relation entre les actionnaires et les dirigeants : les actionnaires agissent pour maximiser la valeur marchande de l'entreprise et les dirigeants agissent dans leur intérêt afin de maximiser leur rémunération ;
2/ La relation entre les actionnaires et les créanciers de la firme : les créanciers se préoccupent essentiellement de la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements.

Selon Kolsi (2006), les transactions entre la firme et ses Special Purpose Vehicules (telles que les fonds de titrisation) peuvent trouver leur explication dans la théorie d'agence puisque les dirigeants qui s'engagent dans de telles transactions seront incités à gérer leurs résultats comptables afin de justifier ce comportement.

Selon Stolowy (2000) l'existence de fonds propres insuffisants peut motiver le recours à la titrisation des créances qui sera alors considérée comme un outil de financement.

Dans d'autres cas, les transactions avec les SPV peuvent être tout simplement motivées par la recherche de nouvelles sources de financement. Selon L'American Institute of Certified Public Accountants/AICPA (2001), les transactions entre les entreprises et leurs entités affiliés (telles que les SPV) constituent l'un des éléments les plus délicats à auditer.

Ces transactions peuvent masquer des montages financiers complexes déconsolidants dont l'un des objectifs pourrait être la dissimulation des niveaux d'endettement réels des groupes.

Synthèse du troisième chapitre :

Le présent chapitre nous a permis de détailler et justifier notre méthode de recherche en explicitant l'objet de la recherche, la posture épistémologique retenue et les choix méthodologiques effectués.

Après avoir rappelé le contexte ayant prévalu lors du démarrage de nos travaux de recherche, nous sommes revenus sur la construction de l'objet de recherche qui constitue la question générale (ou problématique) que la recherche s'efforce de satisfaire, l'objectif que l'on cherche à atteindre (Allard-Poesi et Maréchal, 1999).

Selon Bergadaà et Nyeck (1992), il est d'usage de distinguer quatre objectifs de recherche que sont la compréhension, la description, l'explication et la prédiction. La finalité de notre travail de recherche s'inscrit dans le cadre de la compréhension.

Le point de départ pour l'élaboration de notre objet de recherche fut l'observation au sein des organisations puisque nous avons été témoins et avons pu apprécier la manière avec laquelle la titrisation a pu contribuer au financement et au sauvetage d'une banque de la place.

A travers notre travail, nous souhaitons répondre à la question suivante : « Comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc ? »

De cette question générale découle les objectifs de notre travail de recherche :

- Objectif principal n°1 / Identifier et décrire les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation ;
- Objectif principal n°2 / Comprendre les raisons à l'origine du développement timide du procédé financier de la titrisation au Maroc et ce en dépit de ses nombreux avantages et potentialités ;
- Objectif secondaire n°1 / Faire un état des lieux des cadres, législatif et réglementaire, relatifs à la titrisation ;

- Objectif secondaire n°2 / Proposer un plan d'action à même de favoriser le développement de la titrisation au Maroc.

L'objet de la recherche qui traduit et cristallise le projet de connaissance peut revêtir des significations différentes en fonction des postures épistémologiques du chercheur (Allard-Poesi et Maréchal, 1999).

Selon Kuhn (1983), les postures constituent autant de modèles, de schémas intellectuels, ou de cadres de références dans lesquels peut s'inscrire le chercheur en sciences de gestion. Les postures épistémologiques choisies vont conduire le chercheur vers des démarches de recherche et une connaissance de natures différentes.

Les caractéristiques de notre travail de recherche le situent dans une posture « interprétativiste ». Notre travail de recherche épouse parfaitement les caractéristiques données à l'interprétativisme par Perret et Séville (2007) : *« Pour l'interprétativiste, le processus de création de connaissance passe par la compréhension du sens que les acteurs donnent à la réalité. Il ne s'agit plus d'expliquer la réalité mais de la comprendre au travers des interprétations qu'en font les acteurs.»*

Notre recherche a pour finalité d'analyser, de manière objective, une réalité subjective. Notre recherche ne vise nullement la découverte de lois universelles normatives. Il s'agit de contribuer à une meilleure compréhension du processus décisionnel sous-tendant la titrisation.

Notre objet de recherche étant défini et notre positionnement épistémologique arrêté, nous nous sommes posé la question du choix méthodologique. La méthodologie est « l'étude des méthodes permettant *de constituer des connaissances»* (Avenier & Gavard-Perret, 2008). Ainsi chaque chercheur est appelé, en cohérence avec son positionnement épistémologique, à mobiliser un certain nombre de méthodes d'accès au « réel ». Il est d'usage de distinguer deux grandes familles de méthodes : les méthodes quantitatives et les méthodes qualitatives.

En cohérence avec notre posture épistémologique interprétativiste, nous adoptons une approche qualitative pour accéder au « réel ». L'expression « méthodes qualitatives », couvre un ensemble de « techniques interprétatives qui cherchent à décrire, décoder, traduire et généralement percer le sens et non la fréquence de certains phénomènes » (Coutelle, 2005).

Selon Miles et Huberman (2003), les données qualitatives se caractérisent par *« leur richesse et leur caractère englobant, avec un potentiel fort de décryptage de la complexité »*. Langley (1997) affirme que les études qualitatives fournissent une compréhension meilleure du processus de prise de décision et du processus de formation de la stratégie.

Par ailleurs, l'approche quantitative est à notre sens trop impersonnelle et de ce fait non adaptée aux objectifs de notre recherche. Une telle approche quantitative ne saurait être applicable à notre travail de recherche puisqu'à ce jour il n'existe que huit opérations de titrisation réalisées au Maroc. Un échantillon aussi faible ne saurait se prêter à une approche quantitative et donc à un traitement statistique.

Dans le cadre de notre approche qualitative, nous avons privilégié le recours à la méthode des études de cas.

En effet, les méthodes de recherche qualitatives et plus particulièrement celles reposant sur l'étude de cas semblent être les plus adaptées pour mener les travaux de recherche sur les problématiques de management à caractère exploratoire. Notre besoin de comprendre en profondeur le processus décisionnel, associé à la titrisation, conforte notre choix pour la méthode d'étude de cas.

Pour Yin (1994), le recours à l'étude de cas est approprié lorsque se pose une question du type «comment» ou «pourquoi» à propos d'un ensemble contemporain d'événements sur lesquels le chercheur a peu ou pas de contrôle.

En définitive, nous affirmons que notre recherche repose sur une posture épistémologique interprétativiste, adoptant une approche qualitative, afin d'analyser de manière objective une réalité subjective et ce, par le recours à la méthode des études de cas.

Conclusion de la première partie : Fondements théoriques de la titrisation et de la prise de décision

Cette première partie présente et stabilise les notions conceptuelles pertinentes de notre recherche.

La revue des notions conceptuelles axée, d'une part sur l'analyse des caractéristiques des opérations de titrisation et d'autre part, sur l'étude du processus décisionnel, nous a permis d'asseoir les fondements théoriques afférents à la problématique de la prise de décision de titrisation.

L'analyse de la littérature portant sur la titrisation met en évidence deux types de recherches. Les études théoriques, d'une part et les études empiriques portant sur les facteurs déterminants ainsi que les effets postérieurs aux opérations de titrisation d'autre part.

Afin d'avoir une vision complète de la question, les études s'intéressant aux facteurs déterminants de la titrisation sembleraient converger vers l'examen de quatre types de déterminants :

- Le besoin de nouvelles sources de financement : la première raison qui motive le recours à la titrisation a trait aux besoins de liquidité et de financement.
- L'amélioration des fonds propres réglementaires et/ou des ratios financiers (liquidité, solvabilité et endettement) : le financement par titrisation permet d'alléger l'actif en évitant la constatation d'un endettement au passif. Néanmoins, les dispositions des accords de Bâle et l'évolution des normes IFRS ont significativement affecté ce déterminant puisque les établissements initiateurs n'auront pas le droit de sortir les actifs titrisés de leurs bilans.
- Le transfert du risque : la titrisation représente l'un des principaux instruments de transfert du risque.
- La recherche de nouvelles opportunités de profit : la titrisation permet aux opérateurs de comptabiliser des gains lorsque la valeur de marché des actifs à titriser dépasse leur valeur comptable. Ces opérateurs peuvent,

également, redéployer les fonds levés vers des investissements plus rentables.

En ce qui concerne les études empiriques sur les effets postérieurs aux opérations de titrisation, plusieurs auteurs analysent dans quelle mesure l'opération de titrisation affecte son établissement initiateur et dans certains cas, ils étendent l'analyse des effets à l'ensemble du système financier. Plus précisément, Affinito et Tagliaferri (2010) affirment que la possibilité du transfert du risque de crédit, offerte par la titrisation, réduit les motivations des banques à maintenir et à faire le suivi des prêts, aboutissant ainsi à une dégradation des standards d'octroi des crédits.

Agostino et Mazzuca (2008) ont fait le résumé :

- des études qui se sont intéressées aux effets de la titrisation sur le capital et le risque des établissements bancaires initiateurs (i), l'offre de crédit bancaire et la politique monétaire (ii) et les performances des banques et du système financier (iii).
- des études, principalement faites par les banques centrales et les organisations internationales qui mettent en évidence les effets potentiels négatifs de la titrisation sur le système financier dans sa globalité.

Malgré l'abondance de la littérature relative aux effets de la titrisation, celle relative à ses déterminants se fait plus rare. En effet, les seules zones géographiques couvertes par les études relatives aux déterminants de la titrisation sont : les Etats-Unis d'Amérique, le Canada et certains pays de l'Union européenne.

Par ailleurs, la revue de la littérature s'intéressant à la prise de décision nous a permis de recenser toutes les caractéristiques du processus décisionnel à étudier pour répondre aux préoccupations de notre recherche.

L'analyse du processus décisionnel se doit d'être multidimensionnelle et intégrée du fait de la pluralité des activités, dimensions, acteurs et rationalités qu'il est susceptible de mettre en jeu.

Si le processus décisionnel peut être décrit comme une succession linéaire d'étapes, la progression de ses activités, quant à elle, peut revêtir plusieurs formes (simples, circulaires, aléatoires, parallèles,…).

Les dimensions fondamentales du processus décisionnel que nous avons retenues pour les besoins de l'étude de la décision de titrisation s'articulent autour des rationalités utilisées (i), des acteurs (ii), des déterminants (iii), des étapes du processus décisionnel (iv) et de la démarche processuelle (v).

Compte tenu de notre volonté de comprendre comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc, notre recherche s'inscrit dans le cadre d'une posture épistémologique « interprétativiste ». Pour l'accès au « réel », nous avons retenu une approche qualitative basée sur la méthode des études de cas impliquant la réalisation d'entretiens en profondeur auprès des acteurs associés à la décision de titrisation.

Les cadres conceptuel et méthodologique de la recherche étant présenté, il convient à présent d'expliciter la méthode de collecte et d'analyse des données, d'une part et de présenter les résultats de nos travaux, d'autre part.

DEUXIEME PARTIE

Terrain de recherche et présentation des résultats

La deuxième partie de la thèse, dédiée au traitement des données et à la présentation des résultats, est structurée en trois chapitres (IV, V et VI).

Le chapitre IV présente la méthode de collecte et d'analyse des données. La collecte des données constitue une phase importante dans le processus de recherche. En effet, les données collectées et leur qualité constituent le matériau de base de la recherche.

La méthode de collecte des données dépendra de la nature de ces dernières. La collecte des données quantitatives se fait généralement par questionnaire. D'autres modes moins fréquents peuvent être utilisés tels que l'observation et l'expérimentation.

La collecte des données qualitatives quant à elle se fait généralement par entretien individuel, entretien de groupe, observation participante ou observation non participante.

Le chapitre V présente dans un premier temps les caractéristiques des études de cas auxquels nous nous sommes intéressés (nature des actifs titrisés, les obligations émises par le fonds, mécanismes de garantie, recouvrement,…etc) puis détaille en trois axes les résultats de l'étude approfondie des dimensions et caractéristiques du processus décisionnel de titrisation :

- Les déterminants et freins relatifs à la décision de titriser ;
- Les acteurs du processus décisionnel et les rationalités mises en œuvre ;
- Les étapes du processus décisionnel et la démarche processuelle poursuivie.

Le chapitre VI se penche sur les moyens et les actions à même de favoriser un développement sain et durable de la titrisation pour qu'elle constitue un levier de dynamisation de l'investissement et de développement des secteurs économiques vitaux. En effet, si les aspects négatifs de la titrisation sont atténués par des règles prudentielles appropriées et des cadres de surveillance adaptés, il sera possible de créer un marché de la titrisation qui soit durable et responsable.

Le chapitre VI revient sur le rôle joué par la titrisation au niveau de la crise financière de 2007-2009 pour en tirer les enseignements qui s'imposent avant de proposer une série de mesures de nature à favoriser le développement de cette technique d'ingénierie financière d'une part, et en fiabiliser la pratique afin d'éviter tout dérapage futur d'autre part.

CHAPITRE IV : COLLECTE ET ANALYSE DES DONNEES

Le chapitre précédent nous a permis d'expliciter notre objet de recherche, de justifier nos positionnements épistémologique et méthodologique, ainsi que de présenter les théories mobilisées dans le cadre de cette thèse. Le présent chapitre a pour objectif de présenter la méthode de collecte des données (section 1) et la méthode d'analyse des données collectées (section 2).

Section 1. Méthode de collecte des données

Compte tenu de notre volonté de comprendre en profondeur le processus décisionnel associé à la titrisation, nous retenons une approche qualitative basée sur la méthode des études de cas.

Notre démarche implique la réalisation d'entretiens en profondeur auprès des acteurs associés à la décision de titrisation.

Nous exposerons notre méthode de collecte des données en commençant par présenter notre échantillon de cas à étudier (1.1.) puis en explicitant la démarche retenue pour la conduite des entretiens en vue de la collecte des données (1.2.).

1.1. Sélection des cas à étudier

A ce stade, il convient de sélectionner les organisations au sein desquelles va s'opérer la collecte des données. Selon Royer et Zarlowski (2003), les choix effectués pour constituer un échantillon auront un impact déterminant en termes de validité externe et de validité interne de l'étude.

La validité externe réfère à la possibilité de généralisation des résultats obtenus au niveau de l'échantillon à un ensemble plus large. La validité interne renvoie à la cohérence des résultats obtenus par rapport aux objectifs que s'est fixé le chercheur.

1.1.1. Constitution de l'échantillon

Concernant la démarche de constitution de notre échantillon, elle a été effectuée en quatre étapes :

Etape 1 : Procéder au recensement exhaustif de l'ensemble des opérations de titrisation réalisées au Maroc depuis l'adoption de la loi n°10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires promulguée par le dahir n°1-99-193 du 13 joumada I 1420 (25 août 1999).

Pour les besoins du recensement des opérations de titrisation réalisées, nous nous sommes basés sur :

- Une recherche documentaire et internet ;
- Un entretien avec un haut responsable de l'entité chargée de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation au Maroc que nous notons « AMT ». Cette entité a joué, de manière exclusive au Maroc jusqu'à ce jour, le rôle d'arrangeur de l'ensemble des opérations de titrisation réalisées.

A la date de démarrage de nos travaux sur terrain, à savoir mars 2013, la liste des fonds de titrisation créés au Maroc est présentée ci-dessous. Nous avons volontairement substitué aux noms réels des fonds et des établissements initiateurs des pseudonymes :

Tableau 23 : Liste des FPCT marocains à fin mars 2013

Fonds de Titrisation	FPCT 1 (*)	FPCT 2 (*)	FPCT 3 (*)	FPCT 4 (*)
Année d'émission	2002	2003	2008	2012
Montant de l'émission en millions MAD	500	1.000	1.500	1.000
Type d'actifs titrisés	Créances résidentielles hypothécaires (RMBS)	Créances résidentielles hypothécaires (RMBS)	Créances résidentielles hypothécaires (RMBS)	Créances résidentielles hypothécaires (RMBS)

Etablissement Initiateur/Cédant	EI 1 (*)	EI 1 (*)	EI 1 (*)	EI 2 (*)
Type d'établissment initiateur	Etablissement de crédit	Etablissement de crédit	Etablissement de crédit	Consortium d'établissements de crédit
Arrangeur	AMT (*)	AMT (*)	AMT (*)	AMT (*)

(*) Les noms réels des fonds de titrisation et des établissements initiateurs sont différents des pseudonymes utilisés dans le tableau.

Jusqu'à fin mars 2013, le Maroc a enregistré la mise en place de quatre opérations de titrisation et ce à l'initiative de deux établissements initiateurs différents.

Nous constatons que les établissements initiateurs sont uniquement des établissements de crédit et ce malgré l'évolution de la réglementation dans le sens de l'élargissement des émetteurs possibles comme l'explique le tableau suivant :

Tableau 24 : Evolution de la réglementation en matière d'émetteurs possibles des obligations/parts de titrisation

Période	De septembre 1999 à octobre 2008	De novembre 2008 à janvier 2013	De février 2013 à ce jour
Loi applicable	Loi n°10-98 relative à la titrisation des *créances hypothécaires*	Loi n°33-06 relative à la titrisation des *créances*	Loi n°33-06 relative à la titrisation d'*actifs* telle que complétée et modifiée par la loi n°119-12
Emetteurs possibles	Etablissements de crédits	- Etablissements de crédit et organismes assimilés régis par la loi n°34-03 - Etablissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques régis par la loi n° 69-00 - Personnes morales délégataires de services publics	Toute personne, y compris l'Etat et tout autre organisme public

		- Compagnies d'assurance et de réassurance - organismes détenant des créances actuelles ou futures assorties de créances hypothécaires	

Ainsi, à partir de novembre 2008 la législation a permis à des entités, autres que les établissements de crédit, de réaliser des opérations de titrisation. Or, depuis novembre 2008 jusqu'à mars 2013, une seule opération de titrisation a été réalisée par un consortium d'établissements de crédits.

Etape 2 : Identifier les opérations de titrisation qui feront partie de notre sélection de cas à étudier.

Compte tenu du nombre limité d'opérations de titrisation réalisées au Maroc, nous avons pris la décision de les intégrer toutes au niveau de notre échantillon, à savoir les opérations de titrisation que nous avons notées : FPCT1, FPCT2, FPCT3 et FPCT4. Ainsi, notre sélection de cas à étudier couvre 100% des opérations de titrisations réalisées depuis l'entrée en vigueur de la titrisation au Maroc jusqu'au mois de mars 2013.

Etape 3 : Prise en compte des opérations de titrisation réalisées après le démarrage de nos travaux empiriques.

Après mars 2013, quatre nouvelles opérations de titrisation ont été réalisées dont les caractéristiques se présentent comme suit :

Tableau 25 : Opérations de titrisation réalisées après mars 2013

Fonds de Titrisation	FPCT 5 (*)	FPCT 6 (*)	FPCT 7 (*)	FPCT 8 (*)
Date d'émission	Juin 2013	Décembre 2013	Avril 2014	Décembre 2014
Montant de l'émission en millions MAD	1.000	534	1.200	457
Type d'actifs titrisés	Créances commerciales actuelles et futures (ABCP)	Actifs corporels (ABS)	Créances résidentielles hypothécaires (RMBS)	Actifs corporels (ABS)
Etablissement Initiateur/Cédant	EI 3 (*)	EI 4 (*)	EI 1 (*)	EI 5 (*)
Type d'établissment initiateur	Etablissement public	Etablissement de crédit	Etablissement de crédit	Société commerciale
Arrangeur	AMT (*)	AMT (*)	AMT (*)	AMT (*)
Observation	Il s'agit d'un programme global de 10 milliards de MAD à réaliser par tranches de 1 milliard MAD			

(*) Les noms réels des fonds de titrisation et des établissements initiateurs sont différents

L'opération de titrisation notée FPCT 7 est réalisée par le même établissement initiateur (noté EI 1) ayant initié les opérations FPCT 1, FPCT 2 et FPCT 3. Etant donné le caractère répétitif du recours à la titrisation par l'établissement initiateur EI 1, nous avons décidé de rajouter à notre échantillon d'études de cas l'opération FPCT 7 car :

- Nous nous attendons à recueillir des enseignements pertinents concernant les caractéristiques du processus décisionnel dans le cadre d'une *prise de décision récurrente* ;

- Nous pouvons capitaliser sur les contacts déjà initiés auprès des responsables de l'établissement EI 1 pour les besoins des opérations FPCT 1, FPCT 2 et FPCT 3. Les décideurs ne sont, certes, pas les mêmes mais nous aurons plus d'aisance à décrocher des entretiens.

Finalement, nous avons pris la décision d'intégrer dans notre échantillon les 3 autres opérations de titrisation : FPCT 5, FPCT 6 et FPCT 8. Ainsi, notre échantillon couvre toutes les opérations de titrisation réalisées au Maroc jusqu'à ce jour.

Etape 4 : Ajustement de l'échantillon.

Afin de répondre aux quatre objectifs de recherche énoncés à la section III.1.2., nous estimons nécessaire de procéder à trois ajustements.

Ajustement 1 :

Le fait d'examiner en profondeur huit études de cas relatives à des opérations de titrisations distinctes nous permettra de mettre en évidence les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation. Cependant, certaines caractéristiques, telles que les freins à la décision de titrisation, ne seront pas mises en évidence en raison du recours uniquement à des cas d'entités ayant décidé de recourir favorablement à la titrisation.

Pour cette raison, nous avons jugé judicieux de compléter notre échantillon par le rajout de deux cas d'entités éligibles mais n'ayant pas eu recours à la titrisation.

Dans un premier temps, nous étions tentés de prendre la liste des entités légalement éligibles (établissements de crédit, sociétés concessionnaires, compagnies d'assurances,…etc.) à réaliser des opérations de titrisation au vu des critères de la loi n° 33-06 et d'en sélectionner deux par échantillonnage orienté. Après réflexion, nous n'avons pas jugé utile de nous intéresser à des entités éligibles et n'ayant manifesté aucun intérêt à l'égard de la titrisation car ceci pouvait, tout simplement, s'expliquer par une méconnaissance ou une connaissance insuffisante de cette technique. Par contre, nous avons estimé

pouvoir tirer davantage d'enseignements relatifs aux freins à la décision de titrisation en sélectionnant des cas d'entités ayant manifesté un intérêt pour le recours à la titrisation puis ayant fait marche arrière en milieu de processus.

De part le rôle que joue l'arrangeur des opérations de titrisation au Maroc, toute entité intéressée par cette technique passe inévitablement par cet organisme. Suite à nos entretiens avec les responsables de cet organisme, nous avons identifié les cas de deux entités ayant manifesté un fort intérêt pour le recours à la titrisation mais ayant abandonné leur projet en milieu de parcours. Dans le cadre de notre thèse, nous avons donné à ces deux entités les pseudonymes « ECT1 » et « ECT2 ».

Ajustement 2 :

Afin d'augmenter la validité des résultats de notre recherche, nous avons opté pour la réalisation d'une triangulation des informations recueillies.

En effet, l'arrangeur des opérations de titrisation au Maroc en tant qu'acteur externe, est fortement impliqué dans les différentes étapes du processus décisionnel de titrisation.

Le fait de rajouter à notre échantillon l'organisme chargé de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation au Maroc (organisme noté « AMT ») présente les atouts suivants :

- D'une part, les informations collectées permettent de valider par recoupement les informations recueillies de manière directe auprès des responsables des établissements émetteurs faisant partie de notre échantillon ;
- D'autre part, les données collectées auprès de « AMT » constitueront pour nous un gisement d'informations et une synthèse de toute l'expérience marocaine en la matière, qu'il s'agisse d'opérations de titrisation réalisées ou d'opérations de titrisations non réalisées.

Ajustement 3 :

Afin de répondre à l'objectif secondaire n°2 de notre recherche, énoncé à la section III.1.2. et consistant à proposer des actions à même de rendre la titrisation un moyen de financement sécurisé (évitant de tomber dans les dérives de la dernière crise financière), nous avons jugé opportun d'inclure dans nos échantillons d'entités à interviewer deux auditeurs prenant en charge le contrôle des comptes d'entités déjà engagées dans des opérations de titrisation. Les interviews à mener auprès des auditeurs nous permettrons d'identifier les risques et effets négatifs que peut avoir la titrisation sur la fiabilité des comptes, l'image fidèle des états financiers de l'établissement initiateur ainsi que sur le secteur financier de manière générale. Un auditeur peut être également force de propositions pour les éventuelles mesures à prendre pour rendre la titrisation un moyen de financement plus fiable et sécurisé.

En définitive, notre échantillon de cas à étudier et d'entités à interviewer comprend :

Tableau 26 : Entités concernées par la collecte des données empiriques

Entité	Qualité des interviewés	Objectif principal recherché via les entretiens	Objectif secondaire recherché via les entretiens
FPCT 1 à 8	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission des fonds de titrisation FPCT1 à FPCT 8	- Comprendre comment se forme et se prend la décision de titrisation - Identifier les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation	
ECT 1	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation	Identifier les freins à l'origine du non recours à la titrisation	

ECT 2	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation	Identifier les freins à l'origine du non recours à la titrisation	
AMT	Responsable de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation	Triangulation des informations collectées auprès des autres interviewés	- Accéder à une synthèse de toute l'expérience marocaine en matière de titrisation. - Obtention d'informations complémentaires sur les opérations de titrisation non couvertes par notre échantillon et des opérations de titrisation qui n'ont pas abouties
Auditeurs	Auditeurs d'établissements initiateurs de fonds de titrisation	- Identification des risques associés à la titrisation - Recueil de propositions pour la fiabilisation de la titrisation	

Pour tenir compte de la diversité des particularités individuelles et des comportements décisionnels, nous avons décidé d'interviewer plusieurs décideurs par entité.

Dans cette optique, et en prenant en considération le critère de la saturation des données, nous nous sommes fixé comme objectif de mener une trentaine d'entretiens. Ce nombre nous semble suffisamment élevé en théorie, tout en étant gérable sur un plan pratique.

1.1.2. Echantillon et validité de la recherche

En présence d'une stratégie de recherche fondée sur des études de cas multiples et faute de temps ou de moyens, le chercheur se trouve généralement confronté à un dilemme :

- Retenir un faible nombre de cas à étudier en profondeur ;

- Ou bien, opter pour un plus grand nombre de cas diversifiés mais à étudier de manière moins approfondie.

Le premier choix conduira à une forte validité interne, tandis que le deuxième choix réduira la validité interne en garantissant une forte validité externe. Le nombre d'éléments constituant l'échantillon a une incidence sur la confiance accordée aux résultats qui constituent une composante importante de la validité scientifique de la recherche.

La validité de la recherche est également affectée par le mode de constitution de l'échantillon. Les méthodes probabilistes se prêtent naturellement à une généralisation des résultats alors que les méthodes d'échantillonnage de convenance ne s'y prêtent pas.

Quoi qu'il en soit, dans le cadre d'une approche qualitative, la recherche d'un échantillon probabiliste similaire à celui retenu pour les approches quantitatives n'est pas justifiée. Miles et Huberman (2003) ainsi que Glaser et Strauss (1967) préconisent le recours à un échantillonnage dit orienté. La sélection des cas doit se faire pour des raisons théoriques et non pas statistiques étant donné l'utilisation d'une approche qualitative ne visant pas la généralisation (Guba et Lincoln, 1989).

Notre échantillon présente les caractéristiques suivantes :

- Nous disposons de suffisamment de cas à étudier en profondeur pour garantir une forte validité interne ;
- Notre échantillon couvre la totalité des opérations de titrisation réalisées au Maroc ce qui garantit également une forte validité externe ;
- L'intégration de l'arrangeur de toutes les opérations de titrisation au Maroc (noté « AMT ») permet d'augmenter la validité de nos résultats en raison du facteur de triangulation.

Enfin, nous rappelons que notre recherche ne vise nullement la découverte de lois universelles normatives et de ce fait, nous plaçons la validité interne de nos résultats en priorité par rapport à la validité externe, même si nous estimons que

notre travail garantit également une forte validité externe vu le taux de couverture de notre échantillon (100% des opérations de titrisation réalisées).

1.2. Recueil des données

Le recueil des données de notre étude de cas s'est basé sur :

- Une recherche documentaire ;
- La réalisation d'entretiens semi-directifs, en profondeur, durant lesquels l'interviewé explique dans le détail le processus décisionnel qu'il a suivi pour décider du recours à la titrisation.

1.2.1. Recherche documentaire

Préalablement à la conduite des entretiens avec les acteurs de la décision de titrisation faisant partie de notre échantillon, nous avons estimé indispensable de procéder à une prise de connaissance de l'établissement initiateur et des caractéristiques des fonds de titrisation (FPCT) émis.

Cette prise de connaissance préalable nous permettra la collecte de certaines données nécessaires à notre recherche tout en allégeant les entretiens. En effet, le temps des entrevues sera alloué de façon optimale à la collecte des données qui ne peuvent se faire que par entretiens directs.

Cette prise de connaissance présente également l'avantage de démontrer à nos interviewés qu'ils ont affaire à un chercheur spécialiste maîtrisant les caractéristiques générales des cas retenus pour son étude.

Notre recherche documentaire s'appuiera essentiellement sur les sources suivantes :

- Sites internet ciblés tels que le site de l'arrangeur des opérations de titrisation, le site du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, …etc ;
- Notes d'informations présentées au CDVM pour l'approbation de l'émission des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation. Ces notes d'informations constituent un gisement précieux d'informations sur l'opération de titrisation

projetées puisqu'elles reprennent l'ensemble des caractéristiques de l'opération de titrisation, à savoir :

- Le cadre et l'objectif de l'opération de titrisation ;
- La description de l'opération ;
- La présentation des intervenants dans l'opération ;
- La composition de l'actif du fonds ;
- Les règles de fonctionnement du fonds ;
- La liquidation du fonds ;
- …etc.

- Rapports d'activité et états financiers des établissements initiateurs. Il convient de rappeler que la titrisation, de par ses caractéristiques, demeure dans la pratique un moyen de financement dédié aux grandes entreprises dont la plupart font appel public à l'épargne. De ce fait, ces entités sont assujetties à des contraintes de publication d'information financière.

1.2.2. Déroulement des entretiens

En cohérence avec notre posture épistémologique interprétativiste, nous avons opté pour une approche qualitative basée sur des études de cas multiples. La collecte des données s'est appuyée sur des entretiens en profondeur durant lesquels les acteurs ont été amenés à décrire et expliquer le processus décisionnel suivi pour le recours à la titrisation.

Nos entretiens semi-directs reposent sur une série de questions ouvertes correspondant aux thèmes identifiés lors de la revue de la littérature. L'objectif n'est pas d'avoir des réponses courtes à des questions fermées. Les questions devraient inciter les acteurs à développer leurs réponses et décrire en détail le processus décisionnel.

L'entretien devrait permettre la restitution d'informations sur des représentations et faits passés ayant été assimilés et subjectivés par les acteurs.

Selon Blanchet et Gotman (2005) l'entretien répond au besoin « d'élucidation, d'explication et d'objectivation » ce qui implique une étude bidimensionnelle des discours :

- Une étude modale du discours pour déceler l'état psychologique de l'interviewé ;
- Une étude référentielle du discours pour décrire l'état des choses.

L'activité d'écoute, occupant une place centrale au niveau de l'entretien, est productrice de signification (Blanchet et Gotman, 2005).

Le déroulement des entretiens a respecté les étapes suivantes :

1) Le développement du guide d'entretien ;
2) L'introduction de l'entretien : rappel des motifs et objet de la recherche ;
3) La conduite de l'entretien ;
4) La clôture de l'entretien ;
5) L'après entretien : la retranscription.

Le développement du guide d'entretien :

Le déroulement des entrevues fut encadré par un guide d'entretien énumérant les thèmes et sous-thèmes devant être traités auprès des interviewés sous forme de questions ouvertes servant à la collecte des informations relatives aux caractéristiques du processus décisionnel. L'élaboration du guide d'entretien s'est inspirée du cadre conceptuel de la recherche.

Les questions du guide s'articulent autour des étapes du processus décisionnel, de la démarche processuelle, des rationalités mises en oeuvre, des acteurs et des déterminants du processus.

La conduite des entretiens nous a permis d'affiner graduellement le cadre conceptuel de la recherche et d'ajuster la trame de notre guide d'entretien.

Les va-et-vient entre les concepts et les données recueillies lors des entretiens ont favorisé l'émergence de nouveaux thèmes et concepts associés au processus décisionnel tel que décrit par les interviewés.

La constatation d'une convergence à la suite de la réalisation de quelques entretiens a permis la stabilisation des composantes de notre cadre conceptuel.

Notre guide d'entretien se présente comme suit :

Guide d'entretien

- ❶ **Caractéristiques générales de l'opération de titrisation :**
  - Caractéristiques de l'établissement initiateur :
    - Quel est le secteur d'activité de l'EI ?
    - Quelle est la taille de l'initiateur ?
    - Quel est le mode de gouvernance de l'initiateur ?
    - Quelles sont les autres caractéristiques principales de l'initiateur ?
  - Caractéristiques du fonds de titrisation :
    - Quel est le montant levé ?
    - Quelle est la nature des actifs titrisés (MBS, RMBS, ABCP, ABS,…etc.) ?
    - Le FPCT est-il mono-cédant ou multi-cédants ?
    - Le FPCT est-il rechargeable ?
    - Quelles sont les autres caractéristiques principales du FPCT ?
  - Caractéristiques contextuelles :
    - Quel était le contexte économique national au moment de la réalisation de l'opération de titrisation ?
    - Le moment de réalisation de l'opération de titrisation correspondait-il à une période de surliquidité ou de manque de liquidité sur le marché financier ?
    - Quelle était la situation des taux d'intérêts (hausse ou baisse des taux d'intérêts) ?
    - Autres caractéristiques contextuelles ?
  - Quels sont les problèmes à l'origine du recours à la titrisation :
    - Quelle est la nature du stimulus : crise, problème ou opportunité ?
    - Quel est le niveau d'urgence : contrainte du temps ?
    - Quel est le niveau d'importance : l'ampleur des enjeux et l'impact des conséquences ?
    - Niveau de complexité : multitude des paramètres, intervenants et domaines d'activités concernés ainsi que le degré d'incertitude?
  - Objectifs poursuivis à travers la mise en place de la titrisation :

- Quelle est la nature des objectifs ?
- Qui a fixé les objectifs ?

❷ Déterminants et freins à l'origine du recours (ou du non-recours) à la titrisation

- Quels sont les facteurs déterminants pour le recours à la titrisation :
  - Financement : diversification des sources de financement, saturation du financement classique,…etc. ?
  - Transfert des risques et/ou réduction des pertes attendues liées aux actifs titrisés ?
  - Exigences réglementaires en fonds propres ?
  - Recherche de nouvelles opportunités de profit ?
  - Autres déterminants ?
- Quels sont les freins ou les facteurs militant contre le recours à la titrisation :
  - Freins de nature réglementaires : juridique, fiscal, comptable…etc. ?
  - Freins liés aux coûts de l'endettement ?
  - Freins liés à l'importance des coûts fixes liés au processus de titrisation ?
  - Autres freins ?

❸ Acteurs du processus décisionnel

- Décideurs du processus :
  - Qui sont les décideurs finaux du processus ?
  - Quel est le nombre et la fonction des décideurs ?
  - Sur quel type d'information se fondent-ils pour prendre la décision ?
  - Qui leur transmet l'information ? Sous quelle forme ? Et à quelle fréquence ?
- Acteurs internes à l'organisation (autres que les décideurs finaux) associés au processus de prise de décision :
  - Qui sont-ils ?
  - Quel est leur nombre et leur fonction ?
  - A quel niveau du processus interviennent-ils ?

- Quelles sont les formes d'influence qu'ils exercent (pression, blocage, consultation, concertation, négociation, ...etc.) ?
- Le processus implique t-il des activités de négociation et/ou concertation ou autres formes d'activités diplomatiques ?

- Acteurs externes à l'organisation associés au processus de prise de décision :
  - Qui sont-ils ?
  - Quel est leur nombre et leur fonction ?
  - A quel niveau du processus interviennent-ils ?
  - Quelles sont les formes d'influence qu'ils exercent (pression, blocage, consultation, concertation, négociation, ...etc.) ?
  - Le processus implique t-il des activités de négociation et/ou concertation ou autres formes d'activités diplomatiques ?

❹ Rationalités mises en œuvre

- De quelle manière se fait le recensement des différentes solutions possibles (exhaustivité des solutions) ?
- Comment et quel est le degré d'évaluation des conséquences des différentes solutions possibles ?
- Quel est le niveau de recours aux calculs d'optimisation ?
- Quel est le niveau de convergence des objectifs des différents acteurs ?
- Y avait-il le recours à des coalitions ?
- Y avait-il un ou plusieurs acteurs puissants et qui pouvait influencer la décision ?
- Les acteurs se sont-ils livrés à des activités politiques (coalitions, négociation, sabotage, …etc.) pour accroître leur niveau d'influence ?
- Y avait-il des acteurs qui ont influencé la décision du fait de leurs expériences passées dans des environnements similaires et/ou spécifiques ?
- Est-ce que l'environnement, tel que perçu par les décideurs, a exercé une influence sur la décision (l'importance des enjeux, la pression du facteur temps par exemple) ?

❺ Etapes du processus décisionnel

- Quelles sont les différentes étapes parcourues lors de votre prise de décision de mise en place d'un programme de titrisation ?
- Quelles sont les faits marquants des différentes étapes ?
  - Définition du but ou énonciation du problème ;
  - Enonciation des solutions stratégiques ;
  - Evaluation des choix ;
  - Mise en œuvre.
- Estimez-vous que votre processus décisionnel s'inscrit dans l'un des modèles décisionnels connus ?
- Comment qualifiez-vous la progression des activités du processus décisionnels (unitaire, multiple, cumulative, conjonctive ou récurrente)

❻ Démarche processuelle décisionnelle

- Le processus relatif à la décision de titrisation est-il conforme au processus « standard » commun aux autres décisions prises dans votre organisation ou bien suit-il un processus spécifique ?
- Comment s'articulent les activités du processus décisionnel de la titrisation : linéaire, enchaînement, de manière parallèle, de manière conditionnelle, par itération, par rétroaction, …etc.) ?
- Le processus décisionnel repose t-il sur l'existence d'étapes intermédiaires, de la fixation d'objectifs intermédiaires ou subsidiaires ?
- Quel est le niveau de complétude de l'analyse et des activités ?
- Quel est le degré d'incrémentalisme de la démarche générale du processus (recours ou non à un processus graduel et par palliers avec fixation de sous objectifs) ?
- Quels sont les domaines de management ou scientifiques interagissant au niveau de l'analyse ?
- Quelles sont les techniques d'analyse mobilisées / possibilité ou non de programmation de la décision
- La décision de titrisation est-elle soumise à une procédure d'approbation par des organes habilités ? si oui, par quel organe et à quel moment ?

L'introduction de l'entretien : rappel des motifs et objet de la recherche

En début d'entretien, il convient d'exposer à l'interviewé l'objet de la recherche ainsi que la logique du déroulement de l'entretien. Les entretiens ont débuté par l'affirmation suivante : « *L'objectif de cette recherche consiste à étudier le processus décisionnel mis en œuvre pour recourir à la titrisation*.»

L'interviewé doit être mis en confiance et suffisamment sensibilisé à la nécessité de communiquer ses expériences et ses représentations.

Il convient également d'obtenir l'autorisation de l'interviewé avant de procéder à l'enregistrement de l'entretien.

La conduite de l'entretien

Pendant l'entretien, les décideurs ont expliqué de manière détaillée le processus décisionnel suivi pour la prise de décision de recours à la titrisation dans leur organisation.

Les discussions ont été encadrées par les guides d'entretiens tout en garantissant une liberté d'expression. Les propos des interviewés ont souvent fait l'objet de reformulations. Les interviewés ont été relancés pour approfondir certains points chaque fois que cela a été jugé nécessaire ou pour vérifier que l'ensemble des thèmes du guide ont été abordés.

Nous devions nous assurer qu'aucun thème ou sous-thème à investiguer lors des entretiens n'a été négligé, tout en laissant au répondant une latitude dans la discussion.

La durée moyenne des entretiens avoisinait les 2 heures et 15 minutes, ce qui permettait d'atteindre un niveau de détail assurant une compréhension approfondie du processus décisionnel.

La clôture de l'entretien

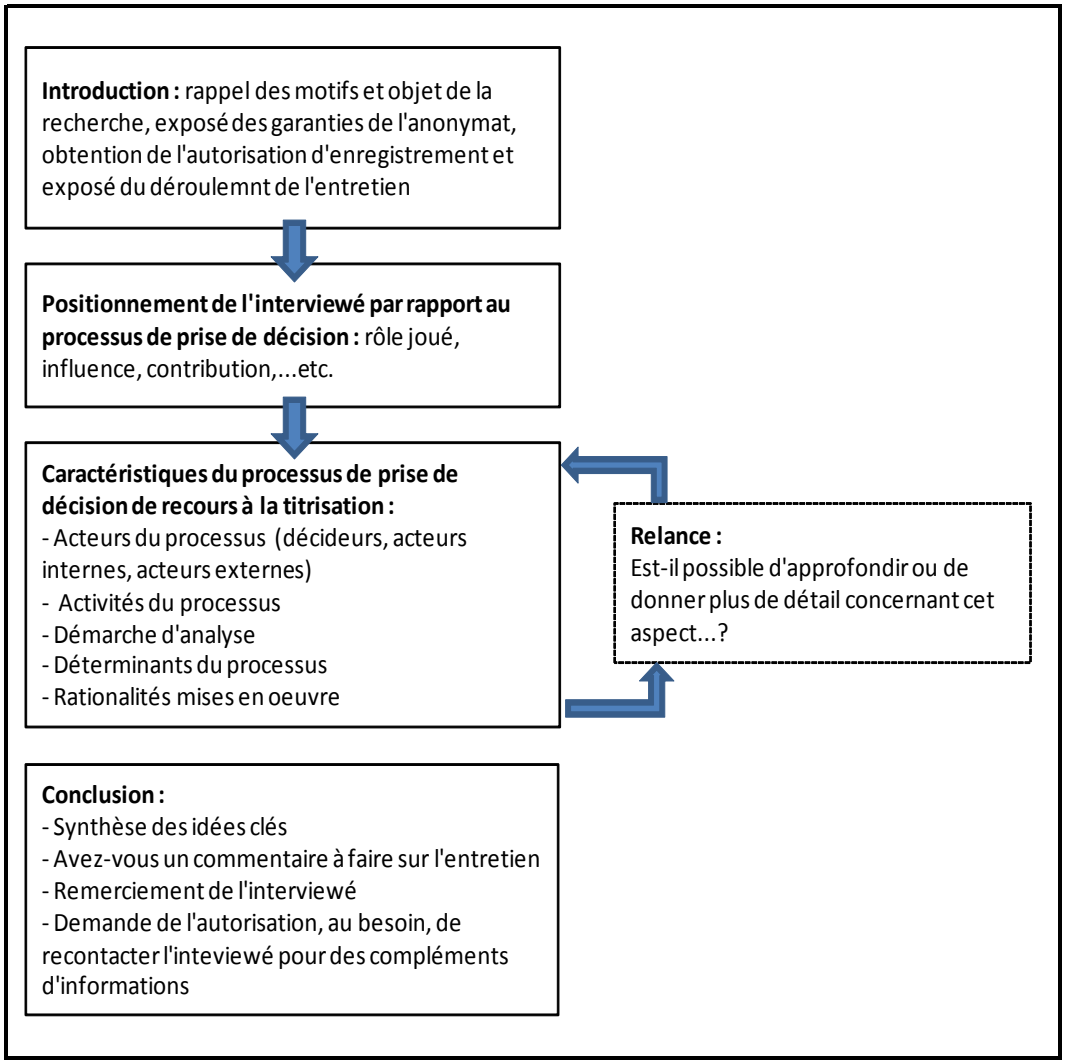
En fin d'entretien, nous avons remercié l'interviewé en lui rappelant notre engagement de respect de l'anonymat et que les résultats de nos travaux pouvaient lui être communiqués s'il le désirait.

L'après entretien : la retranscription

Comme le recommandent Miles et Huberman (2003), les entretiens ont fait l'objet d'une retranscription pour permettre leur analyse ainsi que le codage des données collectées.

La réalisation de l'ensemble des entretiens s'est échelonnée sur une période de vingt deux mois (de juin 2013 à avril 2015). La plupart d'entre eux ont été réalisés sur le lieu du travail des interviewés, et quelques uns dans notre lieu de travail.

Le schéma ci-dessous résume le déroulement des entretiens :



La répartition des 30 entretiens se présente comme suit :

Tableau 27 : Répartition des entretiens sur l'échantillon

Entité	Qualité des interviewés	Nombre d'entretiens réalisés	Nombre d'entretiens exploités
FPCT 1	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT1	4	3
FPCT 2	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT2	4	3
FPCT 3	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT3	3	3
FPCT 4	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT4	3	3
FPCT 5	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT5	3	3
FPCT 6	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT6	2	2
FPCT 7	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT7	2	2
FPCT 8	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission du fonds de titrisation FPCT8	2	2
ECT 1	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non-recours à la titrisation	2	2
ECT 2	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non-recours à la titrisation	2	2
AMT	Responsable de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation	3	3
Auditeur	Auditeur d'établissements initiateurs de fonds de titrisation	2	2
Total		**32**	**30**

Sur les 32 entretiens planifiés, 30 ont été utilisés pour les besoins de l'analyse qualitative, étant donné que deux entretiens n'ont pas été jugés suffisamment riches (les interviewés ont fourni des réponses évasives aux questions posées).

1.2.3. Biais induits par la méthode d'entretien

Utiliser l'entretien comme moyen de collecte des données revient à adopter un postulat implicite considérant que l'interviewé accepte de répondre en toute sincérité et consent à dévoiler les déterminants de son comportement.

Ce postulat implicite peut souffrir de certains biais :

- Biais de prestige : l'interviewé peut être tenté de dissimuler une partie de ses comportements ou d'une vérité qu'il considère gênante et non valorisante, ou encore il pourrait être tenté d'insister sur des éléments qu'il juge valorisants pour lui et pouvant impressionner le chercheur.
- Biais d'autodéfense : lorsqu'il se sent agressé, l'interviewé peut développer des mécanismes de défense tels que l'autocensure de ses réponses, afin de préserver son image à l'égard du chercheur.
- Biais de la rationalisation a posteriori : l'interviewé essayera de justifier ses actions et de les mettre en cohérence avec ses propres valeurs. Ce biais sera d'autant plus grand que l'interviewé est personnellement responsable des décisions prises ce qui le poussera, de manière inconsciente, à se livrer à une stratégie d'autojustification.
- Biais lié à une omission de la dimension affective : certains interviewés ont des difficultés de révélation d'instincts de convoitise, de sentiments d'ambition, de désirs,…etc.

Bernard (2010) a synthétisé les principaux biais induits par la méthode d'entretien ainsi que les parades possibles :

Tableau 28 : Récapitulatif des principaux biais induits par la méthode de l'entretien pour la collecte des données

Biais	Raisons	Parades
Biais de prestige	Légitimation du statut de décideur, Opportunité de mise en avant, Orgueil, fierté, besoin de supériorité,	Observation du langage non verbal, Bonne connaissance préalable des données financières
Mécanismes de défense	Sensation d'agression dans la vie privée, Stratégie personnelle et confidentielle, Utilisation des droits de propriété, Impact des motivations dues à l'enfance/adolescence, aux expériences professionnelles antérieures,	Empathie du chercheur, Assurance d'anonymat, Mise en avant de la notion de recherche scientifique
Rationalisation a posteriori	Besoin d'autojustification, Escalade de l'engagement, théorie de la cohérence, théorie de l'illusion du joueur,	Utilisation d'un guide d'entretien 'souple', Entretiens de triangulation
Dimension affective omise	Pudeur, difficulté de la révélation d'instincts de convoitise, de sentiments d'ambition, de désir, Image du décideur.	Empathie du chercheur, Mise en confiance par la connaissance du sujet de la recherche

Source : Bernard, 2010, p.160

Les parades mises en œuvre pour contourner les biais induits par la méthode d'entretien lors de la collecte des données relative à notre recherche sont les suivantes :

- La mise en confiance de l'interviewé et sa sensibilisation quant à la nécessité de communication de ses expériences et ses représentations. Cette mise en confiance fut possible grâce à :
    - L'obtention du rendez-vous à travers une personne en qui l'interviewé a confiance ;
    - La garantie de l'anonymat ;
    - La mise en avant de la notion de recherche scientifique.

- L’observation du langage non verbal ;
- L’utilisation du guide d’entretien pour n’omettre aucun thème ;
- La mise en place des entretiens de triangulation. En effet, nous avons veillé à satisfaire, de manière simultanée, deux épreuves de triangulation :
    - chacun des cas étudiés a fait l’objet d’entretiens avec plusieurs acteurs majeurs du processus décisionnel de titrisation de telle sorte à pouvoir confirmer la même donnée à partir de sources multiples ;
    - L’intégration dans notre échantillon de l’arrangeur de la totalité (sans exception) des opérations de titrisation réalisées au Maroc (noté « AMT ») a permis la double triangulation des données. En effet, AMT a participé à tous les processus décisionnels en tant qu’acteur externe influent.

Section 2. Méthode d’analyse des données

Lors des entretiens semi-directifs avec les acteurs du processus de décision, diverses informations sont recueillies sous forme d’observations et de données contenues dans les discours.

Ces données sont composées de récits d’événements, de descriptifs de processus décisionnels, de comportements et de pratiques managériales.

Selon Miles et Huberman (2003), l’analyse qualitative des données est omniprésente tout le long du processus de collecte des données.

L’objectif fondamental recherché à travers l’analyse des données est de décrire et comprendre le processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation.

La méthode d’analyse retenue pour le traitement des données collectées est l’*analyse de contenu thématique* en se basant, d’une part, sur un dictionnaire des thèmes et d’autre part, sur une codification des données, réalisée au moyen du logiciel NVivo.

Selon Allard-Poesi, Drucker-Godard et Ehlinger (2007), l’analyse de contenu repose sur le principe selon lequel la répétition d’unités d’analyses de discours

(mots, expressions ou phrases) révèle les centres d'intérêt et les préoccupations des interlocuteurs.

L'analyse de contenu se subdivise en deux catégories et ce, en fonction des unités d'analyse retenues (Bardin, 2001) :

Type	Analyse lexicale	Analyse thématique
Unité d'analyse	Le mot	Une portion de phrase, phrase entière ou un groupe de phrases relatives à un même thème
Caractéristique	Cette analyse s'intéresse à la nature et à la richesse du vocabulaire utilisé à travers la mesure de la fréquence d'apparition des mots.	Cette analyse s'intéresse à apprécier l'importance des thèmes dans les discours. Cette analyse est fréquemment utilisée au niveau des études s'intéressant aux organisations.

2.1. Dictionnaire des thèmes

La finalité du codage consiste à regrouper les données recueillies par thèmes. Selon Allard-Poesi et al. (2007), le processus de codage consiste à « découper le contenu d'un discours ou d'un texte en unités d'analyse (mots, phrases, thèmes,...) et à les intégrer dans des catégories ou codes sélectionnés en fonction de l'objet de la recherche ». Ainsi, un code regroupe des parties de verbatim se référant au même thème ou renvoyant à la même signification.

Les données recueillies sont ainsi transformées en informations qualitatives par repérages thématiques. Les codes (ou catégories) utilisés sont généralement ceux issus de la revue de la littérature. L'utilisation d'un protocole constant d'analyse des verbatim et un codage homogène entre tous les entretiens permet de « stabiliser le mode d'extraction du sens » (Blanchet et Gotman, 2005).

Ainsi que le suggèrent Miles et Huberman (2003), nous avons défini une liste de codes avant d'entamer nos travaux sur le terrain. Le codage préétabli s'est basé sur les thèmes et sous-thèmes identifiés au niveau du cadre conceptuel relatif à la titrisation (chapitre I) et du cadre conceptuel relatif à la prise de décision (chapitre II). La liste des thèmes et sous-thèmes nous a permis d'établir nos guides d'entretiens.

La liste préliminaire des thèmes et sous-thèmes a fait l'objet d'un affinement à l'occasion de la transcription et de l'exploitation des premiers entretiens marquant à nouveau un mouvement de va-et-vient entre les données et les concepts.

La construction de notre dictionnaire des thèmes s'est appuyée sur une approche mixte combinant aussi bien des thèmes et sous-thèmes déjà fixés, issus de la revue du cadre conceptuel de notre recherche, que de nouveaux sous-thèmes identifiés lors de la mise en œuvre des entretiens.

Notre dictionnaire des thèmes dans sa version finalisée se présente comme suit :

Tableau 29 : Dictionnaire des thèmes

Thème (TH)	Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Sources	Données
1/ Caractéristiques générales de l'opération de titrisation	Caractéristiques de l'établissement initiateur	CAR_EI	Principales caractéristiques de l'établissement initiateur (secteur, taille, forme juridique,….)	Terrain	Documentation
	Caractéristiques du fonds de titrisation	CAR_FT	Principales caractéristiques du fonds (nature des actifs titrisés, mono/multi-cédants, fonds rechargeable,….)	Terrain	Documentation
	Caractéristiques contextuelles	CAR_CONTEX	Le contexte qui a prévalu au moment de la prise de décision (liquidité du marché, situation financière de l'émetteur…)	Terrain	Verbatim
	Problème à l'origine de la décision	CAR_PB_ORIG	Nature du problème (stimulus) à l'origine de la prise de décision de titrisation : niveau d'urgence, d'importance et de complexité.	Terrain	Verbatim
	Objectifs poursuivis	CAR_OBJ_PRS	Les objectifs poursuivis à travers la mise en place de l'opération de titrisation	Terrain	Verbatim

Thème (TH)	Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Sources	Données
2/ Déterminants et freins à la décision de titrisation	Déterminants/ Financement	DET_FIN	Facteurs considérés liés aux besoins de liquidité et de financement : diversification des sources de financement, saturation du financement classique…	Aqdim, Dionne et Harchaoui (2002) ; Calominis et Manson (2004) ; Cardone-Riportella et al (2010) Affinito et Tagliaferri (2010)	Verbatim
	Déterminants/transfert du risque	DET_TRSF_RISQ	Facteurs considérés liés à l'exposition aux risques : transfert des risques, réduction des pertes attendues liées aux actifs titrisés…	Minton, Opler et Stanton (1997) ; Calominis et Manson (2004) Cardone-Riportella et al (2010) Affinito et Tagliaferri (2010)	Verbatim
	Déterminant/autres motivations	DET_AUTR	Autres facteurs considérés : exigences réglementaires et capitaux propres, recherche de nouvelles opportunités de profit…	Uzun et Webb (2004) ; Cardone-Riportella et al (2010) Affinito et Tagliaferri (2010)	Verbatim
	Freins réglementaires	FR_REGL	Facteurs de nature réglementaire décourageant le recours à la titrisation : contraintes légales, risques fiscaux….	Terrain	Verbatim

	Freins liés au coût	FR_COUT	Facteurs liés au coût décourageant le recours à la titrisation : coût comparatif par rapport à d'autres sources de financement, importance des coûts fixes du processus de titrisation, ….	Terrain	Verbatim
	Autres freins	FR_AUTR	Autres facteurs décourageant le recours à la titrisation.	Terrain	Verbatim

Thème (TH)	Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Sources	Données
3/ Acteurs du processus de décision	Décideurs	ACTR_DEC	Fonction et nombre des décideurs finaux	Desreumaux (1993) ; Bronner (1993)	Verbatim
	Acteurs internes	ACTR_INT	Acteurs internes à l'organisation autres que les décideurs finaux	Terrain	Vebatim
	Implication des acteurs internes	ACTR_INT_IMP	La manière d'implication des acteurs internes	Terrain	Verbatim
	Influence des acteurs internes	ACTR_INT_INF	Les formes d'influences exercées par les acteurs internes sur le processus décisionnel	Terrain	Verbatim

	Acteurs externes	ACTR_EXT	Acteurs externes à l'organisation impliqués dans le processus décisionnel	Buchholz et Rosenthal (2005) ; Pasquero (2003) ; Andriof et Waddock (2002) ; Friedman et Miles (2002) ; Mitchell et al. (1997) ; Donaldson et Preston (1995) ; Roy et Damart (2002) ; Ashmos et al. (1998)	Verbatim
	Implication des Acteurs externes	ACTR_EXT_IMP	La manière d'implication des acteurs externes	Andriof et Waddock (2002) ; Friedman et Miles (2002) ; Mitchell et al. (1997) ; Donaldson et Preston (1995)	Verbatim
	Influence des acteurs externes	ACTR_EXT_INF	Les formes d'influences exercées par les acteurs externes sur le processus décisionnel	Mitchell et al. (1997)	Verbatim

Thème (TH)	Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Sources	Données
4/ Rationalités mises en œuvre	Objectifs et choix décisionnel	RAT_CH_DEC	Indicateurs servant aux choix décisionnels	Simon (1945) ; Romelaer et Lambert (2001) ; Grobler (2004) ; Morecroft (1983)	Verbatim
	Niveau de connaissance	RAT_NIV_CON	Niveau de connaissance dont font preuve les acteurs	Simon (1945) ; Romelaer et Lambert (2001) ; Grobler (2004) ; Morecroft (1983)	Verbatim
	Heuristiques décisionnelles	RAT_HEUR_DEC	Protocoles basés sur des cas décisionnels semblables/analogues	Krabuanrat et Phelps (1998) ; Gavetti et al. (2005)	Verbatim
	Procédures décisionnelles	RAT_PRO_DEC	Niveau de standardisation de la décision	Cohen et al. (1972); Pinfield (1986)	Verbatim
	Ressources humaines	RAT_RES_HUM	Manière de participation des acteurs au processus	Cohen et al. (1972); Pinfield (1986)	Verbatim
	Activités politiques	RAT_ACT_POL	Activités politiques exercées	March (1962) ; Cyert et March (1963)	Verbatim
	Facteurs contextuels	RAT_FAC_CONTEX	Niveau d'influence du contexte spécifique sur le processus décisionnel	Cohen et al. (1972); Pinfield (1986)	Verbatim

Thème (TH)	Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Sources	Données
5/ Etapes du processus décisionnel	Activités d'identification du problème à l'origine de la décision	ET_ID_PR	Activités d'identification d'écarts entre la situation actuelle et celle souhaitée.	Simon (1960) ; Glueck (1976)	Verbatim
	Activités de fixation des objectifs poursuivis	ET_FIX_OBJ	Activités de formulation des objectifs	Simon (1960) ; Glueck (1976)	Vebatim
	Activités de génération des alternatives	ET_GEN_ALT	Activités de recueil des informations et de génération des alternatives à même de résoudre le problème identifié	Dewey (1910) ; Simon (1960) ; Glueck (1976)	Verbatim
	Activités de choix de la solution	ET_CH_SOL	Activités d'évaluation des alternatives et sélection de la solution adéquate	Dewey (1910) ; Simon (1960) ; Glueck (1976)	Verbatim
	Activités d'approbation	ET_APRB	Activités d'obtention des approbations pour la mise en œuvre du recours à la titrisation (conseil d'administration, assemblée générale, comité de pilotage…)	Terrain	Verbatim
	Activités de mise en œuvre	ET_MIS_EUV	Activités d'exécution et de mise en place de la décision une fois les approbations requises obtenues	Brim et al. (1962) ; Glueck (1976) ; Mazzolini (1981)	Verbatim

	Séquence et ordonnancement des étapes	ET_SEQ_ORD	Agencement et ordre de réalisation des étapes (séquence linéaire, cycle, en parallèle, chevauchement…)	Simon (1960) ; Cohen et al. (1972) ; Witte (1972) ; Mintzberg et Westley (2001) ; McKenna et Martin-Smith (2005) ;	Verbatim

Thème (TH)	Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Sources	Données
6/ Démarche processuelle décisionnelle	Niveau de complétude	PR_COMPL	Niveau de complétude de l'analyse et des activités	Talaulicar et al. (2005) ; Fredrickson (1984) ; Papadakis et al. (1998)	Verbatim
	Logique processuelle	PR_LOG	Degré d'incrémentalisme de la démarche générale du processus (recours ou non à un processus graduel et par pallier avec fixation de sous-objectifs)	Desreumaux (1993) ; Pinfield (1986) ; Fredrickson et Mitchell (1984) ; Jones et Gross (1996) ; Elbanna (2006) ; Lindblom (1979)	Vebatim
	Gestion des risques	PR_RSQ	Nature et manière de prise en compte des risques au niveau de l'analyse	Jarrett (2000) ; Easton (1973) ; Archer (1964)	Verbatim
	Eléments d'analyse	PR_ELEM_ANA	Eléments faisant l'objet de l'analyse	Saaty (1984) ; Von Bertalanffy (1968)	Verbatim

	Disciplines managériales	PR_DIS_MANG	Domaines de management ou scientifiques interagissant au niveau de l'analyse	Meek et al. (2007) ; Senge et al. (2007) ; Beers et al. (2006)	Verbatim
	Techniques d'analyse	PR_TECH_ANA	Techniques d'analyse mobilisées / possibilité ou non de programmation de la décision	Desreumaux (1993) Radford (1997)	Verbatim

2.2. Codification des données

Nous rappelons que le processus de codage consiste à « découper le contenu d'un discours ou d'un texte en unités d'analyse (mots, phrases, thèmes,...) et à les intégrer dans des catégories ou codes sélectionnés en fonction de l'objet de la recherche » (Allard-Poesi et al., 2007).

L'analyse de contenu que nous avons menée à partir de la retranscription des entretiens nous a permis de classer les réponses de chaque interviewé selon les thèmes et sous-thèmes du dictionnaire. Ce faisant, nous nous sommes assurés de l'exhaustivité des réponses et de leur parfaite couverture de l'ensemble des thèmes identifiés.

La phase d'opérationnalisation du codage a consisté en l'identification de descripteurs permettant le passage du verbatim au concept représenté par chaque sous-thème. La liste des descripteurs retenus se présente comme suit :

Tableau 30 : Liste des descripteurs

Thème	Sous-thème	Descripteur
1/ Caractéristiques générales de l'opération de titrisation	Caractéristiques établissement initiateur	Principales caractéristiques de l'établissement initiateur : - Secteur d'activité, - Taille, - Forme juridique.
	Caractéristiques du fonds de titrisation	Principales caractéristiques du fonds : - nature des actifs titrisés, - éligibilité des actifs, - mono/multi-cédants, - rechargeabilité du fonds, - mécanismes de garantie.
	Caractéristiques contextuelles	Le contexte qui a prévalu au moment de la prise de décision (liquidité du marché, situation financière de l'émetteur…)
	Problème à l'origine de la décision	Nature du problème (stimulus) à l'origine de la prise de décision de titrisation
	Objectifs poursuivis	Les objectifs poursuivis à travers la mise en place de l'opération de titrisation

Thème	Sous-thème	Descripteur
2/ Déterminants et freins à la décision de titrisation	Déterminants/ Financement	- Situation financière globale de l'initiateur ; - Niveau d'endettement de l'initiateur ; - Possibilité de se financer via le marché bancaire ; - Différentes sources de financement utilisée et niveau de diversification.
	Déterminants/transfert du risque	- Exposition à des risques transférables
	Déterminant/autres motivations	- Autres facteurs motivant le recours à la titrisation (capital réglementaire, opportunités de profit…)
	Freins réglementaires	- Insuffisances des cadres réglementaires (juridique, fiscal, comptable…)
	Freins liés au coût	- Positionnement du coût de la titrisation par rapport aux autres sources de financement - Importance des coûts fixes liés aux opérations de titrisation
	Autres freins	- Autres facteurs limitant le recours à la titrisation

Thème	Sous-thème	Descripteur
3/ Acteurs du processus de décision	Décideurs	- Nombre des décideurs finaux - Identité des décideurs finaux
	Acteurs internes	- Nombre des acteurs internes - Identité des acteurs internes
	Implication des acteurs internes	- Nature et forme de l'implication - Fréquence de recours à l'implication - Périodes d'implication
	Influence des acteurs internes	- Type d'influence
	Acteurs externes	- Nombre des acteurs externes - Identité des acteurs externes

	Implication des acteurs externes	- Nature et forme de l'implication - Fréquence de recours à l'implication - Périodes d'implication
	Influence des acteurs externes	- Type d'influences

Thème	Sous-thème	Descripteur
4/ Rationalités mises en œuvre	Objectifs et choix décisionnels	Utilisation d'indicateurs de « satisfaction » Vs. indicateurs de « maximisation/optimisation »
	Niveau de connaissances	- Niveau de connaissance du sujet dont font preuve les acteurs - Degré de connaissance des alternatives décisionnelles - Degré de connaissance des conséquences des décisions
	Heuristiques décisionnelles	Recours aux heuristiques et cas semblables
	Procédures décisionnelles	- Recours à des procédures standards - Volets personnalisés du processus décisionnel
	Ressources humaines	- Niveau et manière de participation des acteurs
	Activités politiques	- Degré de convergence des intérêts des acteurs - Existence d'acteurs puissants ou influents - Recours aux activités diplomatiques (coalitions, négociations, sabotages….)
	Facteurs contextuels	Niveau d'influence du contexte spécifique sur le processus décisionnel (dépendance du cas décisionnel) - Existence de facteurs contextuels particuliers (importance des enjeux, pression du facteur temps,…) - Stabilité ou changement constaté au niveau des acteurs décisionnels

Thème	Sous-thème	Descripteur
5/ Etapes du processus décisionnel	Activités d'identification du problème à l'origine de la décision	- Manières d'identification du problème - Liste des acteurs pouvant initier le processus
	Activités de fixation des objectifs poursuivis	- Objectifs curatifs ou objectifs préétablis et clairement définis
	Activités de génération des alternatives	- Techniques de génération des alternatives - Acteurs impliqués dans la génération des alternatives
	Activités de choix de la solution	- Critères d'évaluation des alternatives - Choix de la solution
	Activités d'approbation	- Niveaux intermédiaires d'approbation (jalons) - Acteurs ou instances habilités à approuver - Mode de prise de décision d'approbation (majorité, unanimité,…)
	Activités de mise en œuvre	- Activités d'exécution de la solution optimale
	Séquence et ordonnancement des étapes	- Agencement et ordre de réalisation des étapes (séquence linéaire, cycle, en parallèle, chevauchement…)

Thème	Sous-thème	Descripteur
6/ Démarche processuelle décisionnelle	Niveau de complétude	- l'unicité ou la multiplicité des options considérées - l'évaluation en profondeur ou non de toutes les options considérées - le recours ou non à de multiples critères pour évaluer les options
	Logique processuelle	- la nécessité ou non de découper et/ou procéder par paliers - l'importance des sous-étapes et sous-objectifs
	Gestion des risques	- Nombre de risques pris en compte - Liste des types de risques pris en compte
	Eléments d'analyse	- Liste et nombre des éléments d'analyse pris en compte - Analyse isolée ou pas

	Disciplines managériales	- Nombre et liste des disciplines intégrées dans l'analyse - Analyse isolée ou interdisciplinaire
	Techniques d'analyse	- Utilisation ou non de techniques d'analyse - Nombre et techniques d'analyse utilisées

A titre d'exemple, le sous-thème « Niveau de complétude » renvoie au degré d'exhaustivité du processus décisionnel aussi bien dans l'identification et la sélection des objectifs que dans la génération et l'évaluation des alternatives. Pour que le processus soit qualifié de complet, il faudrait que tous les facteurs soient considérés sans omission. Ainsi, ce sous-thème est mesuré par la combinaison des trois descripteurs suivants :

- l'unicité ou la multiplicité des options considérées ;
- l'évaluation en profondeur ou non de toutes les options considérées ;
- le recours ou non à de multiples critères pour évaluer les options.

A la fin de chaque entretien et après retranscription, nous procédons au codage selon une démarche d'analyse de contenu thématique. Nous obtenons ainsi un memo du répondant qui retrace pour chaque individu les verbatim et les descripteurs correspondants à chaque sous-thème :

Sous-thème (STH)	Code STH	Libellé	Réponse
3/ Acteurs du processus de décision			
Décideurs	ACTR_DEC	Fonction et nombre des décideurs finaux	Pour notre cas de figure, le décideur final en matière de recours à la titrisation est le Conseil d'Administration de la banque. En effet, la problématique du financement se pose à l'occasion de la préparation du budget pluriannuel de financement et c'est le Conseil qui a le pouvoir effectif et légal pour arrêter les sources et le budget de financement de la banque. Le nombre des participants actifs aux réunions du Conseil d'Administration varie entre 7 et 10, incluant aussi bien les administrateurs que d'autres personnes invitées à participer aux réunions.
			Extrait de Verbatim : *« Le management en interne propose différents scénarii en terme de refinancement et par la suite c'est à l'organe de gouvernance, à savoir le conseil d'administration, de valider quel type de refinancement à choisir.* *Par ailleurs, le conseil d'administration est l'organe légal qui a la main pour valider un budget de financement ».*

Dans l’objectif d’augmenter la validité de notre recherche, nous avons procédé à un codage multiple à même de nous garantir que l’opération de codage pouvait être répétée et aboutir au même résultat :

- le double codage interne : nous avons procédé au recodage de 3 entretiens après l’écoulement d’un délai de 3 mois à partir de leur codage initial. L’objectif du double codage interne étant de vérifier la stabilité de la procédure de codage lorsque cette opération est répétée par la même personne ;
- le double codage externe : nous avons demandé à un doctorant d’une école doctorale universitaire de procéder au recodage de 3 entretiens. L’objectif du double codage externe est de s’assurer que le codage effectué par une personne différente aboutirait au même résultat.

De cette manière, nous nous sommes assurés de la fiabilité intra et inter-codeurs.

Synthèse du quatrième chapitre :

Le présent chapitre a présenté notre méthode de collecte et d'analyse des données.

La première section fut dédiée à la présentation de la méthode de collecte des données. Compte tenu de notre volonté de comprendre en profondeur le processus décisionnel associé à la titrisation, nous avons retenu une approche qualitative basée sur la méthode des études de cas impliquant la réalisation d'entretiens en profondeur auprès des acteurs associés à la décision de titrisation.

Le choix de l'échantillon des organisations au sein desquelles s'est opérée la collecte des données a eu un impact déterminant en termes de validité externe et de validité interne de la recherche.

Notre échantillon a couvert l'ensemble des opérations de titrisation réalisées au Maroc depuis l'adoption de la loi n°10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires promulguée par le dahir n°1-99-193 du 13 joumada I 1420 (25 août 1999), soit au total huit opérations de titrisation.

Le fait d'examiner en profondeur huit études de cas relatives à des opérations de titrisation distinctes nous a permis de mettre en évidence les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation. Néanmoins, certaines caractéristiques, telles que les freins à la décision de titrisation, n'auraient pas pu être investiguées en limitant notre échantillon aux entités ayant eu recours à la titrisation. Pour cette raison, nous avons jugé judicieux de rajouter à notre échantillon deux entités éligibles mais n'ayant opéré aucune opération de titrisation.

Afin d'augmenter la validité des résultats de notre recherche, nous avons opté pour la réalisation d'une triangulation des informations recueillies à travers l'enrichissement de notre échantillon par le rajout de :

- l'entité chargée de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation au Maroc ;

- d'auditeurs prenant en charge le contrôle des comptes d'entités déjà engagées dans des opérations de titrisation.

En définitive, notre échantillon fut constitué des entités suivantes :

Entité	Qualité des interviewés	Objectif principal recherché via les entretiens	Objectif secondaire recherché via les entretiens
FPCT 1 à 8	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission des fonds de titrisation FPCT1 à FPCT 8	- Comprendre comment se forme et se prend la décision de titrisation - Identifier les caractéristiques du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation	
ECT 1	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation	Identifier les freins à l'origine du non recours à la titrisation	
ECT 2	Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation	Identifier les freins à l'origine du non recours à la titrisation	
AMT	Responsable de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation	Triangulation des informations collectées auprès des autres interviewés	- Accéder à une synthèse de toute l'expérience marocaine en matière de titrisation. - Obtention d'informations complémentaires sur les opérations de titrisation non couvertes par notre échantillon et des opérations de titrisation qui n'ont pas abouties
Auditeurs	Auditeurs d'établissements initiateurs de fonds de titrisation	- Identification des risques associés à la titrisation - Recueil de propositions la fiabilisation de la titrisation	

Le recueil des données de notre étude de cas est basé sur :

- Une recherche documentaire ;
- La réalisation d'entretiens semi-directifs, de manière approfondie, durant lesquels l'interviewé explique dans le détail le processus décisionnel qu'il a suivi pour décider du recours à la titrisation.

Nos entretiens semi-directs reposent sur une série de questions ouvertes correspondant aux thèmes identifiés lors de la revue de la littérature. L'objectif n'est pas d'avoir des réponses courtes à des questions fermées. Les questions doivent inciter les acteurs à développer leurs réponses et décrire en détail le processus décisionnel.

Le déroulement des entretiens a respecté les étapes suivantes :

- Le développement du guide d'entretien ;
- L'introduction de l'entretien : rappel des motifs et objet de la recherche ;
- La conduite de l'entretien ;
- La clôture de l'entretien ;
- La retranscription de l'entretien.

La deuxième section de ce chapitre, quant à elle, fut consacrée à la présentation de la méthode d'analyse des données.

La méthode retenue pour le traitement des données collectées fut l'*analyse de contenu thématique* en se basant d'une part, sur un dictionnaire des thèmes et d'autre part, sur une codification des données réalisée au moyen du logiciel NVivo.

Lors des entretiens semi-directifs avec les acteurs du processus, les informations ont été recueillies sous forme d'observations et de données contenues dans les discours. Ces données sont composées de récits d'événements, de descriptifs de processus décisionnels, de comportements et de pratiques managériales.

Les données recueillies ont été transformées en informations qualitatives par repérages thématiques. Les codes utilisés sont ceux issus des thèmes et sous-

thèmes identifiés au niveau de la revue de la littérature (cadre conceptuel relatif à la titrisation et cadre conceptuel relatif à la prise de décision).

La construction de notre dictionnaire des thèmes s'est forgée sur une approche mixte combinant aussi bien des thèmes et sous-thèmes préétablis, issus de la revue du cadre conceptuel de notre recherche, que de nouveaux sous-thèmes identifiés lors de la mise en œuvre des entretiens.

Enfin, la phase d'opérationnalisation du codage a consisté en l'identification de descripteurs permettant le passage du verbatim au concept représenté par chaque sous-thème.

CHAPITRE V : LES CARACTERISTIQUES DU PROCESSUS DE DECISION DE TITRISATION

Le présent chapitre se propose de présenter les résultats relatifs aux caractéristiques du processus de décision.

Après la présentation des caractéristiques des cas étudiés, nous procèderons à l'étude approfondie des thèmes et sous-thèmes associés au processus décisionnel tels qu'identifiés à l'issue de la revue de la littérature et enrichis par les va-et-vient entre les concepts et les données recueillies lors des entretiens.

Tout d'abord, nous commençons par rappeler succinctement la méthode d'analyse que nous avons retenue pour le traitement des données collectées ayant permis l'étude des caractéristiques du processus décisionnel relatif à la titrisation.

La méthode d'analyse retenue est celle de « *l'analyse de contenu thématique* ». Sa mise en œuvre s'est faite à travers :

- l'établissement d'un dictionnaire des thèmes ;
- la codification des données au moyen du logiciel NVivo.

Lors des entretiens semi-directifs avec les acteurs du processus de décision, les informations ont été recueillies sous forme d'observations et de données contenues dans les discours, puis le codage nous a permis de les regrouper par thèmes.

Les données recueillies ont été ainsi transformées en informations qualitatives par repérages thématiques. Les codes (ou catégories) utilisés sont ceux issus de la revue de la littérature, affinés grâce aux échanges permanents entre les concepts et le terrain. La liste des thèmes et sous-thèmes nous a permis d'établir nos guides d'entretiens.

Notre dictionnaire des thèmes dans sa version finalisée a été présenté au niveau de la section 2.1. du chapitre IV.

L’analyse de contenu que nous avons menée à partir de la retranscription des entretiens nous a permis de classer les réponses de chaque interviewé selon les thèmes et sous-thèmes du dictionnaire. Ce faisant, nous nous sommes assurés de l’exhaustivité des réponses et de leur parfaite couverture de l’ensemble des thèmes identifiés.

La phase d’opérationnalisation du codage a consisté en l’identification de descripteurs permettant le passage du verbatim au concept représenté par chaque sous-thème. La liste des descripteurs retenus a été présentée au niveau de la section 2.2 du chapitre IV.

A la fin de chaque entretien et après retranscription, nous avons procédé au codage selon une démarche d’analyse de contenu thématique.

Le présent chapitre est articulé autour de quatre sections décrivant les caractéristiques du processus décisionnel, à savoir :

- La présentation des cas étudiés (section 1) ;
- Les déterminants et freins relatifs à la décision de titriser (section 2.) ;
- Les acteurs du processus décisionnel et les rationalités mises en œuvre (section 3) ;
- Les étapes du processus décisionnel et la démarche processuelle poursuivie (section 4).

Section 1. Présentation des études de cas

Afin de répondre à nos objectifs de recherche nous avons décidé d’étudier les processus décisionnels des huit opérations de titrisation réalisées au Maroc depuis l’entrée en vigueur de la loi relative à la titrisation jusqu’à ce jour.

Cette section va présenter successivement les caractéristiques de l’émetteur et son contexte décisionnel (i) puis les caractéristiques de l’opération de titrisation (ii).

Le recueil des informations relatives aux caractéristiques des émetteurs et des opérations de titrisation étudiées s'est appuyé essentiellement sur les sources suivantes :

- Notes d'informations présentées au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières en vue de l'approbation de l'émission des titres des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation ;
- Rapports d'activités et états financiers des établissements initiateurs ;
- Entretiens semi-directifs réalisés auprès des acteurs du processus décisionnel des établissements initiateurs.

La collecte documentaire à travers les notes d'informations, rapports d'activités et états financiers des initiateurs fut utile dans la mesure où elle nous a permis d'alléger les entretiens. En effet, le temps des entretiens a été alloué de façon optimale à la collecte des données qui ne peuvent l'être que par entretien direct.

Cette recherche documentaire a démontré à nos interviewés qu'ils ont affaire à un chercheur spécialiste maîtrisant les caractéristiques générales des cas retenus pour son étude.

L'axe n°1 de notre dictionnaire des thèmes, intitulé « Caractéristiques générales de l'opération de titrisation », a été conçu pour nous permettre la collecte des données relatives aux opérations de titrisation étudiées.

Le tableau 31 rappelle les sous-thèmes et les descripteurs des caractéristiques générales des opérations de titrisation :

Tableau 31 : Sous-thèmes et descripteurs relatifs aux caractéristiques générales de l'opération de titrisation

Thème	Sous-thème	Descripteur
1/ Caractéristiques générales de l'opération de titrisation	Caractéristiques de l'établissement initiateur	Principales caractéristiques de l'établissement initiateur : - Secteur d'activité, - Taille, - Forme juridique.

	Caractéristiques du fonds de titrisation	Principales caractéristiques du fonds : - nature des actifs titrisés, - éligibilité des actifs, - mono/multi-cédants, - rechargeabilité du fonds, - mécanismes de garantie.
	Caractéristiques contextuelles	Le contexte qui a prévalu au moment de la prise de décision (liquidité du marché, situation financière de l'émetteur…)
	Problème à l'origine de la décision	Nature du problème (stimulus) à l'origine de la prise de décision de titrisation
	Objectifs poursuivis	Les objectifs poursuivis à travers la mise en place de l'opération de titrisation

Les caractéristiques des cas étudiés seront présentées en deux axes :

- Caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel ;
- Caractéristiques de l'opération de titrisation.

1.1. Caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel

Les caractéristiques étudiées se présentent comme suit :

Secteur d'activité

A partir du mois de février 2013, date d'entrée en vigueur de la loi n°119-12, toute société commerciale, quel que soit son secteur d'activité, peut réaliser une opération de titrisation. Rappelons que :

- sous la loi n°10-98, période allant d'août 1999 à octobre 2008, les seules entités éligibles à titriser furent les établissements de crédits ;
- sous la loi n°33-06, période allant de novembre 2008 à janvier 2013, les seules entités éligibles à titriser furent :
  - les établissements de crédits ;
  - les établissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques ;
  - les sociétés délégataires de services publics ;

- les compagnies d'assurances ;
- Les personnes morales détentrices de créances hypothécaires.

Taille

La revue de la littérature laisse présumer que la titrisation est un moyen de financement réservé aux grandes entreprises.

Nous avons retenu le critère du chiffre d'affaires pour mesurer la taille des entreprises ayant réalisé des opérations de titrisation.

Les tranches de chiffre d'affaires retenues sont les suivantes :

- De 0 DH à 3.000.000 DH : Très Petite Entreprise (TPE) ;
- De 3.000.000 DH à 30.000.000 DH : Petite Entreprise (PE) ;
- De 30.000.000 DH à 175.000.000 DH : Moyenne Entreprise (ME) ;
- De 175.000.000 DH à 1.000.000.000 DH : Grande Entreprise (GE) ;
- Plus de 1.000.000.000 DH : Très Grande Entreprise (TGE).

Pour le cas des banques, soumises à un plan comptable sectoriel spécifique, le chiffre d'affaires est remplacé par le total des produits bancaires.

Forme juridique

La forme juridique de l'émetteur conditionne la nature des instances de gouvernance habilitées à prendre les décisions importantes telles que la titrisation.

Selon la forme juridique, diverses instances peuvent être impliquées au niveau du processus décisionnel : conseil d'administration, directoire, conseil de surveillance, comité technique, gérance,…etc.

Situation financière de l'émetteur

La situation financière de l'émetteur est susceptible d'avoir une influence significative sur le processus décisionnel. En effet, un émetteur en situation financière délicate ou critique sera soumis à des contraintes et pressions qui vont influencer la rationalité mise en œuvre ainsi que les autres caractéristiques du processus décisionnel.

Afin d'apprécier la situation financière de l'émetteur, nous avons retenu les trois situations suivantes :

- Situation financière « critique » : situation en dégradation extrême qualifiant l'émetteur de « sujet non solvable », rendant ainsi impossible tout financement sur le marché par les moyens classiques ;
- Situation financière « compromise » : situation traduisant une rentabilité négative ou insuffisante avec un niveau d'endettement élevé. L'émetteur est en situation de saturation de sa capacité d'endettement ;
- Situation financière « saine » : situation financière équilibrée avec un niveau de rentabilité moyen à élevé, et un niveau d'endettement raisonnable.

Situation de liquidité du marché

Un marché en abondance de liquidités est de nature à faciliter le placement des parts de titrisation auprès des investisseurs. Inversement, un marché en manque de liquidités va rendre plus difficile le placement des parts de titrisation, à moins d'offrir aux investisseurs une rémunération plus intéressante.

Pour les besoins de notre recherche, nous situerons le marché dans l'un des trois états suivants : marché en abondance de liquidités, marché à liquidité normale, marché en manque de liquidités.

Problème à l'origine de la prise de décision

Il s'agit d'expliciter la raison qui a poussé l'établissement initiateur à recourir à la titrisation.

Nous présenterons les caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel en procédant à un regroupement des opérations de titrisation par nature de l'actif sous-jacent :

- Titrisation portant sur des créances hypothécaires ;
- Titrisation portant sur des créances commerciales ;
- Titrisation portant sur des actifs immobiliers.

1.1.1. Titrisation portant sur les créances hypothécaires

Sur les huit opérations de titrisation réalisées au Maroc, cinq d'entre elles ont porté sur des créances hypothécaires. Les cinq opérations ont toutes été réalisées par des banques. Il est à signaler que les opérations de titrisation notées « FPCT1 », « FPCT2 », « FPCT3 » et « FPCT7 » ont le même établissement initiateur. L'opération notée « FPCT4 » est une opération initiée conjointement entre 11 banques.

La loi n°10-98, du 25 août 1999, relative à la titrisation des créances hypothécaires fut la première loi à définir et encadrer les opérations de titrisation. Cette loi a limité le champ des actifs éligibles à la titrisation aux seules créances hypothécaires.

Pour des considérations historiques, il est tout à fait normal que les opérations de titrisation portant sur des créances hypothécaires soient les plus nombreuses. Compte tenu de la qualité de l'actif sous-jacent et des garanties qui y sont adossées, les opérations de titrisation de créances hypothécaires comptent parmi les opérations à faible risque.

Les caractéristiques des émetteurs et du contexte décisionnel sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 32 : Caractéristiques des émetteurs et du contexte décisionnel des opérations de titrisation portant sur des créances hypothécaires

	FPCT 1	FPCT 2	FPCT 3
Secteur d'activité de l'établissement initiateur	Secteur bancaire	Secteur bancaire	Secteur bancaire
Taille de l'établissement initiateur	Très grande entreprise : total des produits bancaires dépasse 1 milliard de dirhams	Très grande entreprise : total des produits bancaires dépasse 1 milliard de dirhams	Très grande entreprise : total des produits bancaires dépasse 1 milliard de dirhams

Forme juridique de l'établissement initiateur	Société anonyme	Société anonyme	Société anonyme
Situation financière de l'établissement initiateur	Situation financière « critique » : banque proche de la faillite	Situation financière « compromise » : banque ayant saturé sa capacité d'endettement	Situation financière « saine »
Situation de liquidité du marché	Surliquidité	Surliquidité	Surliquidité
Problème à l'origine de la prise de décision	Les importantes difficultés financière que connait l'établissement émetteur et son besoin en liquidité	Besoin en liquidités pour assurer le financement des activités de la banque	Problématique ALM (gestion actif-passif) due au mismatch entre les maturités des actifs et des passifs (i) et besoin de gestion des ratios prudentiels réglementaires (ratio de solvabilité et ratio de liquidité) (ii)

	FPCT 4	FPCT 7
Secteur d'activité de l'établissement initiateur	Les 11 établissements initiateurs appartiennent au secteur bancaire	Secteur bancaire
Taille de l'établissement initiateur	Très grandes entreprises : total des produits bancaires consolidés dépasse 1 milliard de dirhams	Très grande entreprise : total des produits bancaires dépasse 1 milliard de dirhams
Forme juridique de l'établissement initiateur	1 établissement initiateur est une société anonyme et les 10 autres sont des coopératives à capital variable	Société anonyme
Situation financière de l'établissement initiateur	Situation financière « saine »	Situation financière « saine »
Situation de liquidité du marché	Manque de liquidité	Manque de liquidité
Problème à l'origine de la prise de décision	Besoin de diversification des sources de financement	Besoin de diversification des sources de financement

1.1.2. Titrisation portant sur les créances commerciales

Sur les huit opérations de titrisation réalisées au Maroc, une seule a porté sur les créances commerciales (actuelles et futures). Cette opération est initiée par un établissement public.

L'entrée en vigueur, en novembre 2008, de la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances a élargi le champ des actifs titrisables des seules créances hypothécaires à toutes les créances nées et futures.

L'établissement initiateur a identifié une liste comportant ses principaux clients avec lesquels il réalise un chiffre d'affaires régulier et récurrent. L'établissement initiateur a ainsi cédé au FPCT l'ensemble des créances envers lesdits clients. En réalité, l'établissement initiateur a cédé, aussi bien les créances existantes à la date de la réalisation de l'opération que celles à naître au titre des ventes des cinq mois suivants la date de l'opération.

Les caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 33 : Caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel de l'opération de titrisation portant sur les créances commerciales

	FPCT 5
Secteur d'activité de l'établissement initiateur	Production et distribution de l'eau, de l'électricité et de l'assainissement liquide.
Taille de l'établissement initiateur	Très grande entreprise : total du chiffre d'affaires dépasse 1 milliard de dirhams
Forme juridique de l'établissement initiateur	Etablissement public à caractère industriel et commercial.

Situation financière de l'établissement initiateur	Situation financière « compromise » : établissement structurellement déficitaire ayant saturé sa capacité d'endettement.
Situation de liquidité du marché	Manque de liquidité
Problème à l'origine de la prise de décision	Besoin de financement important suite à l'épuisement de la capacité d'endettement par le recours aux autres modes de financement.

1.1.3. Titrisation portant sur les actifs immobiliers

Sur les huit opérations de titrisation réalisées au Maroc, deux d'entre elles ont porté sur des actifs immobiliers. Une opération est réalisée par une banque et l'autre par une société de distribution en grandes surfaces commerciales (supermarchés et hypermarchés).

L'entrée en vigueur, en février 2013, de la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs a élargi le champ des actifs titrisables des seules créances (nées et futures) à toutes les catégories d'actifs, y compris les actifs immobiliers et fonciers.

Les établissements initiateurs ont cédé, de manière provisoire, une partie de leur patrimoine immobilier en exploitation (agences bancaires, supermarchés,…etc.) aux Fonds de Placements Collectifs en Titrisation. Les biens ainsi cédés seront loués par les FPCT aux établissements initiateurs en contrepartie du paiement d'un loyer. Les loyers, encaissés par les FPCT, seront utilisés pour le paiement des intérêts à servir aux investisseurs, porteurs des obligations émises par les fonds de titrisation.

Les caractéristiques des émetteurs et du contexte décisionnel sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 34 : Caractéristiques des émetteurs et du contexte décisionnel des opérations de titrisation portant sur les actifs immobiliers

	FPCT 6	FPCT 8
Secteur d'activité de l'établissement initiateur	Secteur bancaire.	Secteur de la grande distribution : gestion de surfaces commerciales (supermarchés et hypermarchés)
Taille de l'établissement initiateur	Très grande entreprise : total du chiffre d'affaires dépasse 1 milliard de dirhams	Très grande entreprise : total du chiffre d'affaires dépasse 1 milliard de dirhams
Forme juridique de l'établissement initiateur	Société anonyme	Société anonyme
Situation financière de l'établissement initiateur	Situation financière « saine »	Situation financière « saine »
Situation de liquidité du marché	Manque de liquidité	Manque de liquidité
Problème à l'origine de la prise de décision	Besoin de diversification des sources de financement.	Besoin de diversification des sources de financement.

1.2. Caractéristiques de l'opération de titrisation

Les caractéristiques des opérations de titrisation étudiées se présentent comme suit :

Cadre et objectif de l'opération

Cette caractéristique met en évidence l'objectif recherché à travers la mise en place de l'opération de titrisation.

Montant de l'opération

Il s'agit du montant levé à travers l'opération de financement. Ce montant correspondant au montant des parts ou obligations de titrisation émises par le FPCT.

Nature des actifs titrisés

Il s'agit de la nature de l'actif sous-jacent de l'opération de titrisation : créances hypothécaires, créances commerciales, actifs incorporels, actifs corporels meubles, actifs corporels immeubles, …etc.

Critères d'éligibilité des actifs

Il s'agit des critères fixés conjointement entre l'arrangeur et l'établissement initiateur pour identifier le pool d'actifs à titriser. La qualité des actifs, et par conséquent la rémunération exigée par les investisseurs sont intimement liées aux critères d'éligibilité retenus.

Nombre des cédants

La loi n°33-06 relative à la titrisation des créances, entrée en vigueur en novembre 2008, a permis la constitution des fonds de titrisation l'initiative conjointe de plusieurs établissements cédants. Dans ce cas, nous parlerons d'une opération de titrisation multi-cédants.

Rechargeabilité du fonds

La loi n°33-06 relative à la titrisation des créances, entrée en vigueur en novembre 2008, a visé la simplification des formalités de mise en place des FPCT en offrant la possibilité de rechargement du fonds au lieu de créer un nouveau FPCT pour chaque nouvelle opération.

Titres émis par le fonds

Afin de financer l'acquisition des actifs titrisés, le FPCT émet des titres qu'il place auprès des investisseurs. La mise en œuvre de la technique de subordination (ou tranching) donne lieu à l'émission de trois natures de titres :

- Les parts (ou obligations) prioritaires (dites également ordinaires) ;

- Les parts (ou obligations) subordonnées ;
- La ou les parts résiduelles (Equity).

Recouvreur

Le remboursement des investisseurs (principal et intérêts) se fait au moyen du cash flow généré par les actifs titrisés. Le règlement de gestion nomme l'entité qui sera chargée du recouvrement du cash flow. Dans la majorité des cas, et pour des raisons de commodité, l'établissement initiateur est nommé « recouvreur ». La mission de recouvrement fait l'objet d'une rémunération mise à la charge du FPCT.

Mécanismes de garantie et de couverture

Au moment de la structuration de l'opération de titrisation, il est prévu la mise en place d'un certain nombre de mécanismes permettant de couvrir le fonds contre les risques de défaillances des débiteurs. Les risques résultant des actifs cédés peuvent être couverts par différents moyens : surdimensionnement, différentiel des taux d'intérêt, constitution de fonds de réserves, avances techniques, sûretés réelles, cautionnement, …etc.

1.2.1. Titrisation portant sur les créances hypothécaires

Les caractéristiques des cinq opérations de titrisation portant sur des créances hypothécaires se présentent comme suit :

Tableau 35 : Caractéristiques des opérations de titrisation portant sur des créances hypothécaires

	FPCT 1	FPCT 2	FPCT 3
Cadre et objectif de l'opération	Levée de fonds pour le sauvetage de la banque en situation financière critique	Financement de l'activité de la banque en situation difficile mais en cours de rétablissement	- Diversification des sources de financement - Amélioration des ratios prudentiels réglementaires - Réduction des gaps entre les maturités des actifs et des passifs (ALM)

Montant de l'opération	500 millions de dirhams	1 milliard de dirhams	1,5 milliard de dirhams
Nature des actifs titrisés	Créances Résidentielles Hypothécaires (RMBS)	Créances Résidentielles Hypothécaires (RMBS)	Créances Résidentielles Hypothécaires (RMBS)
Nombre des cédants	Mono-cédant	Mono-cédant	Mono-cédant
Rechargeabilité du fonds	Fonds non rechargeable	Fonds non rechargeable	Fonds non rechargeable
Recouvreur	L'établissement initiateur assure le recouvrement	L'établissement initiateur assure le recouvrement	L'établissement initiateur assure le recouvrement
Titres émis par le fonds	- 3.650 parts prioritaires «P1» - 1.080 parts prioritaires «P2» - 250 parts subordonnées «S» - 1 part résiduelle «R»	- 5.620 parts prioritaires «P1» - 3.870 parts prioritaires «P2» - 500 parts subordonnées «S» - 1 part résiduelle «R»	- 12.750 obligations prioritaires «A1» - 1.500 obligations prioritaires «A2» - 740 obligations subordonnées «B» - 1 part résiduelle «R»

	FPCT 1	**FPCT 2**	**FPCT 3**
Critères d'éligibilité des actifs	- Crédits consentis à des fonctionnaires de l'Etat ; - Crédits logements ; - Crédits garantis par une hypothèque de premier rang ; - Crédits portant intérêt à taux fixe ; - Crédits bénéficiant d'une assurance décès-invalidité et n'ayant fait l'objet d'aucun incident de paiement non régularisé ; - Prélèvement à la source des échéances du crédit sur les salaires des débiteurs.	Mêmes conditions que FPCT1 sauf : - Le client est une personne physique qui n'est pas forcément un fonctionnaire de l'état ; - Le crédit doit avoir un taux statutaire de 8% et plus ; - Le remboursement des échéances ne se fait pas nécessairement par retenue à la source sur les salaires.	Mêmes conditions que FPCT2 sauf que le crédit doit avoir un taux d'intérêt nominal de 3,57% ou plus.

Mécanismes de garantie et de couverture	- Les suretés afférentes aux créances (hypothèque de premier rang, assurances décès, cautions,…etc.) ; - La constitution du fonds de réserve ; - La subordination ; - La part résiduelle ; - La garantie externe (assurance) au profit des porteurs des parts subordonnées ; - les avances techniques données par l'initiateur.	Mêmes garanties que FPCT 1, sauf que la garantie externe au profit des porteurs des parts subordonnées n'est pas prévue.	Mêmes garanties que FPCT 2.

	FPCT 4	**FPCT 7**
Cadre et objectif de l'opération	Diversification des sources de financement	- Diversification des sources de financement - Amélioration des indicateurs de liquidité et de taux - Réduction des gaps entre les maturités des actifs et des passifs (ALM)
Montant de l'opération	1 milliard de dirhams	1,2 milliard de dirhams
Nature des actifs titrisés	Créances Résidentielles Hypothécaires (RMBS)	Créances Résidentielles Hypothécaires (RMBS)
Nombre des cédants	Multi-cédants : 11 banques	Mono-cédant
Rechargeabilité du fonds	Fonds rechargeable	Fonds non rechargeable
Recouvreur	L'établissement initiateur assure le recouvrement	L'établissement initiateur assure le recouvrement
Titres émis par le fonds	- 5.000 obligations prioritaires «A» - 4.150 obligations prioritaires «B» - 500 obligations subordonnées «S» - 11 parts résiduelles «R»	- 9.600 obligations - 2 parts résiduelles «R»

	FPCT 4	FPCT 7
Critères d'éligibilité des actifs	- Crédits consentis à des personnes physiques ; - Crédits logements ; - Crédits garantis par une hypothèque de premier rang ; - Crédits portant intérêt à taux fixe de 5% ou plus ; - Crédits bénéficiant d'une assurance décès-invalidité et n'ayant fait l'objet d'aucun incident de paiement.	- Crédits consentis à des personnes physiques ; - Crédits logements ; - Crédits garantis par une hypothèque de premier rang ; - Crédits portant intérêt à taux fixe de 5,5% ou plus ; - Crédits bénéficiant d'une assurance décès-invalidité et n'ayant fait l'objet d'aucun incident de paiement.
Mécanismes de garantie et de couverture	- Les sûretés afférentes aux créances (hypothèque de premier rang, assurances décès, cautions,…etc.) ; - La constitution du fonds de réserve ; - La subordination ; - Les parts résiduelles ; - les avances de liquidité ; - Le différentiel de taux (intérêts dus par les débiteurs et intérêts à servir aux porteurs des obligations)	- Les sûretés afférentes aux créances (hypothèque de premier rang, assurances décès, cautions,…etc.) ; - La constitution du fonds de réserve ; - Les parts résiduelles ; - Le différentiel de taux (intérêts dus par les débiteurs et intérêts à servir aux porteurs des obligations)

1.2.2. Titrisation portant sur les créances commerciales

Les caractéristiques de l'opération de titrisation portant sur les créances commerciales (nées et futures) présentent comme suit :

Tableau 36 : Caractéristiques de l'opération de titrisation portant sur les créances commerciales

	FPCT 5
Cadre et objectif de l'opération	Les objectifs de l'opération de titrisation sont : - Le financement du cycle d'exploitation - L'optimisation du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) L'établissement initiateur a saturé sa capacité d'endettement par le recours aux autres moyens de financement. Il ne peut plus se financer par le passif (endettement).

	Le fonds « FPCT 5 » porte sur un programme de financement de 10 milliards de dirhams à réaliser par tranches. Le montant de la première s'élève à 1 milliard de dirhams.
Montant de l'opération	1 milliard de dirhams
Nature des actifs titrisés	Créances commerciales (nées et futures) (ABCP)
Nombre des cédants	Mono-cédant
Rechargeabilité du fonds	Fonds rechargeable
Recouvreur	L'établissement initiateur assure le recouvrement
Titres émis par le fonds	- 10.000 obligations - 2 parts résiduelles «R»

	FPCT 5
Critères d'éligibilité des actifs	*Critères d'éligibilité des créances :* - Créance à laquelle est adossé un contrat en cours avec le client. Le contrat n'est ni expiré, ni résilié ; - Au moment de sa naissance, la créance est représentative d'une prestation effectivement réalisée par l'établissement initiateur pour son client ; - Au moment de sa naissance, la créance est appuyée par une facture libellée en dirhams ; - La créance est détenue envers un débiteur qui remplit les critères d'éligibilité des débiteurs ; - Créance librement cessible ; - Les délais de paiements convenus avec le client ne dépassent pas 90 jours ; - La créance n'est ni douteuse, ni litigieuse ; *Critères d'éligibilité des débiteurs (clients du cédant dont les créances sont titrisées) :* - Débiteur connu et résident fiscal marocain ; - Client appartenant à la catégorie dite « Grands Comptes » au vu de la stratification commerciale interne retenue par l'établissement initiateur ; - Client non comptabilisé en tant que client douteux ou litigieux ; - Client ne se trouvant pas dans une situation de cessation d'activité, dissolution, faillite ou faisant l'objet d'une procédure collective ; - Client lié à l'établissement initiateur par un contrat en cours de validité.

Mécanismes de garantie et de couverture	- Le surdimensionnement : ratio de surdimensionnement de 1,5 ; - La ligne de liquidité ; - Domiciliation des encaissements afférents aux créances titrisées sur le compte de recouvrement.

1.2.3. Titrisation portant sur les actifs immobiliers

Les caractéristiques des deux opérations de titrisation portant sur les actifs immobiliers se présentent comme suit :

Tableau 37 : Caractéristiques des opérations de titrisation portant sur les actifs immobiliers

	FPCT 4	FPCT 7
Cadre et objectif de l'opération	Diversification des sources de financement	Diversification des sources de financement
Montant de l'opération	534 millions de dirhams	457 millions de dirhams
Nature des actifs titrisés	Actifs immobiliers (ABS)	Actifs immobiliers (ABS)
Nombre des cédants	Mono-cédant	Mono-cédant
Rechargeabilité du fonds	Fonds non rechargeable	Fonds non rechargeable
Gestionnaire des actifs	L'établissement initiateur assure la gestion des actifs immobiliers	L'établissement initiateur assure la gestion des actifs immobiliers
Titres émis par le fonds	- 3.738 obligations - 2 parts résiduelles «R»	- 4.567 obligations - 2 parts résiduelles «R»

	FPCT 4	FPCT 7
Critères d'éligibilité des actifs	- Actif immobilier immatriculé (faisant l'objet d'un titre foncier) - Titre foncier libre de toute charge ou inscription (hypothèque, saisie,…etc.) au moment de la cession - Bien immeuble libre de toute charge fiscale (délivrance d'un quitus fiscal).	- Actif immobilier immatriculé (faisant l'objet d'un titre foncier) - Titre foncier libre de toute charge ou inscription (hypothèque, saisie,…etc.) au moment de la cession - Bien immeuble libre de toute charge fiscale (délivrance d'un quitus fiscal).
Mécanismes de garantie et de couverture	- Les caractéristiques propres de l'actif (titre foncier libre de toute charge ou inscription) ; - Surdimensionnement (l'initiateur a accordé une décote sur le prix de cession pouvant aller jusqu'à 30% de la valeur de marché) - Engagement de rachat souscrit par l'établissement initiateur.	- Les caractéristiques propres de l'actif (titre foncier libre de toute charge ou inscription) ; - Surdimensionnement (l'initiateur a accordé une décote sur le prix de cession pouvant aller jusqu'à 30% de la valeur de marché) - Engagement de rachat souscrit par l'établissement initiateur.

Section 2. Déterminants et freins relatifs à la décision de titriser

L'un des objectifs principaux que s'est assigné notre thèse fut de **comprendre les raisons à l'origine du développement timide du procédé financier de la titrisation au Maroc et ce en dépit de ses nombreux avantages et potentialités :**

- Quelles sont les incitations et les déterminants favorisant le recours à la titrisation ?
- Quels sont les freins à l'origine du non-développement de la titrisation ?

L'axe n°2 de notre dictionnaire des thèmes intitulé « Déterminants et freins à la décision de titrisation » a été conçu pour apporter les réponses à ce questionnement. Le tableau ci-après en rappelle les sous-thèmes et les descripteurs :

Tableau 38 : Sous-thèmes et descripteurs relatifs aux déterminants et freins à la décision de titrisation

Thème	Sous-thème	Descripteur
2/ Déterminants et freins à la décision de titrisation	Déterminants/ Financement	- Situation financière globale de l'initiateur ; - Niveau d'endettement de l'initiateur ; - Possibilité de se financer via le marché bancaire ; - Différentes sources de financement utilisée et niveau de diversification.
	Déterminants/transfert du risque	- Exposition à des risques transférables
	Déterminants/autres motivations	- Autres facteurs motivant le recours à la titrisation (capital réglementaire, opportunités de profit…)
	Freins réglementaires	- Insuffisances des cadres réglementaires (juridique, fiscal, comptable…)
	Freins liés au coût	- Positionnement du coût de la titrisation par rapport aux autres sources de financement - Importance des coûts fixes liés aux opérations de titrisation
	Autres freins	- Autres facteurs limitant le recours à la titrisation

Avant de présenter les résultats, rappelons brièvement les déterminants de la titrisation identifiés suite à notre revue de la littérature.

Les diverses études s'intéressant aux déterminants de la titrisation ont permis d'identifier les quatre déterminants suivants :

❶ Le besoin de nouvelles sources de financement :

La première raison qui motive le recours à la titrisation a trait aux besoins de liquidité et de financement.

Les initiateurs peuvent céder des actifs ou des crédits, encaisser la contrepartie qui sera utilisée pour accroître l'activité ou bien distribuer de nouveaux crédits.

De même, les opérateurs économiques peuvent titriser des actifs lorsqu'ils sont à la recherche de fonds à long terme.

❷ L'amélioration des fonds propres réglementaires ou des ratios :

Afin de répondre à la fois aux exigences en fonds propres économiques (capital économique) et aux exigences réglementaires en fonds propres, les banques disposent classiquement de deux choix.

Soit elles agissent sur le numérateur (par exemple en n'opérant pas de distribution de bénéfices et émettant de nouvelles actions), soit sur le dénominateur (par exemple, en coupant dans les actifs, en réduisant les crédits ou en privilégiant des actifs à faible pondération de risque).

La titrisation offre une troisième alternative d'ajustement des ratios de fonds propres.

La titrisation permet d'éviter les inconvénients de la conservation des prêts et diminue automatiquement les besoins en fonds propres réglementaires et de marché.

Pour les opérateurs des secteurs non financiers, la titrisation leur permet également d'améliorer leurs ratios de liquidité, de solvabilité et de taux grâce au fait qu'elle allège l'actif d'une part, et évite la constatation d'un endettement au passif d'autre part.

❸ Le transfert du risque :

La titrisation représente l'un des principaux instruments de transfert du risque. Les opérateurs détenant des actifs risqués peuvent recourir à la titrisation pour alléger leurs bilans et éviter les pertes attendues de la conservation desdits actifs.

❹ La recherche de nouvelles opportunités de profit :

La titrisation permet aux opérateurs de comptabiliser des gains lorsque la valeur de marché des actifs à titriser dépasse leur valeur comptable. En outre, les opérateurs peuvent redéployer les fonds levés vers des investissements plus rentables.

Pour ce qui est des freins, notre recherche documentaire et nos entretiens préliminaires nous ont permis d'identifier quelques freins potentiels :

❶ Freins de nature réglementaire :

L'existence d'un cadre réglementaire contraignant ou non approprié est de nature à se répercuter négativement sur l'attractivité de la titrisation. En effet :

- un cadre juridique prohibitif pourrait restreindre l'éligibilité des acteurs pouvant recourir à la titrisation ou les actifs pouvant servir de sous-jacents à de telles opérations ;
- un cadre fiscal inadapté pourrait favoriser des doubles impositions (au niveau de l'émetteur et du FPCT) et rendre le coût de la titrisation moins compétitif par rapport à d'autres sources de financement ;
- un cadre comptable contraignant s'opposant à la décomptabilisation des actifs titrisés pourrait dissuader des émetteurs motivés par un arbitrage sur les fonds propres réglementaires.

❷ Freins liés au coût de la titrisation :

Le coût du financement peut constituer un frein s'il s'avère dans certains contextes plus élevé que le coût d'autres financements alternatifs. De surcroît, les coûts importants de mise en place d'une opération de titrisation (honoraires et frais fixes) peuvent constituer un frein si le montant levé n'est pas important.

❸ Autres freins :

D'autres freins sont susceptibles de ralentir le développement de la titrisation et peuvent concerner :

- L'image négative entourant ce mode de financement après la récente crise financière ;
- Les conditions de liquidité de marché qui peuvent être défavorables ;
- La non-existence chez l'initiateur potentiel d'actifs de qualité pouvant intéresser les investisseurs ;
- …etc.

A présent, nous présenterons dans un premier temps les résultats concernant les déterminants de la titrisation avant de mettre en évidence ceux relatifs aux freins.

2.1. Des émetteurs principalement motivés par l'accès au financement

Les résultats présentés dans cette section peuvent être résumés comme suit. Le déterminant omniprésent dans tous les cas étudiés est l'accès au financement. En effet, il s'agit du déterminent principal dans les 8 cas étudiés d'opérateurs ayant réalisé des opérations de titrisation. Ce déterminant a représenté également la motivation principale des 2 opérateurs ayant manifesté un intérêt pour la titrisation et qui, en fin de compte, n'ont pas pu réaliser les opérations projetées.

Tout semble confirmer que le déterminant principal à l'origine du recours à la titrisation par les opérateurs marocains fut la volonté d'accéder au financement. Ce déterminant peut être décliné en trois variantes possibles.

1ère variante :

Difficulté ou impossibilité de se financer via le marché bancaire.

Compte tenu de sa situation financière délicate, l'un des établissements initiateurs étudiés est arrivé au point qu'il n'arrivait plus à se financer par le marché. Ne pouvant s'endetter par le passif, il n'avait d'autre choix que de se financer par l'actif au moyen de la titrisation.

Un deuxième établissement initiateur étudié qui ne présente pas une situation financière alarmante mais qui a tout de même saturé sa capacité d'endettement a eu recours à la titrisation pour contourner le circuit de financement classique.

2ème variante :

D'autres établissements initiateurs étudiés disposaient toujours d'une capacité d'endettement mais ont eu recours à la titrisation afin de diversifier leurs sources de financement et/ou avoir accès à un financement moins coûteux.

3ème variante :

D'autres établissements initiateurs ont eu recours à la titrisation car ils recherchaient des sources de financement à long terme. En effet, la titrisation permet de se financer sur des maturités plus longues que les autres financements alternatifs.

Le recours à la titrisation permet de corriger certaines problématiques de gestion des Actifs-Passifs (dites ALM/Assets and Liabilities Management). En effet, les emplois de certains établissements de crédit peuvent être constitués essentiellement de prêts immobiliers dont les maturités dépassent les 20 ans (voir même atteindre les 30 ans) alors que leurs sources de refinancement ont des maturités plus courtes.

Ce décalage des maturités dû à la non-concordance entre les échéances d'amortissement des emplois et des ressources expose la trésorerie de ces établissements de crédit à :

- des tensions de trésorerie dues au fait que les tombées en vue du remboursement des passifs (sorties de cash flow) se font plus vite que le recouvrement des actifs (entrées de cash flow) ;
- à une position de taux due au fait que l'établissement se trouve contraint de recourir à de nouveaux financements avec des taux qui peuvent s'avérer différents des taux des emplois actuels et/ou futurs.

En plus du déterminant relatif au financement, deux établissements initiateurs nous ont fait part d'un deuxième déterminant lié à l'amélioration des fonds propres réglementaires et/ou des autres ratios (solvabilité, liquidité et taux). Selon ces

deux établissements, ce deuxième déterminant occupe une place secondaire par rapport au déterminant principal relatif à la recherche du financement.

Le tableau ci-après propose une classification des répondants en fonction de la nature des déterminants ayant motivé le recours à la titrisation :

Tableau 39 : Classification des répondants par nature des déterminants ayant motivé le recours à la titrisation

Déterminants	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre AMT	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Financement										
1.1. Seule possibilité de financement	3	E5, E7, E9, E10, E12, E13, E17, E19, E25								
1.2. Diversification des sources de financement et optimisation du coût	5	E2, E3, E8, E11, E14, E15, E16, E23, E24, E26, E28, E30	2	E21, E22, E27, E29	1	E1, E18, E20	2	E4, E6		
1.3. Problématique d'ALM	2	E2, E8, E11, E14, E15								
2. Arbitrage des fonds propres réglementaires	2	E2, E8, E11, E14, E15								
3. Transfert du risque	Aucun	Aucun								
4. Recherche de nouvelles opportunités de profit	Aucun	Aucun								
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**	**2**	**4**	**1**	**3**	**2**	**2**	**13**	**30**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué									**0**	**0**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation

ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

Nous présentons le mode de lecture du tableau ci-avant. Ce mode de lecture sera identique pour l'ensemble des tableaux de même nature figurant au présent chapitre.

L'exploitation des résultats des entretiens concernant le sous-thème des déterminants à l'origine du recours à la titrisation, nous permet de constater ce qui suit :

- Les établissements initiateurs de 5 fonds de titrisation parmi les 8 étudiés ont déclaré avoir eu recours à la titrisation pour diversifier leurs sources de financement et accéder à un financement moins onéreux ;
- Les établissements initiateurs de 3 fonds de titrisation ont eu recours à la titrisation car ils ne pouvaient plus se financer par le marché (saturation de la capacité d'endettement et présence de difficultés financières sérieuses) ;
- Les établissements initiateurs de 2 fonds de titrisation ont eu recours à la titrisation pour adresser une problématique d'ALM ;
- Les établissements initiateurs de 2 fonds de titrisation ont eu recours à la titrisation pour réaliser un arbitrage sur les fonds propres réglementaires ou améliorer leurs ratios.

Bien évidemment, un établissement initiateur d'un fonds de titrisation peut avoir plus d'un déterminant. Ceux qui en ont plusieurs affirment que c'est le besoin de financement qui prime.

Face à chaque déterminant, nous signalons le nombre d'entités concernées (FPCT, ECT, Arrangeur et Auditeurs) et les numéros des entretiens semi-directifs correspondants.

Notre entretien avec l'arrangeur des fonds de titrisation au Maroc a permis, également, de confirmer que toutes les opérations réalisées au Maroc étaient principalement motivées par la recherche du financement.

Les verbatim suivants illustrent la prédominance du déterminant relatif au financement (dans ses trois variantes) :

- « *On est beaucoup plus dans le cadre de la diversification. On aurait pu aller vers une émission obligataire qui aurait coûté moins de temps et moins d'énergie et peut être moins de spread mais on a préféré aller vers la titrisation essentiellement pour la diversification du financement.* » (entretien n°15[1]) ;
- *« Ce que nous recherchions à travers la titrisation fut d'abord la recherche d'une diversification de nos sources de financement. »* (entretien n°16) ;
- *« Nous avons connu des problèmes de liquidité sur le marché et c'était presque impossible de sortir en emprunt obligataire parce que les investisseurs nous demandaient des primes de risque élevées, voir refusaient carrément de nous suivre dans les émissions obligataires.»* (entretien n°5) ;
- *« L'idée du recours à la titrisation est intervenue dans un contexte où l'établissement a enregistré les plus grands déficits avec une situation financière très critique … On a saturé nos lignes de financement auprès des établissements bancaires » (entretien n°19) ;*
- *« Nous avons une problématique bilancielle dite d'ALM qu'il fallait rattraper petit à petit entre l'actif et le passif. Nous avons une forte exposition sur les crédits immobiliers qui représentent du long terme ce qui veut dire que nous avons besoin de leviers de financement sur le long terme, or les financements qu'il y a sur le long terme jamais n'excèdent les 10 ans.* » (entretien n°2) ;
- *« En titrisation nous avons réalisé une sortie avec un spread de 55 points de base alors que si nous voulions faire une sortie par emprunt obligataire, vu notre situation, cela nous aurait coûté 300 points de base.* » (entretien n°9).

[1] Dans un souci de respect de l'anonymat des interviewés, ceux-ci sont identifiés par un numéro et non par leur nom et prénom.

Les verbatim suivants illustrent la présence, à titre secondaire, du déterminant relatif à l'amélioration des fonds propres réglementaires et des ratios financiers :

- *« L'opération de titrisation a eu comme objectif la diversification des moyens de financement et l'amélioration de nos indicateurs de liquidité et de taux. » (entretien n°8) ;*
- *« Une autre motivation pour la titrisation c'est l'impact sur le ratio réglementaire, bien évidemment. » (entretien n°11).*

Le déterminant relatif à la recherche de nouvelles opportunités de profit ne semble pas faire partie des motivations des opérateurs marocains pour recourir à la titrisation.

Par ailleurs, le déterminant relatif au transfert du risque ne fut pas spontanément cité par les interviewés. Compte tenu de la forte présence de ce déterminant au niveau des études réalisées dans d'autres pays, nous avons adressé à nos interviewés des questions directes à ce sujet. Les interviewés ont vigoureusement écarté ce déterminant et ce pour les raisons suivantes :

- Les investisseurs marocains ne semblent pas prédisposés à financer des opérations de titrisation dont le sous-jacent est un actif risqué ;
- Toutes les opérations de titrisation réalisées au Maroc ont porté sur des actifs sécurisés et à fort rendement, comparables à des actifs « triple A » dans un système de rating classique. En effet, la qualité des actifs titrisés ne laisse pas entrevoir l'objectif de réaliser un transfert de risque.

Les verbatim suivants illustrent l'absence de toute intention de titriser en vue de transférer les risques afférents aux actifs :

- *« Vous n'avez qu'à analyser la qualité des créances titrisées pour vous rendre compte par vous-même que c'est la crème de nos créances qui a été cédée et pour laquelle le risque de perte est quasi nul, en raison de la qualité du débiteur d'un côté mais aussi de la qualité des garanties adossées aux créances. »* (entretien n°14) ;
- *« Etant donné que le marché est assez timide et frileux pour la titrisation, vouloir titriser en transférant les risques pourrait froisser pas mal d'investisseurs. De ce fait, nous sommes beaucoup plus sur de la dette*

senior qui a fait ses preuves avec des back-testings dont la validité a été prouvée historiquement. » (entretien n°2).

2.2. Des freins multiples en cours de résolution

Nos travaux empiriques ont permis le recensement des différents freins au développement de la titrisation pouvant être regroupés en quatre catégories :

- Les freins de nature réglementaire ;
- Les freins liés au coût financier de la titrisation ;
- Les freins inhérents à la complexité de la mise en place d'une opération de titrisation ;
- Les freins liés aux investisseurs.

Avant de détailler chacun des freins entravant le développement de la titrisation, nous présentons ci-dessous le tableau de synthèse des freins soulevés par les répondants :

Tableau 40 : Classification des freins au développement de la titrisation soulevés par les répondants

Freins aux développement de la titrisation	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre A-G	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Contraintes réglementaires										
1.1. Cadre juridique	1	E5, E9, E12	1	E22, E29	1	E1, E18, E20				
1.2. Cadre fiscal					1	E1, E18, E20				
1.3. Cadre comptable										
2. Coût lié au recours de la titrisation	2	E3, E16, E23, E24, E30	1	E21, E27	1	E1, E18, E20				
3. Complexité de mise en place	3	E2, E7, E8, E10, E11, E13, E14, E15			1	E1, E18, E20				
4. Image perçue par les investisseurs	2	E2, E17, E15, E19, E25	1	E21, E27						
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**	**2**	**4**	**1**	**3**			**11**	**28**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué							**2**	**2**	**2**	**2**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation

ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

2.2.1. Freins de nature réglementaire

Les freins réglementaires sont de trois natures :

- Freins juridiques ;
- Freins fiscaux ;
- Freins comptables.

Il y a lieu de signaler que l'essentiel des freins réglementaires a été progressivement levé grâce aux amendements successifs qu'ont subi les textes de lois régissant la titrisation.

2.2.1.i Les freins d'ordre juridique

La problématique majeure concernant la titrisation résidait dans son cadre juridique trop restrictif concernant aussi bien la qualité des établissements initiateurs éligibles que la nature des actifs éligibles.

En effet, sous la loi n°10-98 (période allant du mois d'août 1999 au mois d'octobre 2008) :

- Seules les créances assorties d'hypothèques pouvaient être titrisées ;
- Et seuls les établissements de crédit pouvaient initier des opérations de titrisation.

Les verbatim suivants illustrent l'ampleur du caractère restrictif de la loi entraînant l'exclusion de facto de divers opérateurs potentiels :

- *« Nous voulions réaliser une opération de titrisation mais le cadre légal ne le permettait pas, nous n'étions pas éligibles. »* (entretien n°22) ;
- *« Plusieurs personnes fortement intéressées sont venues nous voir pour faire de la titrisation. Le cadre réglementaire à l'époque ne le permettait pas. »* (entretien n°1).

Avec l'adoption de la loi n°33-06 (période allant du mois de novembre 2008 au mois de janvier 2013), le cadre réglementaire a été assoupli puisque :

- Toutes les créances, même non hypothécaires, qu'elles soient actuelles ou futures pouvaient être cédées à un fonds de titrisation (FPCT) ;
- Et le champ des établissements initiateurs a été élargi pour englober les établissements publics, les délégataires de services publics, les compagnies d'assurances, les collectivités locales et les sociétés commerciales.

Cet assouplissement du cadre juridique a permis la réalisation de la première opération de titrisation portant sur des créances futures réalisées à l'initiative d'un établissement public.

Enfin l'adoption de la loi n°119-12, en février 2013, a permis de lever complètement le caractère restrictif. Actuellement, tous les actifs (créances, titres, biens incorporels, biens corporels, stocks…etc.) sont éligibles à la titrisation et toute personne morale, de droit privé ou public, peut initier une opération de titrisation.

L'entrée en vigueur de la loi n°119-12 a donné un coup d'accélérateur aux opérations de titrisation. En effet, l'adoption de cette loi a permis la réalisation de deux opérations de titrisation portant sur des biens immobiliers et fonciers.

A partir de février 2013 à ce jour, quatre opérations de titrisation ont été réalisées, soit l'équivalent de toutes les opérations de titrisation réalisées depuis l'adoption de la première loi relative à la titrisation des créances hypothécaires en août 1999 jusqu'à fin 2012. La dynamique enclenchée par la loi n°119-12 se poursuit puisqu'il y a certaines opérations de titrisation en cours de structuration et qui verront le jour dans les mois à venir.

Bien que la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs ait significativement assoupli le cadre réglementaire, il convient toutefois de rappeler que la mise en œuvre de cette loi reste tributaire de la promulgation de certains décrets d'application qui n'ont pas encore vu le jour. En effet, l'article premier de la loi relative à la titrisation des actifs telle que modifiée par la loi n°119-12 stipule que : *« Les conditions en matière de règles prudentielles et de contrôle et les modalités*

de réalisation des opérations de titrisation visées ci-dessus, sont fixées par voie réglementaire. »

2.2.1.ii Les freins d'ordre fiscal

Pour que la titrisation soit adoptée par les opérateurs économiques il fallait rendre le FPCT fiscalement transparent pour éviter que les revenus soient imposés dans un premier temps chez le FPCT puis une deuxième fois chez l'établissement initiateur (ou inversement). Les différentes lois de finances ont veillé, dans une large mesure, à assurer cette transparence.

Plus particulièrement, la loi de finances pour l'année budgétaire 2013 a accompagné les évolutions majeures prévues par l'entrée en vigueur de la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs à travers l'exonération, de l'impôt sur les sociétés, des plus-values de cessions temporaires intervenues entre l'établissement initiateur et le FPCT.

La réforme introduite par la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs ambitionne de hisser le dispositif juridique marocain au niveau des réglementations internationales en la matière. Le Maroc est ainsi appelé à jouer le rôle de hub financier africain (à travers Casablanca Finance City) pour accueillir la création de fonds de titrisation de droit marocain dotés d'actifs étrangers. La faculté qui a été donnée au FPCT de jouir de la personnalité morale va permettre aux investisseurs étrangers de bénéficier des conventions fiscales internationales conclues par le Maroc et destinées à éviter les doubles impositions.

Malgré les efforts déployés et les exonérations accordées, il persiste néanmoins certaines frictions et ambiguïtés fiscales qu'il convient de lever :

- la neutralité fiscale des véhicules de titrisation n'est pas totale du fait qu'ils ne peuvent récupérer la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) ayant grevé leurs charges de fonctionnement (frais de gestion, commissions de recouvrement, ...etc). Lesdites charges de fonctionnement sont donc comptabilisées en toutes taxes comprises, grevant ainsi la rentabilité des FPCT ;

- La rédaction actuelle du code général des impôts prévoit l'exonération de la plus-value de cession des immobilisations intervenues entre l'établissement initiateur et le FPCT. Cette rédaction laisse supposer que la plus-value réalisée à l'occasion de la cession d'un bien immeuble, non inscrit dans un compte d'immobilisation, ne donnerait pas droit à l'exonération. Ainsi, les sociétés de promotion immobilière dont les biens immeubles sont inscrits en stocks ne bénéficieraient pas de l'exonération, leur rendant tout montage de titrisation impraticable en raison de son coût fiscal exorbitant ;
- Le code général des impôts n'a pas explicitement précisé le sort fiscal des dotations aux amortissements à pratiquer au titre des immobilisations cédées temporairement. Ces dotations sont-elles fiscalement déductibles chez l'établissement initiateur ?

Les verbatim suivants illustrent l'existence de freins fiscaux pouvant désavantager la titrisation par rapport à d'autres sources de financement :

- *« Le FPCT n'a pas vocation à récupérer la TVA et de ce fait si vous lui facturez des frais de recouvrement, il les supporte en TTC ce qui vient diminuer sa rentabilité et in fine celle du porteur de la part résiduelle, à savoir l'émetteur. »* (entretien n°15) ;
- *« Maintenant on ne peut pas faire une opération de titrisation avec un promoteur immobilier, pour des raisons de fiscalité. Il est écrit dans le CGI que la plus-value sur la cession des immobilisations est exonérée. Or, chez un promoteur immobilier les biens sont inscrits en stock. »* (entretien n°20) ;
- *« Parfois, la fiscalité nous bloque. Parmi les éléments qui bloquent figure l'amortissement des biens cédés. Du côté du cédant, il faut qu'il continue à bénéficier de la déductibilité fiscale des amortissements. »* (entretien n°20).

2.2.1.iii Les freins d'ordre comptable

L'évolution des normes comptables relatives à la titrisation accuse un énorme retard par rapport à l'évolution juridique qui a ouvert de nouvelles voies possibles pour la titrisation.

En effet, malgré l'adoption en novembre 2008 de la loi n°33-06 qui a permis la titrisation des créances futures et celle, par la suite, de la loi n°119-12 ayant permis la titrisation de l'ensemble des actifs incorporels et corporels, le Maroc ne dispose toujours pas de normes prescrivant le traitement comptable des opérations de titrisation des créances futures et des actifs.

Les seules normes comptables disponibles aujourd'hui sont celles prescrivant le traitement comptable des créances hypothécaires contenues dans l'arrêté ministériel n°351-01.

Les opérateurs économiques ont réalisé des opérations de titrisation de créances futures et de titrisation d'actifs immobiliers et fonciers dans un contexte de vide normatif comptable.

Nos travaux empiriques ont permis de constater que le cadre comptable, malgré le retard qu'il accuse en termes de normalisation, ne constitue pas un frein véritable au développement de cette technique. En effet, nos interviewés n'ont pas cité de manière spontanée le cadre comptable parmi les freins à la titrisation et le vide normatif n'a pas empêché les initiateurs de réaliser des opérations de titrisation dont le sous-jacent est constitué de créances futures ou d'actifs immobiliers.

2.2.2. Freins liés au coût financier de la titrisation

Le coût financier de la titrisation comprend deux composantes :

❶ Le coût direct :

Il s'agit de la rémunération sous forme d'intérêts, versée périodiquement aux investisseurs (porteurs des parts de titrisation).

❷ Le coût de mise en place :

S'agissant d'une opération complexe, la titrisation engendre un coût fixe important de structuration et de mise en place représentant les honoraires versés aux

différents professionnels et autorités réglementaires (arrangeur, conseillers, auditeurs, CDVM,…etc.).

S'agissant d'un coût fixe, son impact est dilué lorsque le montant à financer est important, ce qui renvoie à la nécessité d'atteinte d'une taille critique pour réaliser une opération de titrisation. Au Maroc cette taille se situe entre 350 et 500 millions de dirhams.

Pour qu'une opération de financement soit intéressante sur un plan financier, il faudrait que le coût de sortie final (all inclusive), comprenant aussi bien le coût direct que le coût de mise en place, soit inférieur au coût d'un financement alternatif (emprunt obligataire ou crédit bancaire).

Ainsi, le coût d'une opération de titrisation devrait se situer à l'intérieur de la fourchette suivante :

- La valeur minimale correspond au taux de rémunération des bons du trésor. En effet, la rémunération à donner aux investisseurs ne saurait être inférieure au taux sans risque ;
- La valeur maximale correspond au coût d'un financement classique sur le marché. En effet, la titrisation se saurait être attractive pour un établissement initiateur si son coût dépasse le coût du financement sur le marché bancaire.

A noter que dans certains cas, la titrisation peut demeurer attractive même si son coût dépasse celui du financement sur le marché bancaire. Il s'agit du cas des émetteurs qui n'arrivent plus à se financer sur le marché bancaire compte tenu de leur situation financière critique ou de la saturation de leur capacité d'endettement.

En définitive, l'attractivité de la titrisation dépendra indirectement de la situation économique du marché. En effet, il faudrait que le marché des capitaux soit compétitif par rapport au marché bancaire. Plus le différentiel entre les taux de rémunération des bons du trésor et les taux de financement sur le marché bancaire est important, plus il y aura de marge de manœuvre pour structurer et arranger des montages de titrisation satisfaisants aussi bien pour les émetteurs

(établissements initiateurs) que pour les investisseurs (porteurs de parts de titrisation).

Voici quelques verbatim qui illustrent l'impact que peut avoir le coût financier sur la décision de titrisation :

- *« Pour notre cas de figure, nous sommes en mesure de nous financer à des coûts équivalents voire même sensiblement moins chers. En effet, le spread de la titrisation est de 90 points de base alors que celui des certificats de dépôt n'est que de 70 points de base. Quels sont donc les autres avantages qui peuvent nous inciter à la titrisation ? »* (entretien n°21) ;
- *« Puisqu'il est fait appel à des professionnels en matière de structuration, il y a donc un prix important à payer. Au-delà de ce prix, il y a également un coût récurrent à supporter et qui correspond aux frais de gestion à verser périodiquement à l'établissement gestionnaire du FPCT… c'est-à-dire comme n'importe qu'elle opération de structuration complexe, le coût est assez conséquent comparé à d'autres opérations telles que l'émission obligataire… de ce fait il y a des tailles minimales à respecter »* (entretien n°24) ;
- *« Le coût de la structuration est élevé du fait de l'intervention de spécialistes…. Effectivement, le coût est assez conséquent en comparaison avec d'autres opérations telles qu'une émission obligataire par exemple. C'est pour cela qu'il y a des tailles critiques qu'il faut impérativement dépasser. »* (entretien n°16) ;
- *« Pour pouvoir éponger le coût global de mise en place d'une opération de titrisation, il faut lever un montant important. »* (entretien n°20).

Quoique le frein relatif au coût financier soit cité par plusieurs interviewés, ce dernier ne semble pas constituer un frein réel au développement de la titrisation pour les raisons suivantes :

- Au cours de ces dernières années, le contexte économique du marché des capitaux ainsi que celui du marché bancaire marocains était favorable à la possibilité de réaliser des montages de titrisation avec des coûts de sortie plus compétitifs que ceux des autres sources de financement palliatives. A

titre d'exemple, le coût de sortie de la deuxième tranche de 1 milliard de dirhams portant sur la titrisation de créances commerciales actuelles et futures d'un établissement public s'est établi à 4,13% se situant à un niveau nettement inférieur à celui des crédits bancaires. Bien évidemment, cette tendance du marché risque de changer à l'avenir si les taux d'intérêts des bons du trésor se rapprochent fortement des taux d'intérêts du marché bancaire ;

- Compte tenu de l'importance des montants levés par le biais de la titrisation (entre 500 millions de dirhams et 1,2 milliard de dirhams), l'impact des coûts de mise en place de l'opération ne semble pas augmenter de manière significative le coût de sortie final. Bien évidemment, certains émetteurs de taille moyenne ou petite sont de facto écartés du marché de la titrisation qui reste avant tout un outil de financement pour les grandes entreprises et ce à l'instar de ce qui se pratique à l'échelle internationale.

2.2.3. Freins liés à la complexité de mise en place des opérations de titrisation

La mise en place d'une opération de titrisation se révèle être une tâche complexe, surtout pour l'établissement initiateur, que ce soit en termes de temps, d'énergie ou de coût.

Nous ne reviendrons pas sur l'importance des frais de mise en place d'une opération de titrisation mais insisterons davantage sur le facteur temps et l'importance des efforts à déployer du côté de l'établissement initiateur.

Voici quelques verbatim qui illustrent la complexité de mise en place d'une opération de titrisation :

- *« Si vous prenez une opération de titrisation dans l'absolu, il n'y aura que des blocages quant à l'aboutissement de l'opération. Il faut être persévérant pour réussir une opération de titrisation. »* (entretien n°2) ;
- *« Pour la première opération ça prend beaucoup de temps, c'est de l'analyse, on voit les critères, on vérifie la qualité des actifs, les risques d'impayés, la profondeur historique, on vérifie tout ; Il y a un vrai travail en amont. »* (entretien n°20).

En effet, une opération de titrisation est lourde à mettre en place pour l'initiateur et nécessite de la persévérance et ce en raison des facteurs suivants :

- La durée moyenne pour la mise en place d'une première opération de titrisation varie entre 3 et 9 mois, délai excessivement long par rapport à d'autres moyens de financement alternatifs dont la durée de mise en place se compte en semaines.

  De ce fait, la décision d'intégrer la titrisation parmi les moyens de financement devient une décision engageante sur le long terme, compte tenu de l'impératif d'y recourir de manière récurrente. En effet, l'effort de mise en place d'une première opération de titrisation ne sera amorti et son expérience capitalisée qu'à travers la réalisation d'autres opérations similaires. Ainsi, la durée de 9 mois relative à la mise en place d'une première opération de titrisation de créances hypothécaires pourra être réduite à 4 mois pour une entité qui a rodé ses process pour effectuer de la titrisation. Il en est de même pour les frais fixes de mise en place de la titrisation qui seront réduits de manière significative en raison de l'internalisation de certains travaux pour lesquels il n'est plus nécessaire de faire appel à des spécialistes externes ;
- Le montage d'une opération de titrisation nécessite une vérification de la qualité des actifs, la mise en place de simulations, la reconstitution d'une profondeur historique relative au comportement du risque des actifs, …etc. Tout ceci est constitutif d'une charge de travail importante pour les équipes de l'établissement initiateur qui devront continuer à assumer par ailleurs leurs tâches quotidiennes ;
- Du fait que l'établissement initiateur joue généralement le rôle du recouvreur, il devient impératif d'anticiper toute une réorganisation interne qui va toucher les systèmes d'information, l'organisation du travail, la comptabilité, le reporting,…etc. Dans une opération de titrisation de prêts immobiliers par exemple, l'établissement initiateur (généralement une banque) va céder les prêts à un fonds de titrisation mais continuera à jouer le rôle du recouvrement et assurer l'interface avec les clients emprunteurs. Ainsi, les créances cédées ne figureront plus en comptabilité mais continueront à être suivies au niveau du système d'information de gestion pour que le cédant soit en mesure d'assurer le recouvrement, la mise à jour

des tableaux d'amortissement, les relances clients, la mise en contentieux, la séparation entre les flux de trésorerie des créances titrisées et ceux des prêts non-titrisés,…etc. Autant de contraintes évitées en cas d'option pour un emprunt obligataire par exemple.

2.2.4. Freins liés aux investisseurs

Les freins liés aux investisseurs sont de deux natures :

- Le manque de liquidité des parts de titrisation ;
- L'image négative à laquelle renvoie la titrisation et les ambiguïtés conceptuelles chez les investisseurs.

2.2.4.i Manque de liquidité des parts de titrisation

Les principaux investisseurs qui achètent les parts de titrisation sont les institutionnels et les investisseurs qualifiés tels que :

- Les compagnies d'assurances ;
- Les compagnies de réassurance ;
- Les caisses de retraite ;
- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- Les établissements de crédits et assimilés ;
- La Caisse de Dépôt et de Gestion ;
- …etc.

Il serait bon de rappeler, dans un premier temps, les trois principales caractéristiques qui rendent un titre attractif du point de vue des investisseurs :

❶ Le rendement du titre :

Les titres à rendements élevés sont généralement les plus prisés par les investisseurs.

L'expérience a démontré que les parts (ou obligations) émises par les fonds de titrisation présentent un niveau de rendement suffisant pour intéresser les

investisseurs. La technique dite du « transhing » (ou subordination) utilisée dans l'ensemble des financements structurés permet d'améliorer le rendement de certaines tranches de la dette. En effet, un investissement principalement motivé par le rendement sera davantage intéressé par les parts de titrisation subordonnées qui offrent un rendement supérieur à celui des parts de titrisation prioritaires.

❷ *La sécurité du titre :*

Les investisseurs sont souvent à la recherche du meilleur compromis entre le rendement et le risque. Ainsi, à rendement égal, l'investisseur optera pour l'achat du titre le plus sécurisé.

L'ensemble des fonds de titrisation émis par les opérateurs marocains portent sur des actifs sous-jacents de très bonne qualité et sécurisés. D'ailleurs, les opérateurs commencent à dénoncer l'excès de prudence et de sécurisation des actifs lors du montage des fonds de titrisation. Le présent verbatim, recueilli auprès de l'entité ayant procédé à l'arrangement de l'ensemble des fonds de titrisation marocains, en témoigne : *« nous sécurisons tellement nos titres, à tel point que certains investisseurs nous demandent de baisser d'un cran la sécurité et d'augmenter le rendement. »* (entretien n°20).

❸ *La liquidité du titre :*

Ainsi que nous l'avons souligné plus haut, les parts de titrisation au Maroc sont attractives en termes de rendement et de sécurité. Malheureusement, le troisième critère relatif à la liquidité du titre fait défaut.

En effet, ce qui intéresse également l'investisseur c'est de pouvoir céder son titre lorsqu'il a besoin de liquidité ou au moins de pouvoir l'utiliser ou le donner en garantie pour lever des fonds.

Malheureusement, les institutionnels et investisseurs qualifiés n'arrivent pas à rendre les parts de titrisation liquides pour les raisons suivantes :

❶ Illiquidité du marché secondaire :

Le marché secondaire n'est pas actif en raison de la rareté des transactions qui y sont réalisées. Ceci n'est pas spécifique des parts de titrisation mais concerne également les autres instruments financiers tels que les obligations. En effet, certains investisseurs, comme les compagnies d'assurances, adoptent la stratégie d'acquérir les parts de titrisation en vue de les détenir jusqu'à maturité « buy and hold ».

Les rares transactions réalisées sur le marché secondaire se font à l'initiative des OPCVM.

❷ Cadre légal encadrant les placements des investisseurs qualifiés :

Divers textes de loi encadrent les possibilités d'investissement de certains investisseurs institutionnels comme les OPCVM et les compagnies d'assurances et de réassurance.

Cas des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) :

Conformément aux dispositions l'article 81.1 du dahir portant loi n°1-93-213 relatif aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, un OPCVM ne peut employer plus de 20% de ses actifs en :

- Titres de créances négociables émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des valeurs ;
- Parts d'organismes de placement en capital risque (OPCR);
- Parts de fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT).

Ainsi, une même quotité d'investissement (ou enveloppe) plafonnée à 20% des actifs est affectée de manière commune aussi bien aux titres de créances négociables et parts d'OPCR qu'aux parts de FPCT. Cette quotité de 20% est jugée insuffisante par les opérateurs de la titrisation.

Cas des compagnies d'assurances et de réassurance :

Conformément à l'article 238 de la loi n°17-99 portant code des assurances, les entreprises d'assurances et de réassurance doivent réaliser des placements en vue de représenter leurs réserves techniques et ce dans le respect des conditions fixées par l'arrêté du ministre des Finances et de la Privatisation n°1548-05.

L'article 27 de l'arrêté n°1548-05 fournit la liste limitative des placements admis en représentation des réserves techniques dans lesquelles les entreprises d'assurances et de réassurance peuvent investir. Au niveau de cette liste figure les titres émis par les Fonds de Placements Collectifs en Titrisation.

L'article 32 du même arrêté a plafonné le montant à investir dans les parts de titrisation à 10% du total des actifs représentatifs des provisions techniques.

Ainsi, les compagnies d'assurances et de réassurance pourraient investir jusqu'à 10% du total de leurs actifs représentatifs des provisions techniques en parts de titrisation.

Toutefois, l'arrêté n°1548-05 a fait l'objet d'un amendement, en novembre 2010 qui a réduit le plafond d'investissement dans les parts de titrisation de 10% à 2,5%, soit une baisse des 3/4.

Cet amendement a fortement pénalisé les produits de titrisation puisque les compagnies d'assurances et de réassurances qui constituent des investisseurs importants sont contraintes de réduire au quart le montant alloué au placement en parts de titrisation.

A présent, voici quelques verbatim qui illustrent le frein constitué par la faible marge de manœuvre des investisseurs institutionnels en matière de placements en parts de titrisation :

- *« Parmi les blocages de la titrisation, du côté des investisseurs, figure les règles que doivent respecter les investisseurs qualifiés (assurances, caisses de retraites, OPCVM, …etc.). Par exemple les OPCVM n'ont pas le droit de placer, pour chaque SICAV, plus que 20% dans des titres privés et*

quand je dis titres privés, c'est dire que la titrisation est mélangée avec l'emprunt obligataire, le billet de trésorerie, le certificat de dépôt….etc. » (Entretien n°20) ;

- *« Pour le cas des assurances c'est un peu plus grave, selon l'ancienne loi sur les créances hypothécaires le pourcentage d'investissement en parts de titrisation était à 10% quand on est passé à la nouvelle loi qui permet la titrisation des créances en général le pourcentage d'investissement a été dégradé à 2,5%, soit un nivellement par le bas puisqu'il n'y a pas d'hypothèques. »* (entretien n°20).

Ainsi, les textes de loi encadrant les placements des investisseurs qualifiés tels les OPCVM et les compagnies d'assurances et de réassurance pénalisent fortement le développement de la titrisation. Surtout que les OPCVM et les compagnies d'assurances et de réassurance font partie des acteurs majeurs en matière d'investissement.

❸ *Non admissibilité des parts de titrisation pour des opérations de pensions ou de garanties :*

Les institutionnels pour se financer procèdent à des opérations de pensions de titres (la dénomination internationale de l'opération de pension est « Repo »). Ainsi, une personne morale peut lever des fonds en donnant ses titres en pension.

Au Maroc, les opérations de pensions sont régies par la loi n°24-01. L'article 2 de ladite loi fourni la liste des valeurs, titres et effets pouvant être pris ou mis en pension, il s'agit :

- Des valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs ;
- Des titres de créances négociables définis par la loi n° 35-94 ;
- Des valeurs émises par le trésor ;
- Des effets privés.

Concernant les parts émises par les Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT), le décret d'application n°2-04-547 a rajouté un article 2 bis à la loi n°24-01 stipulant que : *« les limites dans lesquelles peuvent être pris ou mis en pension les titres émis par un fonds*

de Placements Collectifs en Titrisation, sont fixés par arrêté de l'autorité gouvernementale chargée des finances. »

A ce jour, l'arrêté fixant les conditions de mise en pension des parts de titrisation n'est pas encore établi ce qui réduit leur attractivité pour les investisseurs puisqu'ils ne peuvent les donner en pension pour lever des fonds.

En effet, un investisseur serait plus enclin à investir en titres de créances négociables ou en valeurs du trésor car, au besoin, il pourrait les utiliser dans le cadre d'une opération de pension.

Dans le même ordre d'idées, les parts émises par les Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) ne peuvent être données en garantie pour la réception des avances de la part de Bank Al Maghrib, à l'instar de ce qui est permis pour d'autres titres tels que les valeurs du trésor ou les effets.

A présent, voici quelques verbatim mettant en évidence les freins que nous venons de soulever :

- *« Parmi les éléments qui rendent un titre attractif figure le fait qu'il soit accepté en repo. Récemment, avec le changement de la loi sur les pensions les parts de titrisation sont acceptées mais il reste encore un texte d'application qui va en réglementer les conditions. »* (Entretien n°20) ;
- *« Les banques donnent soit les bons du trésor soit les certificats de dépôt comme garantie pour avoir les avances de la banque centrale alors que les parts de titrisation ne sont pas acceptées en garantie. »* (Entretien n°20).

2.2.4.ii Image négative à laquelle renvoie la titrisation et ambiguïtés conceptuelles chez les investisseurs

Parmi les freins qui émergent, à l'occasion des entretiens que nous avons menés, figure les problèmes relatifs à l'image négative à laquelle renvoie la titrisation et les ambiguïtés conceptuelles relevées chez certains investisseurs.

En effet, depuis la crise financière de 2007-2009, la titrisation des actifs financiers de manière générale, et celle des créances hypothécaires de manière particulière ont essuyé une image négative auprès des investisseurs et des autorités de régulation aux Etats-Unis et en Europe. Cette image négative a nourri des inquiétudes chez les investisseurs des autres pays.

De surcroît certains investisseurs ne semblent pas différencier le rating de l'établissement émetteur de celui des actifs titrisés. Ainsi, un émetteur peut être en situation financière délicate et décider de titriser des actifs de très bonne qualité. Dans ce cas, les investisseurs ne devraient pas exiger un rendement fixé par rapport au risque de crédit afférent à l'émetteur mais plutôt par rapport à celui afférent aux actifs titrisés qui seront juridiquement logés dans un FPCT à l'abri des éventuels problèmes que pourrait connaître l'émetteur par la suite. D'ailleurs, l'avantage majeur de la titrisation est qu'elle permet aux entreprises l'accès au marché des capitaux dans de meilleures conditions, par le biais de structures ad hoc jouissant d'une meilleure notation.

Malheureusement, certains investisseurs, au lieu de focaliser leur intérêt sur le rating des actifs titrisés, continueront à exiger un niveau de rendement sans corrélation avec le risque encouru. Cette ambiguïté est due au fait que certains investisseurs n'ont pas encore bien assimilé les concepts de la titrisation d'une part, et parce qu'ils se réfèrent souvent, de manière inconsciente, à l'image négative que véhicule la titrisation, d'autre part.

Enfin, il semblerait également que les échéances variables de remboursement des parts émises par certains FPCT posent problème auprès des investisseurs. En effet, les investisseurs préfèrent avoir un tableau d'amortissement des parts de titrisation avec des échéances connues d'avance, leur permettant une meilleure gestion de leur trésorerie et l'anticipation de leur rentabilité. Les arrangeurs des opérations de titrisation ont pris conscience de ce problème et veillent actuellement à ce que les échéances de remboursement des parts émises par les FPCT suivent un échéancier connu d'avance et non plus variable.

A présent, voici quelques verbatim appuyant le frein relevé :

- « *Il y a aussi un effort pédagogique à déployer auprès des investisseurs. Ils confondent la signature de l'émetteur avec celle du fonds de titrisation.* » (entretien n°5) ;
- *« Les échéances variables de remboursement des obligations émises par le FPCT pose problème aux investisseurs. En effet, les investisseurs préfèrent des échéances fixes leur permettant une meilleure gestion de leur trésorerie et anticipation de leur rentabilité. »* (entretien n°5) ;
- *« La titrisation a souffert dans une certaine mesure de l'image négative véhiculée par la crise financière internationale. Heureusement chez nous, les fonds de titrisation se comportent bien. »* (entretien n°18).

Section 3. Les acteurs du processus décisionnel et les rationalités mises en œuvre

3.1. Des acteurs multiples assumant des rôles complémentaires

Les acteurs occupent une place centrale au niveau du processus décisionnel. Leur rôle sera d'autant plus important qu'il s'agira de décisions stratégiques et/ou collectives.

La revue de la littérature permet d'identifier trois groupes d'acteurs :

- Les décideurs : ce sont les acteurs à qui incombe la prise de décision finale, ils sont également appelés « décideurs finaux ou décideurs ultimes » ;
- Les acteurs internes : il s'agit de parties prenantes internes à l'organisation qui participent à une ou plusieurs étapes du processus décisionnel sans pour autant être des décideurs finaux. Ils peuvent avoir des niveaux d'implication et d'influence variables ;
- Les acteurs externes : ce sont des acteurs associés au processus décisionnel sans faire partie de l'organisation. Il est fait appel aux acteurs externes en raison de leurs compétences, expertises spécifiques ou par contrainte (réglementaire, statutaire, contractuelle,…etc.).

Ainsi, il convient de savoir qui sont les décideurs, les acteurs internes et les acteurs externes associés au processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation.

La décision collective est significativement impactée par la nature des relations entre les différents acteurs qui peuvent avoir des rationalités, des cognitions, voire même des objectifs différents.

S'agissant des acteurs internes et externes, il convient de connaître leur niveau d'implication dans le processus décisionnel et le type d'influence qu'ils sont susceptibles d'exercer sur les décideurs finaux.

Deux critères essentiels sont examinés pour déterminer le niveau de participation d'un acteur au processus décisionnel, à savoir :

- l'ampleur de sa participation ;
- et la profondeur de sa participation.

Tableau 41 : Critères d'appréciation du niveau de participation des acteurs au processus décisionnel

Critère	Eléments d'appréciation	Sources
Ampleur de la participation	Appréciée à travers le niveau de participation des acteurs aux différentes phases du processus décisionnel : • la fréquence de participation au processus décisionnel ; • les phases d'implications des acteurs ; • le moment d'implication des acteurs ; • le nombre des acteurs impliqués.	Edelenbos et Klijn (2005) Ashmos et al., 1998
Profondeur de la participation	Appréciée par rapport à l'aptitude de l'acteur à influencer le sens ou la nature de la décision finale. Dans quelle mesure l'acteur peut-il modifier la décision et/ou influencer les décideurs finaux ?	Edelenbos et Klijn (2005)

La revue de la littérature dénombre plusieurs essais de typologie des formes d'influences possibles. Sur une échelle incrémentale, il est possible de distinguer les trois niveaux suivants : la consultation, la concertation et la négociation.

Tableau 42 : Typologie des niveaux d'influences exercées par les parties prenantes

Niveau d'influence	Caractéristiques	Sources
Consultation	Le décideur unique, se considérant souverain en matière de prise de décision, recueille l'avis des autres acteurs avant d'arrêter son choix final. Il s'agit du niveau d'influence le plus faible exercé par les acteurs sur le décideur final.	Martel et Rousseau (1996)
Concertation	Les acteurs du processus décisionnel se concertent pour définir les règles de prise de décision, en favorisant la prise en compte des avis des différents acteurs. Il s'agit du niveau d'influence modéré que peuvent exercer les acteurs sur le décideur final pour aboutir à une prise de décision collégiale et participative.	Martel et Rousseau (1996)
Négociation	L'avis de chaque acteur compte puisque la décision finale devra requérir l'unanimité pour être adoptée. Dans ce contexte, les acteurs se livrent à des activités de négociation pour aboutir à un consensus. Il s'agit du niveau d'influence le plus fort pouvant être exercé par les acteurs sur le décideur final.	Martel et Rousseau (1996)

L'axe n°3 de notre dictionnaire des thèmes intitulé « acteurs du processus de décision » a été conçu pour étudier les caractéristiques des acteurs du processus décisionnel :

- Quels sont les acteurs appartenant à chacune des trois catégories (décideurs finaux, acteurs internes et acteurs externes) ;
- Quel est le mode de leur implication au niveau du processus décisionnel ;
- Quelles sont les formes d'influences exercées par les acteurs sur le processus de prise de décision.

Le tableau 43 rappelle les sous-thèmes et les descripteurs de l'axe relatif aux décideurs :

Tableau 43 : Sous-thèmes et descripteurs relatifs aux acteurs du processus décisionnel

Thème	Sous-thème	Descripteur
3/ Acteurs du processus de décision	Décideurs	- Nombre des décideurs finaux - Identité des décideurs finaux
	Acteurs internes	- Nombre des acteurs internes - Identité des acteurs internes
	Implication des acteurs internes	- Nature et forme de l'implication - Fréquence de recours à l'implication - Périodes d'implication
	Influence des acteurs internes	- Type d'influence
	Acteurs externes	- Nombre des acteurs externes - Identité des acteurs externes
	Implication des acteurs externes	- Nature et forme de l'implication - Fréquence de recours à l'implication - Périodes d'implication
	Influence des acteurs externes	- Type d'influence

3.1.1. Les décideurs finaux

La revue de la littérature nous a permis de ressortir les principales caractéristiques des décisions dites stratégiques. Ainsi, les décisions stratégiques :

- déterminent l'orientation générale de l'organisation ;

- engagent l’organisation toute entière ou plusieurs de ses unités importantes (le champ d’action de la décision est dit général, par opposition à un champ d’action local) ;
- engagent l’organisation sur le long terme ;
- sont entachées d’incertitude ;
- se prennent au plus haut niveau de la hiérarchie.

Faisant partie des décisions stratégiques, nous anticipions l’appartenance des décideurs finaux en matière de titrisation au niveau hiérarchique le plus élevé dans l’organisation. En effet, les résultats de notre recherche confirment bien que le décideur final en matière de titrisation est constitué par les membres de l’organe de gouvernance suprême au niveau de l’entreprise, à savoir le conseil d’administration. Le tableau 44 propose une classification des répondants en fonction de la nature des décideurs finaux :

Tableau 44 : Classification des décideurs finaux par les répondants

Décideurs finaux en matière de la titrisation	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre AMT	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Qualité des décideurs finaux										
1.1. Membres du conseil d'administration	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18	2	E4, E6		
1.2. Direction Générale										
1.3. Autres										
2. Nombre des décideurs finaux (effectif)										
2.1. Trois à cinq	1	E23, E30								
2.2. Six à dix	6	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E24, E26, E28								
2.3. Onze à quinze	1	E17, E19, E25								
3. Mode d'exercice du pouvoir décisionnel										
3.1. Pouvoir effectif	5	E2, E3, E5, E9, E12, E15, E16, E23, E24, E26, E28, E30								
3.2. Pouvoir influencé par l'équipe dirigeante	2	E7, E8, E10, E11, E13, E14								
3.3. Formalisme réglementaire	1	E17, E19, E25								
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**			**1**	**3**	**2**	**2**	**11**	**26**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué			**2**	**4**					**2**	**4**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation

ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

3.1.1.i Qualité et effectif des décideurs finaux :

Il ressort clairement que la prise de décision en matière de titrisation fait partie des prérogatives du conseil d'administration. La décision de titrisation appartient à la famille des décisions de financement qui contribuent à la définition de la politique financière de l'entreprise.

L'ensemble des établissements initiateurs étudiés sont dirigés par un conseil d'administration[2], soit parce qu'il s'agit d'une société anonyme soit d'un établissement public stratégique.

Les verbatim suivants illustrent l'importance et le caractère stratégique des décisions de titrisation et leur prise en charge par le conseil d'administration :

- *« Le management en interne propose différents scénarii en terme de refinancement et par la suite c'est à l'organe de gouvernance, à savoir le conseil d'administration, de valider quel type de refinancement choisir. Par ailleurs, le conseil d'administration est l'organe légal qui a la main pour valider un budget de financement »* (entretien n°15) ;
- *« Des décisions aussi importantes relèvent de la compétence du conseil d'administration ».* (entretien n°8).

En vertu des dispositions de l'article 39 de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes, le nombre des administrateurs composant le conseil varie entre 3 et 12. Pour le cas des sociétés cotées en Bourse, le nombre maximum peut être porté à 15.

Afin de garantir l'indépendance du conseil, l'article 44 de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes stipule que le nombre maximum des administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des membres du conseil.

[2] Deux établissements initiateurs exercent sous la forme de Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance. Au niveau de la présente section, et compte tenu de leurs rôles et attributions décisionnaires identiques, nous assimilerons les membres du directoire aux membres du conseil d'administration et appellerons les deux membres du conseil d'administration. La validation de la décision par le conseil de surveillance représente un simple formalisme imposé par la loi. La décision effective étant prise par le Directoire. Aussi, un Groupe bancaire constitue une instance appelée « Comité Directeur » qui regroupe les administrateurs des banques du Groupe et les représentants des actionnaires, l'appellation « membres du conseil d'administration » fera référence également aux membres du comité directeur.

La quasi-totalité des établissements initiateurs ont des conseils d'administration d'un effectif situé dans la tranche de 4 à 10 administrateurs.

Nos entretiens ont révélé des cas de participation de personnes n'ayant pas la qualité d'administrateur à certaines réunions du conseil devant se prononcer sur le recours à la titrisation. La présence de ces personnes a été jugée utile afin de fournir les éléments de réponses d'ordre technique nécessaires aux éventuelles questions des administrateurs. Ces personnes ne prennent pas part aux délibérations et votes du conseil d'administration. Il s'agit principalement de la personne désignée en interne en tant que pilote du projet de titrisation et éventuellement certains membres de la direction financière.

Une autre pratique rencontrée dans le cadre de trois opérations de titrisation consiste en l'existence d'un comité technique (portant des appellations différentes : comité stratégique, comité exécutif, etc.) émanant du conseil d'administration, constitué essentiellement d'administrateurs auxquels peuvent être adjoints les responsables du projet de titrisation. L'objectif de ce comité est d'étudier l'opération de titrisation en profondeur, sous tous ses aspects, afin de remonter dans un rapport son avis et ses recommandations.

Nos entretiens ont permis de constater que le mode de prise des décisions au sein des conseils d'administration privilégie la recherche de consensus avant de se référer aux règles légales de prise des décisions. Les règles légales en la matière prévoient une prise de décision à la majorité des voix des membres présents ou représentés. En cas d'égalité des votes, la voix du président du conseil d'administration est réputée prépondérante.

Les verbatim suivants illustrent l'organisation et les modes de prise des décisions au sein des conseils d'administration :

- *« La prise de décision au sein du conseil d'administration privilégie la recherche du consensus. »* (entretien n°3) ;
- *« Nous sommes beaucoup plus dans un modèle d'adhésion. Ça veut dire que nous essayons de partager et de prendre les décisions de manière collégiale »* (entretien n°15) ;

- *« Le comité stratégique donne son avis sur l'opération projetée puis le conseil d'administration prend la décision finale. Le conseil stratégique est une émanation du conseil d'administration et ne comprend que des administrateurs qui ont pour mission d'étudier en profondeur certaines opérations ».* (entretien n°2).

3.1.1.ii Mode d'exercice du pouvoir décisionnel :

Concernant l'implication effective du conseil d'administration dans l'exercice de son pouvoir décisionnel, nous avons identifié trois cas de figures :

- Au niveau de 5 opérations de titrisation sur les 8 étudiées, il est possible d'affirmer que le conseil d'administration exerce de manière forte et effective le pouvoir décisionnel dont il dispose. En effet, le conseil ne se limite pas à étudier les grandes lignes de l'opération et adopter les recommandations de l'équipe dirigeante chargée du projet. Le conseil analyse, de manière relativement approfondie, les caractéristiques et retombées de l'opération de titrisation projetée, revoit la cohérence des hypothèses et paramètres retenus par l'équipe dirigeante et exige, au besoin, d'affiner les calculs ou l'élaboration de variantes décisionnelles ;
- Au niveau de 2 opérations de titrisation sur les 8 étudiées, le conseil d'administration exerce son pouvoir décisionnel en reposant fortement sur le travail préparatoire effectué par l'équipe dirigeante chargée du projet. Il semblerait que le conseil d'administration avait une prédisposition à converger vers les conclusions de son équipe dirigeante ;
- Au niveau d'une seule opération de titrisation, il semblerait que la délibération du conseil d'administration ait constitué une pure formalité légale. La réunion du conseil d'administration a permis d'entériner une décision préalablement étudiée et validée prise par les acteurs internes et externes du processus décisionnel de titrisation.

Dans la majorité des cas, les membres du conseil d'administration cumuleront la légitimité et le pouvoir. En se basant sur la typologie des parties prenantes proposée par Mitchell et al. (1997), les décideurs finaux en matière de titrisation seront qualifiés de « définitifs ».

Les verbatim suivants fournissent des illustrations des trois précédents cas de figure d'implication et d'exercice du pouvoir décisionnel par le conseil d'administration :

Cas du pouvoir effectif

- *« Etant donné le caractère stratégique, le conseil d'administration prend le temps nécessaire pour analyser l'opération. Le président exige d'avoir des approfondissements et éclairages sur certains points avant de décider. »* (entretien n°15) ;
- *« Le conseil d'administration, à travers son comité stratégique, étudie dans le détail le projet de l'opération avant toute prise de décision. »* (entretien n°24).

Cas du pouvoir influencé par les recommandations de l'équipe dirigeante

- *« C'est au conseil d'administration qu'incombe la prise de décision mais il est fortement influencé par le travail et, in fine, par les positions des personnes ayant travaillé sur le projet. En quelque sorte, le conseil prend une décision qui est préparée plus bas tout en se réservant le droit d'avoir un avis contraire »* (entretien n°10) ;
- *« C'est le conseil d'administration en la personne de son président qui va prendre la décision finale suite à une recommandation de son DG qui pilote la partie financière.»* (entretien n°18).

Cas du pouvoir issu du formalisme réglementaire

- *« Le plus gros de la décision est préparé et ficelé en amont, le conseil d'administration est une nécessité légale qui devient beaucoup plus un aspect formel »* (entretien n°17) ;
- *« Dans certains cas, les réunions du conseil d'administration sont là uniquement pour acter une décision déjà prise en interne. »* (entretien n°25).

3.1.2. Les acteurs internes

A ce niveau, il convient d'identifier qui sont les acteurs internes à l'organisation impliqués dans le processus décisionnel, quel est leur niveau d'implication dans le

processus et quels types d’influences sont-ils susceptibles d’exercer sur les décideurs finaux ?

Le tableau 45 propose une classification par répondants des caractéristiques des acteurs internes du processus décisionnel :

Tableau 45 : Caractéristiques des acteurs internes du processus décisionnel

Acteurs internes du processus décisionnel	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre AMT	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Qualité des acteurs internes										
1.1. Directions Générale	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18	2	E4, E6		
1.2. Fonction financière	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18	2	E4, E6		
1.3. Autres fonctions	1	E17, E19, E25								
2. Niveau de participation des acteurs internes										
2.1. Elevé	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30								
2.2. Moyen										
2.3. Faible										
3. Influence exercée										
3.1. Consultation										
3.2. Concertation	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30								
3.3. Négociation										
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**			**1**	**3**	**2**	**2**	**11**	**26**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué			**2**	**4**					**2**	**4**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation

ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

3.1.2.i Qualité des acteurs internes :

Tout d'abord, nous souhaiterions délimiter dans le temps le processus décisionnel. Selon Mintzberg et al. (1976) : *« Le processus de décision englobe toutes les activités réalisées entre le moment où un stimulus pour l'action est perçu et le moment où l'engagement dans l'action est effectué »*.

Ainsi, il convient de recenser les acteurs internes à l'organisation qui participent au processus décisionnel dans l'une des étapes se situant entre la perception du stimulus et le choix de la solution et ce, avant toute activité de mise en œuvre de cette solution. Dans le cadre de la présente recherche, les acteurs dont l'implication ne démarre qu'à partir de la phase de mise en œuvre de la solution, ne sont pas considérés comme des acteurs du processus décisionnel.

Les deux acteurs internes omniprésents dans la totalité des opérations de titrisation étudiées sont ceux appartenant aux deux fonctions suivantes : la direction générale et la finance.

L'implication de la direction générale au niveau du processus décisionnel de titrisation s'explique par :

- la nature de la décision de titrisation : il s'agit d'une décision stratégique, de portée générale, engageant l'entreprise sur le long terme et qui affecte sa politique financière ;
- les caractéristiques des opérations de titrisation : le financement par titrisation porte sur des montants importants et implique un recours récurrent à ce mode de financement.

Les acteurs internes appartenant à la fonction de direction générale peuvent porter plusieurs titres : Directeur Général, Directeur Général Délégué, Directeur Général Adjoint,…etc. En matière de décision de titrisation, l'effectif des acteurs internes appartenant à la fonction de direction générale impliqués dans le processus décisionnel compte une seule personne portant, selon les cas, des titres différents parmi ceux mentionnés ci-avant.

L'implication de la fonction financière au niveau du processus décisionnel de titrisation s'inscrit dans l'ordre naturel des choses. En effet, la décision de

titrisation constitue une décision financière par excellence ayant un impact sur la liquidité des actifs, les ratios financiers, la rentabilité, l'endettement, la solvabilité, les fonds propres réglementaires,…etc.

Les acteurs internes appartenant à la fonction financière peuvent porter plusieurs titres : Directeur Administratif et Financier, Directeur Financier, Directeur du Pôle finance, Directeur des Opérations Financières,…etc. Les acteurs internes, associés au processus décisionnel de titrisation, appartenant à la fonction financière comprennent le directeur à la tête de la fonction ainsi qu'une équipe de ses proches collaborateurs pouvant aller jusqu'à trois personnes.

Il est d'usage de nommer au sein de l'établissement initiateur un responsable ou un chef de projet « titrisation ». Ce responsable de projet est toujours choisi parmi les directeurs ou responsables de la fonction financière.

Les verbatim suivants illustrent quelques exemples d'acteurs internes associés au processus décisionnel de titrisation :

- *« Les acteurs impliqués en interne sont d'une part, le Directeur Général Délégué et d'autre part, le Directeur du Pôle Finance assisté par une équipe de 2 personnes dédiées aux opérations financières et qui s'occupent des montages du haut de bilan »* (entretien n°15) ;
- *« C'est le conseil d'administration en la personne de son président qui va prendre la décision finale suite à une recommandation de son DG en charge du pôle finance. Le DG émet sa recommandation sur la base d'une analyse faite par la direction financière. »* (Entretien n°18).

Dans un seul cas de titrisation étudié, un autre acteur interne (autre que la Direction Générale et la Direction Financière) fut associé au processus de décision : il s'agit de la Direction Commerciale.

La Direction Commerciale a apporté son aide pour l'identification des clients dont les créances seront titrisées et l'établissement des prévisions de ventes. S'agissant d'une opération de titrisation de créances futures, il fut indispensable d'impliquer la direction la mieux placée pour effectuer les prévisions des ventes

dont découleront les créances futures à titriser. Les informations et prévisions communiquées par la Direction Commerciale furent indispensables pour la réalisation des simulations nécessaires afin de se prononcer sur la faisabilité de l'opération de titrisation.

Le verbatim suivant illustre la manière dont la direction commerciale a été impliquée : *«Les travaux de la direction financière ont pu être réalisés grâce aux données fournies par la direction commerciale. C'est la direction commerciale qui détient les informations dont nous avons besoin concernant les créances, l'historique, les prévisions … A la direction commerciale, ils ont la connaissance des clients, ils peuvent savoir quels clients répondent aux critères d'éligibilité et donc peuvent être titrisés »* (entretien n°17).

3.1.2.ii Niveau de participation des acteurs internes :

Nous rappelons que le niveau de participation des acteurs au processus décisionnel s'apprécie par rapport à l'ampleur de la participation d'une part et par rapport à la profondeur de la participation d'autre part.

Le niveau de participation de la direction général peut être qualifié de maximum.

En termes d'ampleur de la participation, le Directeur Général participe à toutes les phases du processus décisionnel depuis l'identification du besoin de financement jusqu'à l'assistance aux réunions du conseil d'administration pour entériner les décisions.

En termes de profondeur de la participation, le Directeur Général a l'aptitude d'influencer le sens de la décision finale et exerce une forte influence sur les décideurs finaux.

Pour ce qui est du directeur de la fonction financière, ce dernier participe aux différentes étapes du processus décisionnel à l'exception de la participation aux réunions du conseil d'administration, pour certains cas étudiés. De par sa forte implication dans les travaux préparatoires et d'évaluation des alternatives, le directeur de la fonction financière exerce une forte influence sur la décision. Son

influence sur les décideurs finaux s'exerce de manière indirecte à travers sa forte implication et influence sur le Directeur Général.

En définitive, bien qu'il n'assiste pas de manière systématique aux délibérations du conseil d'administration, le niveau de participation du directeur de la fonction financière (Directeur Financier, Directeur du Pôle Finance, Directeur Administratif et Financier, ….etc.) peut être également qualifié de maximum.

Par contre, le niveau de participation des collaborateurs du directeur de la fonction financière est faible. En effet, ces collaborateurs ne sont associés qu'à quelques étapes du processus décisionnel et n'ont pas d'aptitude réelle pour influencer le sens de la décision finale.

Les verbatim suivants illustrent le niveau de participation des acteurs internes au processus décisionnel de titrisation :

- « C'est la Direction Générale, c'est le numéro 2 de la hiérarchie en charge du pôle finance qui va prendre en charge, piloter et assurer le suivi tout au long de l'opération, de bout en bout … c'est le directeur général qui prépare et qui influence la décision. » (entretien n°18) ;
- « La Direction Financière, au côté du Directeur Général Délégué, est présente sur l'ensemble des étapes du projet….. le Directeur du Pôle finance et le Directeur Général Délégué ont le pouvoir d'influence sur la décision ». (entretien n°15).

3.1.2.iii Le type d'influence exercée par les acteurs internes :

En se référant aux trois types d'influence issus de la revue de la littérature (consultation, concertation et négociation), nous pouvons positionner le type d'influence des acteurs internes dans le cadre de la concertation.

En effet, aucun des cas étudiés n'a révélé l'existence de divergences d'objectifs entre les décideurs finaux et les acteurs internes. Les décideurs finaux favorisent la prise en compte des avis des acteurs internes et tendent vers une prise de décision participative.

Dans aucun des cas étudiés, les membres du conseil d'administration, en leur qualité de décideurs finaux, n'ont exprimé la volonté de ne pas tenir compte de l'avis des acteurs internes. Bien au contraire, l'avis des acteurs internes (direction générale et direction financière) a été systématiquement requis, écouté et pris en considération avant toute prise de décision définitive. En effet, les décideurs finaux sont conscients du fait que les acteurs internes ont l'avantage d'avoir passé plus de temps sur l'étude du projet et de mieux maîtriser le volet technique du projet de titrisation.

Par ailleurs, l'influence ne saurait être du type « négociation » puisque les décideurs finaux ne sont pas tenus de convaincre les acteurs internes avant de décider. La décision de titrisation ne s'inscrit pas dans un schéma de consensus requérant l'obtention d'une unanimité avant la prise de décision.

En définitive, bien que les décideurs finaux ne soient pas obligés de s'aligner sur l'avis des acteurs internes ou bien de devoir les convaincre, ils sembleraient privilégier une démarche de concertation participative visant à écouter leur avis avant de prendre une décision finale.

En se basant sur la typologie des parties prenantes proposées par Mitchell et al. (1997) :

- La direction générale qui dispose de la légitimité et du pouvoir, sans exercer de pressions immédiates, sera qualifiée de partie prenante « dominante » ;
- La direction financière qui dispose de la légitimité sans pouvoir direct de décision sera qualifiée de partie prenante « dépendante ».

Les verbatim suivants illustrent le type d'influence exercée par les acteurs internes :

- *« Le Directeur Général assiste au conseil d'administration et veille à ce que l'avis des responsables du projet soit exposé. De toutes les manières le conseil d'administration demande automatiquement à connaître l'avis des personnes qui ont travaillé en interne sur le projet. »* (entretien n°11) ;
- *« C'est au conseil d'administration qu'incombe la prise de décision mais il est fortement influencé par le travail et, in fine, par les positions des personnes ayant travaillé sur le projet. »* (entretien n°10).

3.1.3. Les acteurs externes

A ce niveau, il convient d'identifier qui sont les acteurs externes à l'organisation impliqués dans le processus décisionnel, quel est leur niveau d'implication dans le processus et quels types d'influences sont-ils susceptibles d'exercer sur les décideurs finaux ?

Le tableau 46 propose une classification par répondants des caractéristiques des acteurs externes du processus décisionnel :

Tableau 46 : Caractéristiques des acteurs externes du processus décisionnel

Acteurs externes du processus décisionnel	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre AMT	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Qualité des acteurs externes										
1.1. Arrangeur	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18	2	E4, E6		
1.2. Consultants externes (juristes, fiscalistes, auditeurs,…)										
1.3. Autres acteurs externes	1	E17, E19, E25								
2. Niveau de participation des acteurs externes										
2.1. Elevé										
2.2. Moyen	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30								
2.3. Faible										
3. Influence exercée										
3.1. Consultation										
3.2. Concertation	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30								
3.3. Négociation	1	E17, E19, E25								
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**			**1**	**3**	**2**	**2**	**11**	**26**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué			**2**	**4**					**2**	**4**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation
ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

3.1.3.i Qualité des acteurs externes :

Selon Daft (1986), lorsqu'il s'agit de décisions stratégiques, des acteurs externes (spécialistes, consultants, …) peuvent être associés à la prise de décision en raison des leurs compétences et/ou expériences spécifiques.

Nous avons noté l'existence de deux acteurs externes :

- L'arrangeur de l'opération de titrisation (acteur présent dans tous les cas étudiés) ;
- La Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation /DEPP (acteur présent dans un seul cas sur les huit cas étudiés).

L'arrangeur joue le rôle du conseiller de l'établissement initiateur et veille notamment à :

- L'assister dans la hiérarchisation des priorités (financement, libération du capital réglementaire, décomptabilisation des actifs, …etc.) ;
- Structurer l'opération pour obtenir les meilleures conditions de financement (coût de sortie, garanties données, ….etc.) ;
- Evaluer la qualité des actifs et leur comportement historique ;
- Modéliser l'évolution des actifs ;
- Réaliser un adossement pertinent de l'actif et du passif ;
- Placer les titres émis par le FPCT auprès des investisseurs ;
- Analyser le risque et mettre en place les garanties adéquates ;
- …Etc.

Lorsque l'initiateur est un établissement public, la DEPP comptera parmi les acteurs externes. En effet, la DEPP est légalement investie d'une mission de contrôle financier à exercer sur les établissements publics. Lorsqu'il s'agit d'opérations financières importantes telles que la titrisation, la DEPP est nécessairement mise à contribution au niveau du processus décisionnel.

Par ailleurs, et contrairement à nos attentes, nous avons constaté l'absence des consultants externes (juristes, auditeurs, fiscalistes,…etc.) au niveau du processus décisionnel. Ce constat s'explique essentiellement par les faits suivants :

- Les consultants externes seront impliqués ultérieurement lors de la mise en œuvre de la décision. L'auditeur se chargera de l'audit du portefeuille des actifs à titriser pour s'assurer de sa conformité aux critères d'éligibilité, le juriste s'occupera de la préparation de la documentation juridiques et contrats relatifs à l'opération,…etc. ;
- La fourniture des informations de natures juridique et fiscale nécessaires à la prise de la décision de titrisation seront fournies par l'arrangeur qui détient les éléments nécessaires pour apporter ce type de conseil.

3.1.3.ii Niveau de participation des acteurs externes :

En termes d'ampleur de la participation, l'arrangeur ne participe pas à toutes les phases du processus décisionnel. Il intervient essentiellement au niveau de la phase d'évaluation des alternatives. En effet, lorsqu'il s'agit de comparer la titrisation aux autres sources de financement identifiées, l'arrangeur intervient :

- pour confirmer que la titrisation est une alternative possible au vu des caractéristiques des actifs à titriser et des besoins des investisseurs ;
- pour aider au déroulement des simulations et au chiffrage du coût de la titrisation.

L'arrangeur n'assiste pas aux délibérations du conseil d'administration mais aide l'équipe du projet à préparer la documentation qui sera remise aux membres du conseil pour les orienter en matière de prise de décision. Dans certains cas, la documentation est préparée par la direction financière puis envoyée à l'arrangeur pour revue avant sa transmission aux membres du conseil d'administration.

En termes de profondeur de la participation, l'arrangeur n'a pas l'aptitude d'influencer d'une manière directe le sens de la décision finale puisqu'il n'a pas de contact direct avec les décideurs finaux. Son influence est exercée de manière indirecte à travers son aptitude à influencer les acteurs internes (direction générale et direction financière) avec qui il entretient une étroite collaboration.

En définitive, le niveau de participation de l'arrangeur au processus décisionnel sera qualifié de moyen du fait qu'il n'intervient pas au niveau de toutes les étapes

du processus décisionnel et qu'il n'a pas une forte aptitude à faire changer le sens de la décision finale.

Concernant l'opération de titrisation dont l'initiateur est un établissement public, la DEPP, en tant que deuxième acteur externe ne participe pas non plus à toutes les étapes du processus décisionnel. Une fois l'étude du projet de titrisation bouclée et avant sa présentation au conseil d'administration, les acteurs internes organisent des séances de travail avec les responsables de la DEPP pour leur présenter l'opération projetée, les convaincre de son bien-fondé et avoir leur feu vert pour passer à l'étape ultime de la validation au niveau du conseil d'administration. Un responsable de la DEPP assiste au conseil d'administration pour faire part aux administrateurs du point de vue de ladite direction.

En termes de profondeur de la participation, la DEPP a l'aptitude d'influencer le sens de la décision finale. En effet, la DEPP est représentée au niveau du conseil d'administration qui va exiger de connaître son avis avant d'autoriser la mise en place de l'opération de titrisation.

En définitive, le niveau de participation de la DEPP au processus décisionnel sera qualifié de « moyen, tendant vers élevé » du fait qu'elle n'intervient pas au niveau de toutes les étapes du processus décisionnel mais qu'elle a l'aptitude à faire changer le sens de la décision finale.

Les verbatim suivants illustrent le niveau de participation des acteurs externes au processus décisionnel de titrisation :

- *«Le représentant de l'arrangeur n'assiste pas jusqu'au bout du processus décisionnel mais l'information qui est présentée au conseil d'administration est préalablement challengée avec lui. L'arrangeur n'a pas de pouvoir particulier pour influencer la décision finale. »* (entretien n°24) ;
- *« Avant l'approbation du conseil d'administration, il y a la validation de la DEPP qui regarde le détail de l'opération et qui approuve ses modalités … plusieurs réunions ont été tenues avec les responsables de la DEPP pour qu'ils soient à l'aise avec la manière dont l'opération a été structurée ».* (entretien n°25).

3.1.3.iii Le type d'influence exercée par les acteurs externes :

Etant donné que l'arrangeur n'assiste pas aux réunions du conseil d'administration, nous allons davantage évaluer son type d'influence vis-à-vis des acteurs internes que vis-à-vis des décideurs finaux.

Les acteurs internes favorisent la prise en compte de l'avis de l'arrangeur du fait de son expertise et expérience en la matière. Ainsi, la tendance va dans le sens de la concertation afin d'adopter une position commune tenant compte de l'avis conjoint des acteurs internes et de l'arrangeur, avant de la présenter aux décideurs finaux. Les résultats des entretiens menés confirment la forte implication et complicité entre les acteurs internes et l'arrangeur.

En revanche, un seul établissement initiateur a révélé un cas de divergence de points de vue et d'intérêts avec l'arrangeur. En effet, compte tenu de la situation financière délicate de l'établissement initiateur, l'arrangeur avait tendance à exiger la mise en place d'une palette de garanties (rehaussement de crédit) que l'initiateur estimait exagérées. L'arrangeur fut animé par le souci de structurer une opération ayant les meilleures chances de placement auprès des investisseurs. De son côté, l'établissement initiateur estimait que même avec un moindre niveau de garanties, l'opération demeurait suffisamment intéressante pour les investisseurs. Hormis cette divergence concernant le rehaussement du crédit, l'établissement initiateur a confirmé que les relations avec l'arrangeur se sont inscrites dans un cadre de parfaites concertation et collaboration. Le verbatim suivant illustre l'activité de négociation caractéristique de ce cas spécifique : *« S'agissant de l'aspect particulier des garanties, nous avons entamé une activité de négociation avec l'arrangeur qui voulait donner un maximum de garanties aux investisseurs, ce que nous jugions parfois exagéré alors que nous, on essaye d'optimiser les mécanismes de couverture que nous allons donner aux investisseurs »* (entretien n°19).

S'agissant de la DEPP, l'influence qu'elle exerce sur les décideurs finaux et les acteurs internes est de type « négociation ». En effet, les acteurs internes sont tenus d'avoir l'accord de la DEPP pour pouvoir réaliser l'opération. Du côté du

décideur final, les expériences antérieures ont démontré que les décisions de financement importantes ne sont autorisées par le conseil d'administration qu'après le recueil d'un avis favorable auprès de la DEPP.

En se basant sur la typologie des parties prenantes proposée par Mitchell et al. (1997) :

- L'arrangeur qui dispose de la légitimité (de par son expertise et maîtrise de la technique de titrisation) mais sans pouvoir ni capacité de pression immédiate, sera qualifié de partie prenante « discrète » ;
- La DEPP qui a la faculté d'exercer des pressions ainsi que du pouvoir, mais n'a pas de légitimité, sera qualifiée de partie prenante « dangereuse ».

Les verbatim suivants illustrent le type d'influence exercée par les acteurs externes :

- *« Même si nous ne sommes pas obligés d'être en accord, nous veillons tout le temps à avoir l'avis de l'arrangeur, c'est lui le spécialiste de la titrisation. »* (entretien n°28) ;
- « C'est-à-dire que sans la validation de la DEPP, il n'y aura pas d'approbation de la titrisation au niveau du conseil d'administration … le directeur de la DEPP assiste aux réunions du conseil d'administration. » (entretien n°25).

3.2. Des rationalités essentiellement limitées et contextuelles

La rationalité fait partie des dimensions fondamentales qui permettent de décrire et comprendre le processus décisionnel. Le concept de rationalité se situe au centre des théories de la décision.

Cette dimension renvoie à la détermination de ce qu'est « une décision rationnelle » sachant que les organisations sont à la quête d'une rationalité collective qui transcende la rationalité individuelle.

La revue de la littérature permet de distinguer divers modèles et conceptions de la rationalité, notamment :

- La rationalité parfaite ;
- La rationalité limitée ;
- La rationalité politique ;
- La rationalité contextuelle ;
- La rationalité sociocognitive.

L'axe n°4 de notre dictionnaire des thèmes intitulé « rationalités mises en œuvre » a été conçu pour étudier les caractéristiques des rationalités sous-tendant le processus décisionnel.

Le tableau ci-après rappelle les sous-thèmes et les descripteurs de l'axe relatif aux rationalités :

Tableau 47 : Sous-thèmes et descripteurs relatifs aux rationalités du processus décisionnel

Thème	Sous-thème	Descripteur
4/ Rationalités mises en œuvre	Objectifs et choix décisionnel	Utilisation d'indicateurs de « satisfaction » Vs. indicateurs de « maximisation/optimisation »
	Niveau de connaissance	- Niveau de connaissance du sujet dont font preuve les acteurs - Degré de connaissance des alternatives décisionnelles - Degré de connaissance des conséquences des décisions
	Heuristiques décisionnelles	Recours aux heuristiques et cas semblables
	Procédures décisionnelles	- Recours à des procédures standards - Volets personnalisés du processus décisionnel
	Ressources humaines	- Niveau et manière de participation des acteurs
	Activités politiques	- Degré de convergence des intérêts des acteurs - Existence d'acteurs puissants ou influents - Recours aux activités diplomatiques (coalitions, négociations, sabotages….)
	Facteurs contextuels	Niveau d'influence du contexte spécifique sur le processus (dépendance du cas décisionnel)

		- Existence de facteurs contextuels particuliers (importance des enjeux, pression du facteur temps,…) - Stabilité ou changement constaté au niveau des acteurs décisionnels

A ce stade, nous estimons nécessaire de distinguer deux types d'opérations de titrisation :

- Les opérations de titrisation « offensives ». Il s'agit d'opérations de titrisation initiées par des établissements en bonne santé financière qui cherchent à optimiser leur coût d'accès au financement.
- Les opérations de titrisation « défensives ». Il s'agit d'opérations de titrisation initiées par des établissements en situation financière délicate ou critique (cessation des paiements, historique de déficits, saturation de la capacité d'endettement, …etc.) qui n'arrivent plus à accéder au financement sur le marché en raison d'une mauvaise notation financière. La titrisation apparaît alors comme une technique idéale pour un rehaussement de crédit permettant l'accès au financement.

Les établissements initiateurs d'opérations de titrisation offensives vont s'engager dans un processus décisionnel reposant sur une rationalité limitée visant la recherche d'une solution de financement à des conditions satisfaisantes.

Par contre, les établissements initiateurs d'opérations de titrisation défensives qui subissent l'influence négative de leur contexte financier difficile vont davantage espérer accéder au financement que se montrer exigeants en matière de négociation des conditions du financement (coût, garanties, …etc.). L'importance des enjeux, la pression du temps et de manière générale la spécificité du contexte va les mener vers la mise en œuvre d'une rationalité mixte : limitée et contextuelle.

Le tableau 48 propose une classification par répondants des caractéristiques des rationalités mises en œuvre au niveau du processus décisionnel :

Tableau 48 : Caractéristiques des rationalités mises en œuvre dans le processus décisionnel

Rationalités mise en œuvre	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre AMT	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Caractéristiques des rationalités										
1.1. Objectifs et critères du choix décisionnel										
1.1.1. Indicateurs d'optimisation	1	E2, E15								
1.1.1. Indicateurs de satisfaction	7	E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
1.2. Complétude des connaissances et de l'analyse										
1.2.1. Connaisance exhaustive	1	E2, E15								
1.2.2. Connaissance partielle	7	E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
1.3. Recours aux heuristiques et cas semblables	1	E3, E16, E24			1	E1, E20, E18				
1.4. Recours aux procédures	2	E2, E8, E11, E14, E15								
1.5. Existence d'activités politiques	1	E17, E19, E25								
1.6. Impact important des facteurs contextuels	3	E5, E7, E9, E10, E12, E13, E17, E19, E25			1	E1, E20, E18				
2. Rationalités mises en œuvre										
2.1. Parfaite										
2.2. Limitée	5	E2, E3, E8, E11, E14, E15, E16, E23, E24, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
2.3. Politique	1	E17, E19, E25			1	E1, E20, E18				
2.4. Contextuelle	3	E5, E7, E9, E10, E12, E13, E17, E19, E25			1	E1, E20, E18				
2.5. Sociocognitive										
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**			**1**	**3**			**9**	**24**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué			**2**	**4**			**2**	**2**	**4**	**6**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation
ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

3.2.1. D'une rationalité limitée simple vers une rationalité limitée procédurale

La revue de la littérature suggère d'appréhender la rationalité limitée à travers les quatre critères suivants :

- Les connaissances limitées ;
- Le recours aux heuristiques (intuition, benchmark, créativité, expérience …etc.) ;
- La non-complétude des données et de l'analyse ;
- La recherche d'une solution satisfaisante plutôt qu'une solution répondant à des critères de maximisation/optimisation.

Il ressort de l'analyse des données collectées que cinq processus décisionnels de titrisation étudiés sur un total de huit s'inscrivent dans le cadre d'une rationalité limitée.

Le niveau de connaissances dont font preuve les décideurs et les acteurs internes n'est pas total du fait qu'il s'agit généralement de leur première expérience de financement par titrisation. En effet, à l'exception de l'initiateur de l'opération notée FPCT 7, les initiateurs des quatre autres opérations n'ont jamais eu recours à la titrisation auparavant.

Les verbatim suivants illustrent le niveau de connaissances limitées des acteurs :

- *« C'était notre première opération de titrisation. Pour nous c'était une découverte. »* (entretien n°5) ;
- *« Nos connaissances en la matière étaient loin d'être parfaites. Heureusement qu'il y avait AMT (l'arrangeur) pour nous conseiller. »* (entretien n°17) ;
- *« Nous maîtrisons les autres modes de refinancement tels que l'emprunt obligataire, mais la titrisation est autre chose, nos connaissances étaient modestes.»* (entretien n°16)

Le recours aux heuristiques s'est manifesté à travers :

- Le recours au benchmark par rapport aux cas similaires. L'opération notée FPCT 4 consistant en un programme de titrisation de créances hypothécaires (RMBS) a profité de l'expérience des opérations FPCT 1 et

FPCT 2 réalisées par un autre établissement initiateur mais dont les caractéristiques étaient fortement similaires.

- Le recours à la capitalisation d'expérience :
  - La mise en place de l'opération notée FPCT 7 a bénéficié de l'expérience acquise par l'initiateur lui-même qui avait déjà procédé à la réalisation de deux opérations de titrisation similaires ;
  - L'arrangeur a fait bénéficier les établissements initiateurs d'une mutualisation d'expériences. En effet, toutes les opérations de titrisation effectuées au Maroc ont été structurées par le même arrangeur.

Les verbatim suivants illustrent le recours aux heuristiques par les opérateurs de la titrisation :

- *« Nous avions de la chance d'avoir déjà analysé et observé le comportement et les performances des opérations faites par "EI1"[3] dont les caractéristiques n'étaient pas différentes de celles de notre fonds. »* (entretien n°24) ;
- *« Nous avions de l'expérience, nous étions à notre 3ème opération. »* (entretien n°11) ;
- *« Nous capitalisons sur notre expérience passée relative aux précédents fonds de titrisation déjà lancés. »* (entretien n°2).

Concernant le critère de la complétude, ce dernier s'apprécie à travers l'exhaustivité d'identification des alternatives et leur évaluation. Nous avons constaté que l'étape de génération des alternatives n'était pas exhaustive étant donné qu'aucun établissement initiateur n'était soucieux de dresser une liste exhaustive des sources de financement existantes. La titrisation fut comparée principalement à une, voire maximum, deux autres alternatives de financement. En effet, certaines sources de financement ont été d'emblée écartées et ce de manière consciente ou inconsciente. La titrisation fut principalement comparée avec l'emprunt obligataire classique, l'emprunt obligataire subordonné et les certificats de dépôt. Certains initiateurs ont affirmé que les seules sources de

[3] Pour des considérations d'anonymat nous avons substitué au nom de l'établissement initiateur les initiales « EI1 ».

financement concurrentes à la titrisation sont l'emprunt obligataire et l'emprunt subordonné alors que d'autres ont mis en concurrence la titrisation avec les certificats de dépôt ce qui dénote d'une non-complétude dans la génération des alternatives.

Cette non-complétude est également constatée au niveau de l'étape d'évaluation des alternatives puisqu'il n'y a que certaines conséquences qui sont analysées. En effet, les conséquences étudiées se limitent généralement à l'aspect financier : comparaison du coût financier et des impacts sur le compte de résultat des différentes sources de financement. Les conséquences et implications en matière d'organisation, de systèmes d'informations, de ressources humaines et autres volets ne sont pas toujours analysées avant la prise de décision. Ces volets non financiers sont généralement gérés au niveau de la phase ultérieure de mise en place de la solution.

Etant donné le niveau de connaissances limité des acteurs, seules les conséquences directes et proches dans le temps furent analysées. Les conséquences indirectes et celles liées aux moyen et long termes ont été ignorées dans l'analyse. Par exemple, il s'est avéré que la mise en place des opérations de titrisation FPCT 1 et FPCT 2 ont conduit à une baisse du Produit Net Bancaire de l'initiateur et à une augmentation de son coût du risque sur le moyen et long termes étant donné la cession des meilleurs crédits (taux d'intérêts élevés et clients solvables). Ces conséquences n'ont malheureusement pas été anticipées au moment de la prise de décision de titriser puisque l'attention a été davantage portée sur les conséquences directes et immédiates.

Les verbatim suivants illustrent la non-complétude de l'analyse des alternatives décisionnelles :

- *« Vous avez deux ou trois solutions que vous pouvez comparer rapidement et c'est ce que nous avons fait. »* (entretien n°23) ;
- *« On a fait une étude comparative entre les différentes solutions de financement. Que va coûter telle ou telle solution par rapport à une autre ? Quels sont les impacts de telle solution par rapport à une autre ? On essaye disons d'être le plus rationnel possible et d'avoir une démarche la*

plus économique possible sans prétendre aller jusqu'au bout des calculs financiers de détail. » (entretien n°14).

Si l'on considère d'une part, que l'univers des alternatives possibles n'a pas été exhaustivement investigué, puisque seul un nombre restreint d'alternatives fut étudié, et d'autre part que les critères d'évaluation sont essentiellement financiers et centrés sur le court terme, nous pouvons conclure que la rationalité sous-tendant le processus décisionnel oriente davantage le choix vers une solution satisfaisante plutôt que vers une solution optimale.

Nous avons déjà souligné au niveau de la section V.2.2.3., que la titrisation comportait un certain nombre de contraintes inhérentes à sa mise en place qui en font une décision engageante sur le long terme, compte tenu de l'impératif d'y recourir de manière récurrente. En effet, l'effort et le coût de mise en place d'une première opération de titrisation ne sera amorti et son expérience capitalisée qu'à travers la réalisation d'autres opérations de titrisation similaires. C'est ainsi que l'établissement initiateur noté « EI1 » a mis en place jusqu'à ce jour, quatre opérations de titrisation.

Dans le même ordre d'idées, nous pouvons nous attendre à ce que les autres établissements initiateurs s'engagent à l'avenir dans de nouvelles opérations de titrisation.

Vu le caractère récurrent du recours à la titrisation par les établissements initiateurs, il devient légitime de s'interroger sur l'impact de cette récurrence sur la rationalité mise en œuvre.

Les rationalités de manière générale, et la rationalité limitée plus spécifiquement, ont fait l'objet de déclinaisons en variantes. La revue de la littérature met en évidence la déclinaison de la rationalité limitée en :

- Rationalité limitée procédurale ;
- Rationalité limitée rétrospective ;
- Et rationalité limitée esthétique.

En présence de décisions de titrisation répétitives, les organisations conçoivent, en se basant sur leur expérience, des procédures pour en encadrer le traitement de telle sorte qu'elles ne soient plus considérées et traitées à chaque fois comme de nouvelles situations.

Ainsi, au fur et à mesure qu'un établissement initiateur aura recours à la titrisation, il verra la rationalité sous-tendant son processus décisionnel glisser d'une rationalité limitée simple vers une rationalité limitée procédurale.

D'un autre côté, les établissements initiateurs qui recourent à la titrisation pour la première fois vont également se situer dans une rationalité procédurale, dans la mesure où ils vont appliquer au processus décisionnel de titrisation les procédures génériques suivies pour les prises de décisions relatives au financement. Ainsi, divers interviewés ont affirmé que la titrisation est un outil de financement et de ce fait son processus décisionnel suit le même cheminement que celui adopté, de manière générale, pour prendre les décisions relatives au financement.

C'est ainsi que le processus décisionnel de l'établissement initiateur « EI1 » a basculé vers une rationalité limitée procédurale pour les besoins de la mise en place de sa troisième et quatrième opérations de titrisation.

Les verbatim suivants illustrent la mise en œuvre d'une rationalité limitée procédurale chez l'établissement initiateur « EI 1 » :

- *« C'est une organisation qui a pris de la maturité….Nous, nous avons les process rodés, les différents éléments disponibles, les choses peuvent tourner rapidement. C'est-à-dire que nous savons ce que nous voulons, quand et chez qui l'avoir. »* (entretien n°15) ;
- *« Le produit titrisation était banalisé, industrialisé au niveau de notre banque. »* (entretien n°8) ;
- *« Pour décider de la titrisation, les règles et les étapes sont pratiquement les mêmes que celles adoptées pour le recours aux autres sources de refinancement. »* (entretien n°10).

3.2.2. Une rationalité contextuelle pouvant impliquer une dimension politique

Sur les huit cas étudiés, trois opérations de titrisation ont été initiées par des établissements en situation financière délicate, voire même critique (allant de la saturation de la capacité d'endettement jusqu'à la cessation de paiement).

Les processus décisionnels sous-tendant la décision de titrisation relative à ces trois opérations de titrisation ont été fortement influencés par les facteurs contextuels.

L'influence de ces facteurs contextuels est perceptible au niveau des différentes étapes du processus décisionnel :

Etape	Comportement dans un contexte normal	Comportement observé chez les émetteurs étudiés en situation financière critique
Fixation des objectifs	L'objectif d'un établissement initiateur en situation financière confortable est de choisir la source de financement offrant les conditions les plus avantageuses : • Taux d'intérêt le plus faible possible ; • Coût de mise en place le plus faible ; • Délai de mise en place raisonnable ; • Consentir le minimum de garanties possibleS ; • …etc.	L'objectif d'un établissement initiateur en situation financière critique est, avant tout, de réussir à accéder au financement.
Génération des alternatives (nombre des alternatives)	Un établissement initiateur en situation financière confortable aura le choix entre plusieurs options de financement qu'il mettra en concurrence.	Un établissement initiateur en situation financière critique aura un nombre d'options plus restreint, voire une seule et unique option.
Détermination des critères d'évaluation des alternatives	Un établissement initiateur en situation financière confortable aura tendance à s'orienter vers une évaluation multicritère.	Un établissement initiateur en situation financière critique retiendra, en règle générale, un nombre plus restreint de critères privilégiant :

		• Les solutions permettant d'accéder au montant de financement le plus élevé ; • Les solutions dont la mise en place prendra le moins de temps.
Choix parmi les alternatives	Un établissement initiateur en situation financière confortable sera en position favorable pour négocier les conditions du financement avec les bailleurs de fonds et les intermédiaires (spread, garanties, coût de mise en place,…etc.).	Vu l'importance des enjeux et la pression du temps, l'établissement initiateur en situation financière critique va davantage espérer accéder au financement plutôt que d'être exigeant et regardant sur les conditions d'accès au financement. Ainsi, il acceptera de payer un coût plus important et consentir des garanties surdimensionnées par rapport à ce qu'il est censé consentir.

D'autres facteurs contextuels peuvent affecter le choix de l'émetteur. Parmi ces facteurs figurent :

- La liquidité du marché. Une émission d'un programme de titrisation dans un contexte de surliquidité est de nature à en faciliter le placement auprès des investisseurs. Un manque de liquidité du marché peut conduire l'émetteur à écarter l'alternative de titrisation ou du moins le contraindre à offrir une rémunération plus importante au risque de rendre cette alternative moins compétitive par rapport à d'autres ;
- La situation des taux d'intérêts du marché des capitaux par rapport à celle du marché bancaire. Un environnement caractérisé par un marché des capitaux plus compétitif que le marché bancaire est de nature à favoriser les émissions de titrisation. En effet, plus le différentiel entre les taux de rémunération des bons du trésor et les taux de financement sur le marché bancaire est important, plus il y aura de marge de manœuvre pour structurer et arranger des montages de titrisation satisfaisants aussi bien les émetteurs (à la recherche de taux de financement plus faibles que ceux du marché bancaire) que pour les investisseurs (à la recherche de taux de rémunération plus élevés que ceux des bons du trésor).

En définitive, la rationalité mise en œuvre dans le cadre du processus décisionnel de titrisation *va au-delà d'une rationalité limitée pour devenir, dans certains cas, principalement contextuelle*.

Les choix ainsi que les préférences des décideurs sont influencés par l'impact de l'environnement et du contexte qui prévaut au moment de la prise de décision.

L'importance des enjeux, la pression du temps, la situation financière de l'émetteur, la liquidité du marché et la courbe des taux sont autant de facteurs contextuels qui affectent le processus décisionnel sous-tendant la décision de recours à la titrisation.

Les verbatim suivants illustrent l'influence des facteurs contextuels sur le processus décisionnel :

- *« Vu notre situation financière qui continue à être difficile et nos besoins d'investissement importants, nous mobilisons le maximum possible de financement pour combler notre déficit de trésorerie. Nous avons épuisé toutes les sources de financement et les possibilités offertes par le marché. Finalement quel que soit le taux de financement de la titrisation nous allons y recourir car nous n'avons pas le choix. »* (entretien n°19) ;
- *« Chaque fois que nous faisons une sortie, on essaye de choisir un moment où il y a le plus de liquidité et où les taux sont au plus bas pour pouvoir bénéficier de ce contexte »* (entretien n°25) ;
- *« Actuellement avec la tendance baissière des taux répercutée sur le marché des capitaux, il y a certaines entreprises qui ont fait la titrisation parce qu'il y a cette tendance de baisse des taux des bons du trésor. En comparant le coût de la titrisation avec un crédit bancaire ils ont trouvé qu'il est plus intéressant de faire de la titrisation. »* (entretien n°20).

Au-delà des considérations contextuelles, la situation particulière de certains établissements initiateurs peut favoriser l'émergence d'une autre variante de rationalité mixte : contextuelle à dimension politique. En effet, lorsque l'établissement émetteur est un établissement public, il se trouve de facto soumis au contrôle de l'Etat et à la tutelle ministérielle.

Dans ce cas de figure, la décision n'est plus une affaire interne à l'organisation étant donné que cette dernière devra obtenir l'accord d'acteurs externes (DEPP, ministère de tutelle,…etc.).

Dans cette perspective, le processus acquiert une connotation politique nécessitant la mise en œuvre d'actions diplomatiques : négociation, persuasion, recherche de compromis,…etc.

L'une des opérations de titrisation étudiées fut initiée par un établissement public soumis au contrôle financier de la DEPP (Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation) dont l'implication est indispensable lorsqu'il s'agit de décisions liées à des opérations financières importantes telles que la titrisation.

Les acteurs internes de cet établissement se livrent à des activités diplomatiques dans le but de convaincre les représentants de la DEPP de la pertinence du projet de titrisation afin d'obtenir leur accord pour la mise en place de l'opération.

Une autre facette de la dimension politique se révèle à travers la composition du conseil d'administration considéré comme décideur final en matière de titrisation. Le conseil d'administration est présidé par le chef du gouvernement, et ses membres sont pour l'essentiel des ministres ou représentants de ministères. Lorsqu'il s'agira de décisions stratégiques devant être prises au sein du conseil d'administration, le ministère de tutelle de l'établissement public se livrera régulièrement à des activités diplomatiques pour obtenir un consensus auprès des autres administrateurs.

Section 4. Les étapes du processus décisionnel et la démarche processuelle

4.1. Des étapes à progression dynamique de type « Nonaka »

La présente section est dédiée à la description des étapes du processus décisionnel ainsi qu'à la mise en évidence de la forme de progression de ses activités constitutives.

L'axe n°5 de notre dictionnaire des thèmes intitulé « Etapes du processus décisionnel » a été conçu pour étudier les phases constitutives du processus de prise de décision.

Le tableau ci-après rappelle les sous-thèmes et les descripteurs de l'axe relatif aux étapes du processus décisionnel :

Tableau 49 : Sous-thèmes et descripteurs relatifs aux étapes du processus décisionnel

Thème	Sous-thème	Descripteur
5/ Etapes du processus décisionnel	Activités d'identification du problème à l'origine de la décision	- Manières d'identification du problème - Liste des acteurs pouvant initier le processus
	Activités de fixation des objectifs poursuivis	- Objectifs curatifs ou objectifs préétablis et clairement définis
	Activités de génération des alternatives	- Techniques de génération des alternatives - Acteurs impliqués dans la génération des alternatives
	Activités de choix de la solution	- Critères d'évaluation des alternatives - Choix de la solution
	Activités d'approbation	- Niveaux intermédiaires d'approbation (jalons) - Acteurs ou instances habilités à approuver - Mode de prise de décision d'approbation (majorité, unanimité,…)
	Activités de mise en œuvre	- Activités d'exécution de la solution optimale
	Séquence et ordonnancement des étapes	- Agencement et ordre de réalisation des étapes (séquence linéaire, cycle, en parallèle, chevauchement…)

Le tableau 50 propose une classification par répondants des étapes du processus décisionnel et des formes de progression de ses activités constitutives :

Tableau 50 : Caractéristiques des étapes du processus décisionnel

Etapes du processus décisionnel	FPCT		ECT		Arrangeur		Auditeurs		Total des entités	
	Nbre FPCT	Entretiens	Nbre ECT	Entretiens	Nbre AMT	Entretiens	Nbre auditeurs	Entretiens	Nbre entités	Nbre entretiens
1. Décomposition des étapes du processus décisionnel										
1.1. Conforme par rapport au modèle général séquentiel	8	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
1.2. Dérogatoire par rapport au modèle général séquentiel										
2. Approche d'identification du problème										
2.1. Approche curative	7	E2, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E17, E19, E23, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
2.2. Approche amélioratrice	1	E3, E16, E24			1	E1, E20, E18				
3. Evénement déclencheur du processus (stimulus)										
3.1. Difficultés de trésorerie	1	E17, E19, E25			1	E1, E20, E18				
3.2. Budget de trésorerie	2	E23, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
3.3. Plan de Moyen Terme	5	E2, E3, E5, E7, E8, E9, E10, E11, E12, E13, E14, E15, E16, E24			1	E1, E20, E18				
3.4. Autre										
4. Génération des alternatives										
4.1. Alternatives trouvées	7	E2, E3, E7, E8, E10, E11, E13, E14, E15, E16, E17, E19, E23, E24, E25, E26, E28, E30			1	E1, E20, E18				
4.2. Alternatives conçues	1	E5, E9, E12			1	E1, E20, E18				
5. Formes de progression des activités										
5.1. Linéaire	3	E7, E10, E13, E23, E26, E28, E30								
5.2. Parallèle	5	E2, E3, E5, E8, E9, E11, E12, E14, E15, E16, E17, E19, E24, E25								
5.3. Cumulative										
5.4. Conjonctive										
5.5. Récurrente										
Total des entretiens concernés par le thème investigué	**8**	**21**			**1**	**3**			**9**	**24**
Total des entretiens non concernés par le thème investigué			**2**	**4**			**2**	**2**	**4**	**6**
Total général									**13**	**30**

FPCT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé l'émission d'un fonds de titrisation
ECT : Acteurs du processus décisionnel ayant décidé le non recours à la titrisation

4.1.1. Etapes constitutives du processus décisionnel

La revue de la littérature a permis l'identification de différents modèles s'intéressant à la décomposition du processus décisionnel par étapes.

L'analyse comparative de ces différents modèles permet l'identification de dénominateurs communs, permettant de dégager un modèle général séquentiel classique constitué des quatre étapes suivantes :

- Identification du problème ;
- Génération des alternatives ;
- Evaluation des alternatives et sélection ;
- Mise en œuvre de la solution.

Notre étude des processus décisionnels sous-tendant la décision de titrisation au Maroc permet de confirmer que lesdits processus se décomposent de manière conforme au modèle général séquentiel décrit ci-avant. Néanmoins, la forme de progression des activités n'est pas nécessairement linéaire.

4.1.1.i Identification du problème :

L'identification d'un problème est déclenchée par la constatation d'un écart entre une performance actuelle et un objectif préétabli ce qui induit un besoin de changement.

Les résultats de nos travaux de recherche affirment que l'identification du problème survient à différentes occasions :

Etablissement du Plan Moyen Terme

Certains établissements initiateurs, essentiellement les banques, ont pour pratique d'établir puis de mettre à jour régulièrement leur Plan à Moyen Terme (PMT). L'établissement du PMT est un exercice consistant à établir les prévisions financières (bilan, compte de résultat et tableau de trésorerie) de l'initiateur sur un horizon de 3 à 4 années.

L'établissement du PMT met en évidence les besoins de refinancement de l'établissement initiateur.

Etablissement du budget de trésorerie

La confrontation annuelle des recettes aux dépenses (d'exploitation et d'investissement), à l'occasion de l'établissement du budget de trésorerie fait ressortir les besoins en financement.

Difficultés de trésorerie rencontrées

Les difficultés de trésorerie vécues de manière régulière par certains établissements en situation financière difficile constituent un stimulus pour le processus décisionnel de la recherche du financement.

L'un des établissements initiateurs étudiés assure un service public et de ce fait a vocation à être structurellement déficitaire (prix de vente du service public volontairement fixé à un niveau inférieur au coût de revient) avec la nécessité de réaliser des investissements importants. Dans ce cas, le problème du financement se pose de manière structurelle.

L'identification du problème, élément déclencheur du processus décisionnel, peut s'inscrire dans deux approches différentes :

- Approche curative : le processus est enclenché en réaction à la perception d'une insatisfaction dans la situation actuelle ;
- Approche amélioratrice : le processus est l'émanation d'une volonté d'amélioration de la situation actuelle suite à la détection d'une opportunité.

Sur les huit processus décisionnels étudiés, sept s'inscrivent dans une approche curative et un seul dans une approche amélioratrice.

En effet, les opérations de titrisation ont été initiées suite à la détection d'une insatisfaction relative :

- A la difficulté d'accès au financement ;
- A l'accès à un financement trop onéreux ;
- Au manque de diversification des modes de financement.

Une seule opération de titrisation fut initiée suite à l'adoption d'une vision avant-gardiste. L'initiateur de ladite opération jouit d'une bonne santé financière et n'éprouve pas de

difficultés à accéder au financement à des taux compétitifs. Conscient des multiples avantages de la titrisation et surtout de son long délai de mise en place, l'établissement initiateur a décidé de réaliser une première opération de titrisation dans le cadre d'un fonds rechargeable. Cette opération pilote a eu comme objectif de permettre au cédant de roder ces processus internes et de le familiariser avec les caractéristiques et contraintes de cette technique de telle sorte qu'il soit, en cas de besoin, en mesure de la mettre en place dans des délais et conditions optimisés.

L'ordonnancement des activités voudrait qu'une fois le problème identifié, vienne la phase de formulation des objectifs. Les principaux objectifs ressortant à l'issue de l'analyse des processus décisionnels se présentent comme suit :

- Accéder au financement en levant un montant déterminé en fonction d'une évaluation des besoins de l'établissement initiateur. Dans ce cas, l'objectif pourrait être formulé comme suit : *« l'objectif est de réussir à lever auprès des investisseurs une somme de 500 millions dirhams qui servirait à financer le besoin en fonds de roulement »* ;
- Se financer à un taux maximum prédéfini. Dans ce cas, l'objectif pourrait être défini ainsi : *« l'objectif est de se financer avec un spread maximum de 90 points de base ».*
- *Diversification des sources de financement.* L'objectif serait éventuellement formulé comme suit : *« l'objectif étant d'avoir, en plus de l'emprunt obligataire, une deuxième source de financement à long terme ».*
- Amélioration des ratios prudentiels réglementaires ou des indicateurs de taux et de liquidité. On pourrait exprimer l'objectif ainsi : *« l'objectif est de maintenir les ratios prudentiels réglementaires, à savoir, le ratio de solvabilité et le ratio de liquidité à des niveaux respectifs de … et … » ;*
- Réduction des gaps entre les maturités des actifs et des passifs. L'objectif serait alors énoncé ainsi : *« l'objectif est d'avoir X% de nos ressources avec des maturités supérieures à X années ».*

Les verbatim suivants illustrent les problèmes (stimuli) à l'origine du processus décisionnel ainsi que les objectifs recherchés à travers la mise en place des opérations de titrisation :

- *« Le problème du refinancement se déclenche à l'occasion de la préparation du PMT. »* (entretien n°11) ;
- *« En fait, ce n'est pas le contexte économique qui a guidé le fait d'aller ou de ne pas aller vers une titrisation, c'est beaucoup plus le fait que ça s'inscrive dans le cadre d'un plan de financement qui était validé au départ. »* (entretien n°15) ;
- *« Nous avons une problématique bilancielle dite d'ALM qu'il fallait rattraper petit à petit entre l'actif et le passif. Nous avons une forte exposition sur les crédits immobiliers qui représentent du long terme ce qui veut dire que nous avons besoin de leviers de financement sur le long terme, or les financements qu'il y a sur le long terme jamais n'excèdent les 10 ans. »* (entretien n°2) ;
- *« L'objectif était de se financer pour continuer à exister, pour donner du crédit … nous avions saturé notre capacité d'endettement »* (entretien n°9) ;
- « *Vu notre situation financière qui continue à être difficile et nos besoins d'investissement importants ... Nous avons épuisé toutes les sources de financement et les possibilités offertes par le marché. … l'objectif est de mobiliser un maximum de financement. »* (entretien n°19).

4.1.1.ii Génération des alternatives :

En se référant à la revue de la littérature, les alternatives peuvent être trouvées ou bien conçues.

A l'exception du processus décisionnel de l'opération « FPCT 1 », toutes les alternatives générées dans le cadre des autres processus décisionnels ont été trouvées parmi les solutions de financement pratiquées sur la place.

L'établissement initiateur de l'opération « FPCT 1 » fut associé de très près à l'élaboration de la loi relative à la titrisation. Il a d'ailleurs apporté plusieurs amendements au projet de loi. Dans ce contexte, nous pouvons considérer que l'alternative de financement que constitue « la titrisation » fut partiellement conçue par l'initiateur. Selon Mintzberg et al. (1976), lorsque les expériences antérieures ne

permettent pas de dégager une solution potentielle, la conception d'une nouvelle solution peut être totale ou partielle (modification ou adaptation d'une solution existante).

Les activités de génération des alternatives se sont essentiellement appuyées sur le benchmark, l'expérience de l'établissement initiateur et les expériences antérieures des décideurs. Sans oublier, l'activité de démarchage de l'arrangeur des opérations de titrisation. En effet, en fonction des critères d'éligibilité de la loi et de son activité de veille, l'arrangeur « AMT » cible puis démarche les organisations ayant des problèmes de financement que la titrisation pourrait solutionner.

Concernant les huit processus décisionnels étudiés, les alternatives générées furent les suivantes :

- Pour les opérations notées « FPCT 1 » et « FPCT 2 », l'établissement initiateur en situation financière critique n'avait aucune autre alternative que la titrisation ;
- Pour l'opération notée « FPCT 5 », l'établissement initiateur avait déjà utilisé toutes les autres sources de financement jusqu'à saturation de sa capacité d'endettement. Tout endettement par le passif n'étant plus possible, l'initiateur s'est tourné vers la titrisation qui constitue un outil d'endettement par l'actif. Il est à signaler que l'établissement initiateur de « FPCT 5 » est en veille constante concernant les différents modes de financement qui existent. Il a manifesté un intérêt pour la titrisation au moment où seuls les établissements de crédit étaient éligibles à titriser. Dès l'entrée en vigueur de la loi n° 33-06 ayant élargi le champ des établissements initiateurs aux établissements publics, il a entamé les travaux de structuration d'un fonds de titrisation ;
- Pour les cinq autres opérations de titrisation, les alternatives générées, en plus de la titrisation, furent :
    - L'emprunt obligataire ;
    - L'emprunt obligataire subordonné ;
    - Le certificat de dépôt.

Les verbatim suivants illustrent la mise en œuvre de l'activité de génération des alternatives :

- *« C'est parce qu'on n'avait pas la possibilité d'aller vers les autres modes de financement qu'on était obligé de faire de la titrisation. »* (entretien n°7) ;

- *« Pour nous refinancer, la titrisation était la seule option … le seul instrument. »* (entretien n°12) ;
- *« Vu notre situation financière qui continue à être difficile et nos besoins d'investissement importants nous mobilisons le maximum possible de financement pour combler notre déficit de trésorerie. Nous avons épuisé toutes les sources de financement et les possibilités offertes par le marché. Finalement, quel que soit le taux de financement de la titrisation nous allons y recourir car nous n'avons pas le choix. »* (entretien n°19) ;
- *« On a envisagé soit une émission obligataire soit une opération de titrisation »* (entretien n°11) ;
- *« Compte tenu de nos objectifs, nous n'avions pas tellement d'alternatives. Il y avait l'emprunt obligataire classique, l'emprunt obligataire subordonné et la titrisation. »* (entretien n°2).

4.1.1.iii Evaluation des alternatives et sélection :

En se référant à la revue de la littérature, cette étape du processus décisionnel comprend les trois activités séquentielles suivantes :

- la détermination des critères d'évaluation ;
- la mesure et l'évaluation des conséquences des alternatives envisagées ;
- le choix à proprement dit, en retenant la meilleure alternative au regard des critères d'évaluation retenus.

Détermination des critères d'évaluation

Les critères retenus pour l'évaluation des alternatives par les établissements initiateurs bancaires sont les suivants :

- Le coût du financement (coût direct + frais fixes de mise en place) appréhendé à travers la notion de « spread » exprimée en points de base ;
- Le délai de mise en place de l'opération de financement exprimé en mois ;
- L'impact de l'opération sur le Produit Net Bancaire (PNB) ;
- L'impact de l'opération sur le coût du risque ;
- L'impact de l'opération sur les fonds propres réglementaires ;
- L'impact de l'opération sur la rentabilité des capitaux propres (ROE).

Les critères retenus pour l'évaluation des alternatives par les autres établissements initiateurs (hors banques) sont les suivants :

- Le coût du financement (coût direct + frais fixes de mise en place) appréhendé à travers la notion de « spread » exprimée en points de base ;
- L'impact sur le résultat financier ;
- Le délai de mise en place de l'opération de financement exprimé en mois ;
- L'impact sur les ratios d'endettement et de liquidité ;
- L'impact de l'opération sur la rentabilité des capitaux propres (ROE).

Nous constatons une quasi-absence des critères non financiers (impact sur l'organisation, les systèmes d'informations, les ressources humaines,…etc.) en matière d'évaluation des alternatives.

Les verbatim suivants illustrent l'activité de choix des critères pour l'évaluation des alternatives :

- *« Le taux de sortie et l'impact sur les fonds propres réglementaires sont des critères décisifs pour le choix. En second lieu vient l'impact sur le PNB, le ROE et le coût du risque. »* (entretien n°2) ;
- *« L'alternative sera privilégiée en fonction de son impact sur le PNB, le coût du risque et le ROE » (entretien n°14)* ;
- *« Les critères sont essentiellement le coût du financement et la rentabilité des fonds propres. »* (entretien n°16) ;
- *« Etant donné le recours à la titrisation quel que soit son coût, nous accordons un intérêt aux ratios financiers de « couverture du service de la dette » et « l'endettement » incluant l'endettement à court terme. »* (entretien n°25).

Mesure et évaluation des conséquences

Il ressort des résultats des entretiens que cette activité, confiée à la Direction Financière, est réalisée à travers une étude comparative (en format de tableurs Excel) des conséquences et retombées de chacune des alternatives envisagées sur le bilan et le compte de résultat de l'établissement initiateur.

Les verbatim suivants illustrent l'activité de mesure et d'évaluation des conséquences des alternatives :

- *« Conjointement avec l'arrangeur nous avons réalisé une étude pour démontrer la rentabilité d'une émission de titrisation par rapport à une émission obligataire comprenant le coût des fonds propres, la minimisation du coût du risque, le coût des ressources qui est moindre…le calcul est réalisé sur Excel, il n'y avait pas de logiciel. » (entretien n°13).*
- *« Pour chacune des alternatives on déroule des scénarii allons jusqu'à la présentation des budgets avec un compte de résultat prévisionnel » (entretien n°2).*

Choix de l'alternative la plus satisfaisante

Le choix de l'alternative tient compte de la qualité des décideurs, de leur implication et de leur influence.

Cette étape du processus décisionnel a été développée au niveau de la section V.3.1. relative aux acteurs du processus décisionnel.

Les jalons d'approbation de la décision de titrisation se présentent comme suit :

- Pour les établissements de crédit : un premier jalon d'approbation est effectué au niveau du comité technique émanant du conseil d'administration (appelé dans la majorité des cas, comité stratégique) ;
- Pour les établissements publics : un premier jalon d'approbation se fait auprès de la DEPP ;
- Pour l'ensemble des établissements initiateurs : le jalon d'approbation final se fait au niveau du conseil d'administration.

A noter que quelques jalons informels peuvent avoir lieu entre la direction générale et le président du conseil d'administration.

4.1.1.iv Mise en œuvre de la solution :

Selon Mintzberg et al. (1976), le processus décisionnel est délimité dans le temps comme suit : *« Le processus de décision englobe toutes les activités réalisées*

entre le moment où un stimulus pour l'action est perçu et le moment où l'engagement dans l'action est effectué ».

Nous rappelons que l'objectif de notre recherche est de comprendre comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc ? Compte tenu de l'objectif que s'est assigné notre travail de recherche, la phase de mise en œuvre proprement dite de la décision se trouve hors champ de notre étude.

De ce fait, nous ne développerons pas cette activité et nous nous limiterons à préciser qu'une fois l'organe de gouvernance approprié (ici le conseil d'administration prend la décision de recourir à la titrisation) il va charger la Direction Générale et/ou la Direction financière d'appliquer cette décision.

Le Verbatim suivant illustre les responsabilités et le mode opératoire de lancement des travaux de mise en œuvre de la solution : *« Une fois la décision prise au niveau du conseil d'administration, le Directeur Général Délégué est chargé par le conseil d'administration de mettre en œuvre la décision prise. La mise en œuvre se fait à travers une réunion de lancement et la constitution d'une équipe de projet qui va assurer la mise en œuvre de la décision en collaboration avec les autres entités : le juridique, le SI, la gestion des prêts,….etc. Le chef de projet nommé à cet effet s'occupe de la réalisation et du suivi de l'opération jusqu'au bout. »*

4.1.2. Formes de progression des activités du processus décisionnel

Même si notre étude des processus décisionnels de titrisation confirme que ces derniers se décomposent de manière conforme au modèle général séquentiel, il n'en demeure pas moins que la forme de progression des activités n'est pas toujours linéaire.

La revue de la littérature suggère que la complexité du processus de prise de décision peut faire en sorte qu'il obéisse à des logiques non linéaires (retours en arrière, approches cycliques, boucles décisionnelles,…).

En effet, si le processus décisionnel peut être décrit comme une succession d'étapes, la progression de ses activités quant à elle, est dynamique et peut revêtir plusieurs formes :

- Progression unitaire : l'activité « N » est entamée à l'achèvement de l'activité « N-1 » et ce dans un enchaînement linéaire ;
- Progression multiple : l'itinéraire suivi est multiple avec une progression parallèle, convergente ou divergente ;
- Progression cumulative : différentes activités peuvent se dérouler en même temps.
- Progression conjonctive : la résultante d'un chemin peut influencer celles d'autres chemins dans une progression multiple.
- Progression récurrente : les activités se répètent en boucle.

Les processus de décision étudiés dans le cadre de notre recherche suivent deux types de progressions :

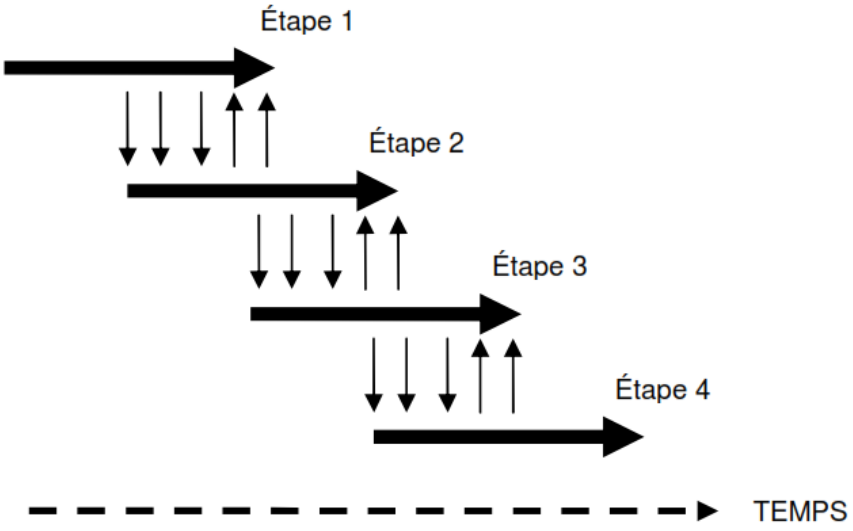
- Une progression linéaire, de type unitaire (cas de trois processus décisionnels). D'une part, l'ordre des activités est respecté et, d'autre part, une activité « N » n'est entamée qu'après l'achèvement de l'activité précédente « N-1 » ;
- Une progression multiple, de type parallèle (cas de cinq processus décisionnels). L'ordre général des activités est respecté, mais il n'est pas indispensable d'attendre l'achèvement de l'activité « N » pour passer à l'activité « N+1 ». En effet, l'activité « N+1 » peut être entamée alors que l'activité « N » n'est pas encore achevée ce qui implique la possibilité d'avoir deux activités en parallèle.

La progression parallèle se justifie par la volonté de gagner du temps afin de compenser le délai important nécessaire à la mise en place de l'opération de titrisation.

Les verbatim suivants illustrent la forme de progression parallèle de certaines activités du processus décisionnel :

- *« Ici, l'idée est de paralléliser certaines étapes de telle manière à gagner du temps. »* (entretien n°15).
- *« Vous savez, une fois le besoin de financement identifié nous n'avons pas besoin d'attendre un diagnostic complet avec un montant de financement exact pour commencer à réfléchir aux différentes solutions possibles. Une fois le besoin de financement identifié nous commençons déjà à identifier les alternatives de financement. »* (entretien n°11)
- *« Lorsqu'on estime qu'il y a un risque important que certaines alternatives soient refusées par le conseil d'administration, nous n'attendons pas de terminer tout le travail et les simulations pour présenter nos conclusions. Dans ces cas, nous contactons certains membres du conseil, de manière formelle ou informelle, pour que nous soyons confortés dans les choix et les alternatives retenues. »* (entretien n°14).
- *« Ce n'est pas notre première opération de titrisation, nous avons l'habitude maintenant. Dès que le comité stratégique donne son accord, nous n'avons pas besoin d'attendre la décision du conseil d'administration, nous commençons certains travaux relevant de la mise en œuvre pour gagner du temps, comme le travail sur la note d'information, la prise de contact avec les prestataires externes…. »* (entretien n°2).

Ainsi, la majorité des processus décisionnels étudiés s'inscrivent dans le cadre du modèle de Nonaka présenté au niveau de la section 2.3.1.ii du chapitre II.



Nous rappelons les caractéristiques du modèle de Nonaka :

- Le chevauchement entre les étapes : l'étape « N » démarre avant même que l'étape « N-1 » ne soit terminée ;
- La traduction d'un processus très dynamique ;
- L'importance de la communication entre les étapes suivies ;
- La riche interaction entre les acteurs du processus décisionnel ;
- La variété de compétences et des profils des acteurs.

4.2. Une démarche processuelle incrémentale

La revue de la littérature distingue deux démarches processuelles dans lesquelles peut s'inscrire le processus de prise de décision stratégique à savoir, la démarche synoptique et la démarche incrémentale.

La démarche synoptique, qui constitue le prolongement du modèle de la rationalité parfaite, exige un niveau de complétude très élevé que les processus décisionnels que nous avons étudiés n'atteignent pas.

Ainsi, les résultats de nos travaux de recherche situent l'ensemble des processus décisionnels étudiés dans une démarche processuelle incrémentale dite

« logique » (pour la différencier de la démarche incrémentale pure et dure, dite « disjointe »).

Le tableau ci-après reprend les principales caractéristiques de la démarche processuelle incrémentale disjointe que nous retrouvons au niveau des processus décisionnels de titrisation étudiés :

Tableau 51 : Caractéristiques de la démarche processuelle incrémentale remplies par les processus décisionnels de titrisation

Critères	Description	Caractéristiques des processus décisionnels étudiés
Approche curative	Dans une démarche incrémentale, le processus est enclenché en réaction à la perception d'une insatisfaction dans la situation actuelle (approche curative) plutôt qu'à une volonté d'amélioration de cette situation.	Sur les huit processus décisionnels étudiés, sept s'inscrivent dans une approche curative.
Nombre d'alternatives limité	La démarche incrémentale consiste à considérer un nombre limité d'alternatives.	L'ensemble des processus décisionnels étudiés ont considéré un nombre maximum de trois alternatives à étudier. Ainsi, la titrisation fut comparée, au maximum, à deux autres alternatives. En effet, certaines sources de financement ont été d'emblée écartées et ce de manière consciente ou inconsciente.
Conséquences étudiées	Seulement quelques alternatives et quelques conséquences sont considérées.	Les conséquences découlant des alternatives retenues furent, principalement, limitées : • Aux conséquences financières (coût, impact sur le résultat, impact sur les fonds propres réglementaires,…etc.). Les conséquences et implications non financières (organisation, systèmes d'informations, ressources humaines,…etc.) furent, le

		plus souvent, intégrées après la prise de décision (lors de la mise en œuvre) ; • Aux conséquences directes et proches dans le temps (court terme).
Démarche graduelle	Pour résoudre un problème, la démarche incrémentale renvoie à une succession d'approximations, plutôt qu'à une programmation exacte, en s'inscrivant dans un processus graduel et par paliers. Les acteurs n'ont pas besoin d'appréhender toutes les facettes du problème et ne recherchent pas la solution optimale. L'objectif étant uniquement de progresser pas à pas dans la direction souhaitée.	Dans le cadre des opérations de titrisation dites « défensive », renvoyant à des établissements initiateurs en situations financières difficiles, l'objectif n'était pas de trouver la source de financement optimale en termes de coût. L'objectif était d'abord d'accéder au financement, puis d'essayer d'optimiser le coût d'accès aux financements au fur et à mesure que la situation financière de l'établissement initiale s'améliorait. Pour les opérations dites offensives, le même esprit se dégageait. Les émetteurs qui cherchaient, par exemple, à corriger leur problématique ALM étaient conscients qu'ils devaient rattraper, ***petit à petit***, le différentiel des maturités entre les actifs et les passifs. La correction se faisait donc de manière graduelle.

Malgré le fait que les processus décisionnels étudiés remplissent la majorité des critères et caractéristiques de la démarche processuelle incrémentale, il subsiste quelques caractéristiques non remplies. En effet, la démarche incrémentale pure et dure, suggère :

- une orientation du processus décisionnel afin d'avoir une modification de l'état actuel plutôt que l'atteinte d'objectifs fixés. Or, les processus de titrisation étudiés cherchent à atteindre des objectifs prédéfinis ;
- une faible coordination et intégration des décisions incrémentales. Or, les processus de titrisation étudiés s'appuient sur une coordination planifiée.

En réalité, le processus décisionnel de titrisation étudié se situe dans une démarche processuelle incrémentale dite « logique » plutôt que dans la démarche processuelle incrémentale pure et dure, dite « disjointe ».

Le modèle incrémental logique remonte aux travaux de Quinn (1980) qui considère la prise de décision comme étant un processus réfléchi reposant sur une coordination planifiée des actions intermédiaires dans le but d'atteindre un objectif prédéfini. Cet objectif pouvant être modifié ou affiné en fonction des évolutions que connaît le processus décisionnel.

En effet, la démarche processuelle incrémentale logique, par opposition à celle disjointe, prend en compte certaines caractéristiques de la planification rationnelle. La démarche processuelle incrémentale logique semble s'adapter aux rationalités limitées et procédurales. A l'origine, cette démarche processuelle fut observée au sein des organisations complexes à l'occasion de définition de leurs stratégies.

En définitive, la démarche processuelle relative à la décision de titrisation est davantage incrémentale. Les verbatim suivants illustrent le caractère incrémental de la démarche processuelle :

- *« Nous avons une problématique bilancielle dite d'ALM qu'il fallait rattraper* ***petit à petit*** *entre l'actif et le passif »* (entretien n°2) ;
- *« Lorsqu'on calcule on ne fait pas des calculs précis, parce qu'on n'a pas le portefeuille et on ne va pas faire une structuration que pour comparer … on fait des calculs préliminaires qui montrent clairement que, sous réserve de telle ou telle information, il est préférable de faire la titrisation plutôt qu'autre chose. »* (entretien n°18).

Synthèse du cinquième chapitre :

Le présent chapitre présente les résultats relatifs aux caractéristiques du processus décisionnel de titrisation. Les dimensions investiguées du processus décisionnel sont :

- Les déterminants à l'origine du recours à la titrisation ;
- Les freins à la décision de titriser ;
- Les acteurs du processus décisionnel ;
- Les rationalités mises en œuvre ;
- Les étapes du processus décisionnel ;
- La démarche processuelle.

Les caractéristiques de ces dimensions, telles que mises en évidence par les résultats de nos travaux, peuvent être synthétisées comme suit :

❶ ***Déterminants :*** *Des émetteurs principalement motivés par l'accès au financement*

Les résultats de nos travaux confirment que le déterminant principal à l'origine du recours à la titrisation par les opérateurs marocains fut la volonté d'accéder au financement.

Ce déterminant, relatif au financement, se décline en trois variantes possibles :

- Le recours à la titrisation intervient suite à une difficulté, ou incapacité, de se financer via le marché bancaire pour les établissements initiateurs en situation financière délicate ;
- Le recours à la titrisation dans un objectif de diversification des modes de financement et l'accès à une source de financement moins onéreux ;
- Le recours à la titrisation pour se financer sur des maturités plus longues que les autres financements alternatifs. En effet, le recours à la titrisation permet de réduire les gaps entre les maturités des actifs et des passifs dont peuvent souffrir certains établissements (problématique d'ALM).

Au-delà du déterminant relatif au financement, deux établissements initiateurs furent également motivés par la possibilité, offerte par la titrisation, d'améliorer

leurs fonds propres réglementaires ainsi que d'autres ratios financiers (solvabilité, liquidité et taux). Selon ces deux établissements, ce deuxième déterminant occupe une place secondaire par rapport au déterminant principal relatif à la recherche du financement.

❷ ***Freins :*** *Des freins multiples en cours de résolution*

Les résultats de nos travaux ont permis l'identification de divers freins que nous avons regroupés en quatre catégories :

Tableau 52 : Synthèse des freins relatifs à la décision de titriser

Catégorie	Nature du frein	Etat de résolution
Freins Réglementaires	Freins juridiques : - Champ restreint des actifs éligibles à la titrisation ; - Champ restreint des établissements éligibles à l'initiation des opérations de titrisation.	Freins résolus, de manière progressive, avec l'entrée en vigueur des lois n°33-06 et n°119-12. Aujourd'hui tous les actifs sont éligibles à la titrisation et toute personne morale est éligible à initier une opération de titrisation.
	Freins comptables : Absence de normes prescrivant le traitement comptable des opérations de titrisation dont le sous-jacent est un actif autre qu'un portefeuille de créances hypothécaires. En effet, les normes comptables actuellement en vigueur ne prescrivent que le traitement comptable des opérations de titrisation portant sur des créances hypothécaires.	Freins en cours de résolution. Le Conseil National de la Comptabilité est en cours d'élaboration de normes comptables applicables aux opérations de titrisation des actifs et des créances commerciales (actuelles et futures).
	Freins fiscaux : le FPCT ne bénéfice pas d'une transparence fiscale. En principe, une opération de titrisation ne devrait pas générer de surcoût fiscal pour l'initiateur.	Freins résolus, en grande partie, grâce aux dispositions introduites par les différentes lois de Finances jusqu'en 2013. Le point majeur qui reste en suspens concerne l'impact de la taxe sur la valeur ajoutée qui grève les charges de fonctionnement du FPCT : frais

		de gestion, commissions de recouvrement, ...etc. Le fonds de titrisation ne dispose d'aucun moyen pour récupérer ladite TVA qui constituera, in fine, une charge qui va grever sa rentabilité.
Freins liés au coût	La mise en place d'une opération de titrisation engendre un coût de structuration important. Ce coût fixe correspond aux honoraires à verser aux différents professionnels et autorités réglementaires (arrangeur, conseillers, auditeurs, CDVM,…etc.).	L'impact de ces frais fixes est atténué par le fait que le financement par titrisation porte, en principe, sur des montants importants. En effet, à mesure que le montant à financer par titrisation sera important, l'impact des frais de mise en place se trouvera dilué.
Freins liés à la complexité de mise en place	Une opération de titrisation est complexe à mettre en place (temps, effort, organisation,…etc.) comparativement aux autres sources de financement.	Ce frein est, aujourd'hui, considéré par les opérateurs comme une contrainte à gérer pour pouvoir recourir à ce mode de financement. Les difficultés de mise en place seront atténuées par le recours récurrent à la titrisation (effet de l'expérience).
Freins liés aux investisseurs	Le manque de liquidité des parts de titrisation.	Il s'agit du frein majeur restant à lever.
	L'image négative à laquelle renvoie la titrisation ainsi que les ambiguïtés conceptuelles chez les investisseurs.	L'image négative et les ambiguïtés chez les investisseurs sont en cours de résolution à travers les efforts pédagogiques déployés et les bonnes performances des premières opérations de titrisation arrivant à leur terme. La bonne conduite des fonds de titrisation marocains émet un signal positif de nature à réconforter les investisseurs.

L'essentiel des freins à la décision de titriser sont soit résolus, soit en cours de résolution.

En effet, le non développement de la titrisation est, en grande partie, dû à son cadre juridique trop restrictif. L'amendement de la loi relative à la titrisation a permis de lever ce frein.

Les seuls principaux freins qui demeurent non résolus, et qui sont susceptibles d'handicaper le développement de la titrisation, sont ceux en liaison avec le manque de liquidité des parts de titrisation.

❸ Acteurs : *Des acteurs multiples assumant des rôles complémentaires*

Nous distinguons trois types d'acteurs du processus décisionnel :

- Les décideurs à qui incombe la prise de décision finale ;
- Les acteurs internes à l'organisation qui participent à une ou plusieurs étapes du processus décisionnel sans pour autant être des décideurs finaux ;
- Les acteurs externes à l'organisation associés au processus décisionnel en raison de leurs compétences, expertises spécifiques ou par contrainte.

Les décideurs finaux :

La prise de décision en matière de titrisation fait partie des prérogatives du conseil d'administration, organe de gouvernance ultime des établissements initiateurs. Les effectifs des conseils d'administration sont variables (entre 4 et 10 pour les cas étudiés).

Certains conseils d'administration ont mis en place en leur sein des comités techniques chargés de leur soumettre, après étude approfondie du projet de titrisation, un rapport contenant les recommandations et avis desdits comités.

Les membres du conseil d'administration exercent leur pouvoir décisionnel en reposant sur le travail préparatoire effectué par l'équipe dirigeante chargée du projet.

Il ressort des résultats de nos travaux que le mode de prise des décisions au sein des conseils d'administration privilégie la recherche de consensus avant de recourir aux règles légales applicables en matière de vote.

Les acteurs internes :

Les acteurs internes associés au processus décisionnel de titrisation sont, essentiellement, la direction générale et la direction financière. Il est d'usage de nommer, au cœur de l'établissement initiateur, un responsable ou un chef de projet « titrisation ». Ce responsable de projet est choisi parmi les directeurs ou responsables de la fonction financière.

Le niveau de participation de la direction générale et de la direction financière au processus décisionnel est élevé.

Ainsi, la direction générale participe à toutes les phases du processus décisionnel (ampleur de la participation) et dispose de l'aptitude d'influencer le sens de la décision (profondeur de la participation).

A l'exception de son assistance aux délibérations du conseil d'administration, la direction financière participe aux différentes autres étapes du processus décisionnel. De par sa forte implication dans les travaux préparatoires et d'évaluation des alternatives, la direction financière exerce une forte influence sur la décision.

Les acteurs externes :

Les acteurs externes associés au processus décisionnel de titrisation sont :

- L'arrangeur de l'opération de titrisation (acteur présent dans tous les cas étudiés). L'arrangeur joue le rôle du conseiller de l'établissement initiateur ;
- La Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation /DEPP, acteur présent dans un seul cas étudié du fait que l'initiateur fut un établissement public. La DEPP, investie d'une mission de contrôle financier, participe au processus décisionnel relatif aux opérations financières importantes telles que la titrisation.

En termes d'ampleur de la participation, l'arrangeur ne participe pas à toutes les phases du processus décisionnel. Il intervient essentiellement au niveau de la phase d'évaluation des alternatives. En termes de profondeur de la participation,

l'arrangeur n'a pas l'aptitude d'influencer, d'une manière directe, le sens de la décision finale puisqu'il n'a pas de contact direct avec les décideurs finaux. Son influence est exercée de manière indirecte à travers son aptitude à influencer les acteurs internes avec qui il entretient une collaboration étroite.

La DEPP ne participe pas non plus à toutes les étapes du processus décisionnel. Une fois l'étude du projet de titrisation bouclée, les acteurs internes organisent des séances de travail avec les responsables de la DEPP pour solliciter leur accord avant de soumettre le projet au conseil d'administration. En termes de profondeur de la participation, la DEPP a l'aptitude d'influencer le sens de la décision finale puisque le conseil d'administration va exiger de connaître son avis avant d'autoriser l'opération. Un représentant de la DEPP assiste aux réunions du conseil d'administration.

❹ ***Rationalités :*** *Des rationalités essentiellement limitées et contextuelles*

Les établissements initiateurs d'opérations de titrisation offensives engagent un processus décisionnel reposant sur une rationalité limitée visant la recherche d'une solution de financement à des conditions satisfaisantes. Cette rationalité limitée se manifeste à travers les connaissances limitées des acteurs, le recours aux heuristiques et la non-complétude de l'analyse.

Les établissements initiateurs qui recourent de façon récurrente à la titrisation vont naturellement concevoir, en se basant sur leur expérience, des procédures pour encadrer le processus décisionnel. Ainsi, au fur et à mesure qu'un établissement initiateur aura recours à la titrisation, il verra la rationalité sous-tendant son processus décisionnel glisser d'une rationalité limitée simple vers une rationalité limitée procédurale.

Par ailleurs, les établissements initiateurs d'opérations de titrisation défensives engagent un processus décisionnel reposant sur une rationalité mixte : rationalité limitée et contextuelle. En effet, ces établissements initiateurs qui subissent la pression du temps, la dégradation de leur situation financière, le poids des enjeux vont davantage espérer accéder au financement plutôt que se montrer exigeants en matière de négociation des conditions du financement (coût, garanties, …etc.).

❺ ***Etapes :*** *Des étapes à progression dynamique de type « Nonaka »*

Notre étude confirme que le processus décisionnel de titrisation se décompose d'une manière conforme au modèle séquentiel général classique. Ce modèle décline le processus décisionnel en quatre étapes :

- Identification du problème ;
- Génération des alternatives ;
- Evaluation des alternatives et sélection ;
- Mise en œuvre de la solution.

Nous synthétisons dans le tableau ci-après les caractéristiques de chaque phase :

Tableau 53 : Caractéristiques des étapes du processus décisionnel de titrisation

Etape	Caractéristiques ressortant de notre recherche
Identification du problème	Le problème décisionnel émerge principalement à l'occasion des événements suivant : • Etablissement du Plan Moyen Terme ; • Etablissement du budget de trésorerie ; • Difficultés de trésorerie rencontrées. Une fois le problème décisionnel identifié, vient la phase de formulation des objectifs. Les principaux objectifs qui ressortent de notre étude, se présentent comme suit : • Accéder au financement en levant un montant déterminé en fonction d'une évaluation chiffrée des besoins ; • Se financer à un taux inférieur à un plafond fixé ; • Diversification des sources de financement ; • Amélioration des ratios prudentiels réglementaires ou des indicateurs de taux et de liquidité ; • Réduction des gaps entre les maturités des actifs et des passifs.
Génération des alternatives	Les alternatives peuvent être soit trouvées, soit conçues. Les alternatives générées dans le cadre des processus décisionnels étudiés ont été principalement trouvées parmi les solutions de financement qui se pratiquent sur la place. Les activités de génération des alternatives se sont essentiellement appuyées sur le benchmark, l'expérience de l'établissement initiateur, les expériences antérieures des décideurs et le démarchage de l'arrangeur.

	Les alternatives générées (sources de financement), dans le cadre des processus décisionnels étudiés, furent : • L'emprunt obligataire ; • L'emprunt obligataire subordonné ; • La titrisation ; • Le certificat de dépôt.
Evaluation des alternatives et sélection	Les critères retenus pour l'évaluation des alternatives par les établissements initiateurs sont les suivants : • Le coût du financement (coût direct + frais fixes de mise en place) appréhendé à travers la notion de « spread » exprimée en points de base ; • Le délai de mise en place de l'opération de financement exprimé en mois ; • L'impact sur le résultat financier ; • L'impact de l'opération sur la rentabilité des capitaux propres (ROE) • L'impact sur les ratios d'endettement et de liquidité ; • L'impact de l'opération sur le Produit Net Bancaire (pour les établissements initiateurs appartenant au secteur bancaire) ; • L'impact de l'opération sur le coût du risque (pour les établissements initiateurs appartenant au secteur bancaire) ; • L'impact de l'opération sur les fonds propres réglementaires (pour les établissements initiateurs appartenant au secteur bancaire). Nous avons relevé une quasi-absence des critères non financiers (impact sur l'organisation, les systèmes d'informations, les ressources humaines,…etc.) en matière d'évaluation des alternatives. L'activité de chiffrage des impacts des alternatives est généralement confiée à la direction financière. L'évaluation se fait à travers une étude comparative (en format de tableurs Excel) des conséquences et retombées de chacune des alternatives envisagées sur le bilan et le compte de résultat de l'établissement initiateur.
Mise en œuvre de la solution	La Direction Générale et/ou la Direction financière est chargée par le conseil d'administration de mettre en œuvre la solution. Généralement, une équipe de projet multidisciplinaire est constituée pour mener à terme le projet.

En dépit d'une décomposition conforme au modèle général séquentiel, il ressort que la forme de progression des activités du processus décisionnel n'est pas toujours linéaire.

Les processus de décision étudiés dans le cadre de notre recherche suivent deux types de progressions :

- Une progression linéaire de type unitaire. Ainsi, l'ordre des activités et des étapes est respecté. Une activité « N » n'est entamée qu'après l'achèvement de l'activité précédente « N-1 » ;
- Une progression multiple, de type parallèle. L'ordre général des activités est respecté mais il n'est pas indispensable d'attendre l'achèvement de l'activité « N » pour passer à l'activité « N+1 ». En effet, l'activité « N+1 » peut être entamée alors que l'activité « N » n'est pas encore achevée, ce qui implique la possibilité d'avoir deux ou plusieurs activités en parallèle.

Plus de 50% des processus étudiés s'inscrivent dans le cadre d'une progression multiple, de type parallèle. Cette forme de progression est caractéristique du modèle de Nonaka dont les principales caractéristiques se résument comme suit :

- Le chevauchement entre les étapes : l'étape « N » démarre avant même que l'étape « N-1 » ne soit terminée ;
- La traduction d'un processus très dynamique ;
- L'importance de la communication entre les étapes suivies ;
- La riche interaction entre les acteurs du processus décisionnel ;
- La variété de compétences et des profils des acteurs.

⓺ Démarche : *Une démarche processuelle incrémentale*

Les résultats de nos travaux de recherche situent le processus décisionnel de titrisation dans une démarche processuelle incrémentale dite « logique » du fait de :

- La prédominance de l'approche curative : les processus sont enclenchés en réaction à la perception d'une insatisfaction dans la situation actuelle ;
- La fixation d'objectifs prédéfinis ;
- L'examen d'un nombre limité d'alternatives ;
- La considération non exhaustive des conséquences de chaque alternative ;
- L'adoption d'une démarche graduelle pour la résolution du problème limité ;
- La coordination planifiée des actions incrémentales.

CHAPITRE VI : MESURES EN FAVEUR DU DEVELOPPEMENT DE LA TITRISATION

Après avoir étudié en profondeur les dimensions et caractéristiques du processus décisionnel de titrisation, d'une part et compris les raisons à l'origine de son développement timide, d'autre part, il convient, à présent, de proposer un plan d'action à même de favoriser un décollage réel de la titrisation au Maroc.

D'autant que l'école doctorale, au sein de laquelle nous évoluons, n'incite pas à la réalisation de travaux de recherche à apport uniquement et purement théorique. Bien au contraire, notre école doctorale se fixe comme objectif de réaliser des travaux de recherche, théoriques certes, mais dont la vocation est d'apporter entre autres des contributions et des outils à mettre à la disposition des opérateurs économiques.

Dans cet esprit, nous allons nous pencher sur les moyens et les actions à même de favoriser un développement sain et durable de la titrisation pour qu'elle constitue un levier de dynamisation de l'investissement et de développement des secteurs économiques vitaux.

Rappelons que depuis la crise financière de 2007-2009, la titrisation des actifs financiers de manière générale, et celle des créances hypothécaires de manière particulière, se trouvent menacées. Les normes comptables IFRS et les normes prudentielles des régulateurs empirent cette situation et ne présagent pas, à l'international, d'un avenir prometteur pour cet outil de financement des économies. En dépit des différentes failles et insuffisances relevées et mises en évidence à l'occasion de cette récente crise financière, il demeure néanmoins indéniable que la titrisation présente divers atouts.

Si les aspects négatifs de la titrisation sont atténués par des règles prudentielles appropriées et des cadres de surveillance adaptés, il sera donc possible de créer un marché de la titrisation qui soit durable et responsable.

Ainsi, nous avons jugé utile et nécessaire de :

- Revenir brièvement sur le rôle joué par la titrisation dans la crise financière de 2007-2009 pour en tirer les enseignements qui s'imposent (section 1) ;
- Proposer des mesures de nature à favoriser le développement de la titrisation et lever les freins précédemment identifiés (section 2) ;
- Suggérer des mesures à même de fiabiliser la pratique de la titrisation et d'éviter tout dérapage éventuel (section 3).

Section 1. Rôle joué par la titrisation dans la crise financière

Etablir le lien entre la titrisation et la crise financière nécessite de remonter à l'origine de cette crise.

La terminologie financière américaine attribue le terme « prime » aux contrats de crédits hypothécaires dont le risque de défaut est jugé très faible compte tenu de la qualité du débiteur. Dans ce cas, le crédit est accordé à un taux d'intérêt préférentiel appelé « prime rate » que l'on peut traduire en « premier taux ».

Le terme « subprime » quant à lui renvoie aux contrats de crédits hypothécaires octroyés à des débiteurs de moindre solvabilité, à qui est appliqué un taux d'intérêt variable (indexé sur le taux de la réserve fédérale américaine) incluant une prime de risque significative.

Pour soutenir leur croissance, les banques américaines ont ciblé avec une agressivité commerciale les « subprimes » pour lesquels les crédits étaient consentis à des taux plus élevés. Dans un contexte d'augmentation des prix de l'immobilier, les banques américaines considéraient que la probabilité de défaut du débiteur serait couverte par l'hypothèque sur le bien immobilier dont la valeur de marché est largement supérieure au capital restant dû, relatif au crédit. In fine, le business model du crédit hypothécaire de type subprime reposait sur le postulat suivant : la valeur de marché du bien financé constitue la garantie essentielle du risque de crédit. En 2006, les crédits de type subprime représentaient plus de 600 milliards de dollars, soit plus de 20% de l'ensemble des prêts immobiliers accordés aux Etats-Unis.

A partir de 2005, les taux de la réserve fédérale américaine se mirent à augmenter rapidement pour atteindre 5,35% en juillet 2006, sachant qu'ils étaient à 1% en 2004. Cette augmentation s'est répercutée sur les taux d'intérêts variables des crédits de type subprime et par conséquent sur la capacité de remboursement des débiteurs. Environ 1,2 million de prêts immobiliers ont fait défaut en 2006.

D'un autre côté, la tendance haussière du marché immobilier s'est renversée à partir de septembre 2007 et la chute de l'indice des prix a atteint 20% en janvier 2008.

L'éclatement de la bulle immobilière a fait en sorte que les prix de marché des biens immobiliers ne couvraient plus les prêts consentis entraînant l'enregistrement de pertes financières importantes.

Dans cette crise financière, la titrisation a joué un double rôle :

- Les banques à l'origine de l'octroi des crédits hypothécaires n'avaient aucune intention de porter elles-mêmes les risques y afférents étant donné que ces crédits étaient prédestinés à être titrisés ;
- Les prêts de type subprime, qualifiés dans ce contexte de produits « toxiques » mélangés à d'autres produits financiers, étaient largement diffusés dans toute l'économie américaine et mondiale à travers les véhicules de titrisation.

En définitive, comment peut-on qualifier le rôle joué par la titrisation dans la crise financière ?

Nous ne trouvons pas de meilleure réponse que celle fournie par le Directeur Général de Maghreb Titrisation en réplique à la question suivante : *« Selon plusieurs observateurs, la titrisation est considérée comme l'un des déclencheurs de la crise financière. Qu'en pensez-vous ? »*

Nous reproduisons fidèlement la réponse synthétique donnée au journaliste : *« La titrisation n'est absolument pas à l'origine de la crise financière mondiale. Vous savez, un produit toxique le restera, que vous le transportiez en bateau ou en*

avion. La titrisation n'est qu'un véhicule qui sert à transporter des actifs financiers originés par des entreprises et distribués dans les marchés internationaux. Ce qui arrive aujourd'hui est le résultat d'un modèle de distribution de prêts habitat aux USA, basé non pas sur la capacité de financement des emprunteurs, mais sur le prix des logements sous-jacents. Ce business modèle s'est complètement écroulé suite à la baisse substantielle des prix des logements et à la hausse des taux d'intérêts. Cela a mis en défaut de paiement des millions d'emprunteurs, dont la plupart avaient des encours de crédit dépassant de loin leur capacité réelle d'endettement. Ce sont bien ces prêts toxiques qui sont à l'origine de la crise et non pas l'instrument qui les a transportés. D'ailleurs, les opérations de titrisation adossées à des prêts originés en Europe et en Asie n'ont pas connu d'incidents similaires. »

En définitive, nous pouvons conclure que la titrisation n'est pas à l'origine de la crise financière et qu'elle n'en est pas responsable. En revanche, cette technique financière a largement contribué à la diffusion rapide de l'impact de cette crise.

La question ici est de savoir quelles sont les mesures à prendre au Maroc pour tirer profit des expériences internationales afin de :

- favoriser le développement de la titrisation ;
- sans que ceci ne se fasse au détriment des critères de sécurité et de fiabilité de cet outil de financement.

Section 2. Mesures visant à favoriser le développement de la titrisation

Au niveau du chapitre précédent nous avons identifié les différents freins de nature à ralentir le développement de la titrisation au Maroc. Afin de lever ces freins, nous proposons un ensemble de mesures que nous regroupons en trois axes :

- l'introduction du rating au niveau du processus de titrisation ;
- les mesures de nature à améliorer la liquidité des parts de titrisation ;
- les mesures d'ordres comptable et fiscal.

2.1. Introduction du rating au niveau du processus de titrisation

Tel que mis en évidence au niveau du chapitre précédent, certains investisseurs ne semblent pas différencier le niveau de risque associé à l'établissement émetteur, et celui associé au portefeuille des actifs à titriser.

Dans ce contexte, un émetteur en situation financière délicate qui décide de titriser des actifs de très bonne qualité se trouvera pénalisé car les investisseurs exigeront un rendement tenant compte du niveau de risque associé à l'émetteur et non aux actifs titrisés. D'où la nécessité d'avoir des entités dont l'objectif serait la protection de l'investisseur et qui se chargeraient de l'appréciation objective du risque associé à l'opération de titrisation.

Les entités qui jouent ce rôle à l'échelle internationale sont les agences de notation.

La notation dans le cadre d'une opération de titrisation correspond à l'analyse du risque de crédit afférent à un pool d'actifs porté par un fonds de titrisation (SPV) ou du rehaussement de crédit mis en place lors de ladite opération.

Les principaux paramètres pris en considération pour la notation des instruments de titrisation sont :

- Les taux de recouvrement ;
- Les estimations de probabilité de défaut sur les signatures composant le portefeuille ;
- La corrélation des défauts (risque que le défaut d'une signature impacte les autres).

L'absence de rating au Maroc pouvait se justifier par le fait que la titrisation ne concernait que les créances hypothécaires, considérées comme des actifs de bonne qualité. A présent, et avec la généralisation de la titrisation aux différents actifs, la notation (ou rating) devient une nécessité afin de permettre aux différents intervenants d'avoir une juste appréciation du risque de crédit et partant de là, à fixer le niveau de rémunération adéquat pour les parts de titrisation à créer.

2.2. Mesures de nature à améliorer la liquidité des parts de titrisation

La liquidité d'un titre constitue aujourd'hui un élément fondamental à considérer dans toute stratégie d'investissement. Cet intérêt pour la liquidité réside dans les difficultés que peuvent rencontrer les investisseurs pour se dessaisir du titre. Cette difficulté se traduit généralement par la contrainte de devoir patienter pendant un délai relativement long pour trouver acquéreur ou bien par la nécessité de consentir une décote pour pouvoir vendre, voire dans certains cas extrêmes être dans l'incapacité de trouver acquéreur. Ainsi, les investisseurs ont une préférence pour les titres liquides.

Nous proposons ci-après une série de mesures qui devrait permettre d'atténuer ce manque de liquide dont souffrent les parts de titrisation et qui se répercute négativement sur leur attractivité auprès des investisseurs. Lesdites mesures que nous proposons consistent à :

- Inciter les investisseurs institutionnels à effectuer davantage de placements en parts de titrisation ce qui permet de multiplier le nombre des transactions ;
- Rendre éligible les parts de titrisation aux opérations de pension et de garantie ;
- Créer une agence gouvernementale pour sponsoriser la titrisation ;
- Animer le marché secondaire.

2.2.1. Incitation des investisseurs institutionnels à placer davantage en parts de titrisation

Parmi les principaux acquéreurs des parts de titrisation figurent :

- Les compagnies d'assurances et de réassurance ;
- Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM).

Les politiques de placement et d'investissement de ces institutionnels sont fortement régulées et encadrées par des textes de loi qui tendent à empêcher ces organismes d'effectuer, dans des proportions exagérées, des placements jugés risqués.

2.2.1.i Compagnies d’assurances et de réassurance

Les compagnies d'assurances et de réassurance qui constituent des acteurs majeurs du marché financier ont suscité un intérêt particulier chez le législateur. Ce dernier a mis en place différents garde-fous pour permettre aux assureurs d’honorer les engagements pris à l’égard des assurés et d’éviter leur défaillance.

C’est ainsi que le législateur a contraint les compagnies d’assurances et de réassurance à constituer des réserves techniques à hauteur des engagements pris envers les assurés et de placer l’équivalent de ces réserves en actifs sûrs et diversifiés. L’obligation faite aux compagnies d’assurances de réaliser des placements en vue de représenter leurs réserves techniques est prévue à l’article 238 de la loi n°17-99 du code des assurances.

Le secteur de l’assurance joue un rôle déterminant dans la mobilisation de l’épargne intérieure. Les revenus investis par les ménages en assurance-vie ou en fonds de retraite correspondent à des engagements de moyen et long termes plus stables que les placements en banques, caractérisés par leurs courtes durées. Ces placements constituent une ressource stable pour l’économie que seul le secteur de l’assurance peut mobiliser.

Selon l’autorité de contrôle des assurances et de la prévoyance sociale, les placements nets affectés aux opérations d’assurances se sont élevés à 114 milliards de dirhams à fin 2013. La répartition des placements des compagnies d’assurances démontre la prépondérance des titres à revenus fixes (bons du trésor, obligations,…etc.).

Les placements des compagnies d’assurances sont soumis à une réglementation stricte émanant du ministère des Finances et visant à prévenir le risque d’insolvabilité.

Les modalités de placement des compagnies d’assurances sont définies au niveau de l’arrêté du ministre des Finances et de la Privatisation n°1548-05 qui a subi, en novembre 2010, un important amendement.

Avant l'amendement de novembre 2010, le montant des investissements en parts de titrisation réalisés par les compagnies d'assurances et de réassurance pouvait atteindre l'équivalent de 10% du total des actifs représentatifs des réserves techniques.

Suite à l'amendement, le plafond d'investissement en parts de titrisation a été réduit de 10% à 2,5%, soit une baisse des 3/4.

Cette baisse de plafond, réalisée dans un souci de prudence, est intervenue en réaction à l'extension du champ des actifs éligibles aux opérations de titrisation des seules créances hypothécaires à toutes les créances actuelles et futures.

Notre recommandation va dans le sens de reconsidérer cette baisse du plafond de 10% à 2,5% puisqu'il existe une manière différente d'aboutir au même résultat sans pénaliser le développement de la titrisation.

En effet, nous recommandons de :

- Maintenir la possibilité d'opérer des placements à hauteur de 10% du total des actifs représentatifs des réserves techniques en parts de titrisation ayant obtenu auprès d'une agence de notation le rating maximum triple A ;
- Pour les autres opérations de titrisation, nous recommandons d'adopter le principe de la transparence des parts prioritaires de titrisation.

Ici, nous revenons sur la nécessité de mise en place du système de rating qui permet de ne pas mettre dans la même enceinte toutes les opérations de titrisation. Sans système de notation, nous nous dirigerons vers une politique de nivellement par le bas en considérant, par défaut, que toutes les opérations de titrisation sont risquées jusqu'à preuve du contraire.

Le principe de la transparence consiste à traiter les parts de titrisation prioritaires de la même manière que les actifs sous-jacents comme si le véhicule de titrisation était transparent. Ainsi, le placement dans des parts de titrisation, ayant comme actif sous-jacent des bons du trésor, devrait être traité comme si la compagnie d'assurances allait investir directement en bons du trésor.

De surcroît, le principe de la transparence n'est demandé que pour les parts prioritaires qui ont un risque de crédit inférieur à celui des actifs sous-jacents du fait de la subordination. En effet, les parts prioritaires bénéficient en plus des garanties afférentes à l'actif sous-jacent de celle d'être payées avant les parts subordonnées et résiduelles. A l'échelle internationale, il est tout à fait admis qu'un titre puisse avoir une notation supérieure à celle de son actif sous-jacent.

2.2.1.ii Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) jouent un rôle majeur dans le développement du marché financier. Ces organismes permettent de canaliser l'épargne des agents pour les investir dans le marché financier.

Selon les statistiques du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, l'actif net des OPCVM a atteint, à fin mars 2015, 311 milliards de dirhams.

Les OPCVM sont caractérisés par une réglementation très stricte et une importante transparence dans le mode de gestion.

Le dahir portant loi n°1-93-213 relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières fixe les règles de placement des actifs desdits organismes.

Concernant le placement en parts de titrisation, les dispositions de l'article 81.1 de la loi n°1-93-213 stipule qu'un OPCVM ne peut employer plus de 20% de ses actifs en :

- Titres de créances négociables (TCN) émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des valeurs ;
- Parts d'organismes de placement en capital risque (OPCR);
- Parts de fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT).

Nous estimons qu'une enveloppe commune aux parts de FPCT, d'OPCR et aux TCN plafonnée à 20% n'est plus en adéquation avec le nouveau cadre de la titrisation au Maroc.

Nous recommandons de permettre aux OPCVM d'employer jusqu'à 15% de leurs actifs en parts de fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT).

2.2.2. Eligibilité des parts de titrisation aux opérations de pension, de prêt et de garantie

Pour se refinancer, les investisseurs peuvent recourir à la mise en pension de certains de leurs titres.

Les opérations de pensions sont régies par la loi n°24-01 qui ne reconnaissait pas l'éligibilité des parts émises par les FPCT aux opérations de pension.

Ce n'est qu'après la promulgation du décret d'application n°2-04-547, modifiant la loi n°24-01 que les parts de FPCT sont devenues admissibles aux opérations de pension. L'article 2 bis de la loi n°24-01, rajouté par le décret n°2-04-547, stipule que : *« les limites dans lesquelles peuvent être pris ou mis en pension les titres émis par un Fonds de Placements Collectifs en Titrisation, sont fixées par arrêté de l'autorité gouvernementale chargée des finances. »*

A ce jour, l'arrêté fixant les conditions de mise en pension des parts de titrisation n'a pas encore été établi, réduisant ainsi leur attractivité auprès des investisseurs vu qu'ils ne peuvent les donner en pension.

Ainsi, nous recommandons d'accélérer la publication de l'arrêté fixant les conditions de mise en pension des parts émises par les FPCT.

Par ailleurs, nous recommandons d'admettre les parts émises par les FPCT, au même titre que les autres valeurs (bons du trésor, effets,…etc.), en garantie pour obtenir les avances auprès de Bank Al Maghrib.

Enfin, nous recommandons également l'éligibilité des parts émises par les FPCT, au même titre que les autres valeurs (titres inscrits à la bourse, TCN et valeurs émises par le Trésor) aux opérations de prêt de titres régies par la loi n°45-12.

Ainsi, les trois mesures tendant à permettre le prêt, la mise en pension des parts de titrisation et leur acceptation en garantie pour avoir des avances auprès de Bank Al Maghrib amélioreront l'attractivité des parts auprès des investisseurs qui pourront les utiliser pour lever des fonds sur le marché monétaire.

2.2.3. Création d'une agence gouvernementale pour sponsoriser la titrisation

Le développement de la titrisation est fortement corrélé aux incitations des gouvernements. A titre d'exemple, au niveau du continent nord-américain la titrisation aux Etats-Unis s'est développée à un rythme beaucoup plus important qu'au Canada.

L'explication réside en partie dans le fait que le gouvernement américain a créé trois agences gouvernementales pour sponsoriser la titrisation alors que le gouvernement canadien n'en a créé qu'une seule.

Les agences créées par le gouvernement fédéral américain chargées de sponsoriser la titrisation sont :

- La Federal National Mortgage Association (FNMA ou Fannie Mae), créée en 1938 ;
- La Governmental National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae), créée en 1968 ;
- Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ou Freddie Mac), créée en 1970.

Fannie Mae, Ginnie Mae et Freddie Mac ont pour objectif de créer un marché hypothécaire secondaire pour faciliter l'accès à la propriété. Ces agences garantissent et acquièrent les prêts immobiliers avant de procéder à leur titrisation "Mortgage-Backed Securities/MBS" (titrisation de créances hypothécaires).

Freddie Mac et Fannie Mae à elles seules garantissaient ou possédaient, en 2008, 5.200 milliards de dollars, soit plus de 40% du marché américain des hypothèques.

En raison de la crise financière, ces agences gouvernementales ont rencontré des difficultés qu'elles ont pu surmonter grâce au soutien du trésor américain. Aujourd'hui, elles se portent bien et ont pratiquement remboursé leurs dettes au trésor. En mai 2013 par exemple, Fannie Mae avait annoncé le remboursement d'une somme record de 60 milliards de dollars.

L'agence gouvernementale canadienne chargée de sponsoriser la titrisation est la Société Canadienne d'Hypothèques et de Logement (SCHL). Elle a été créée pour soutenir les municipalités. Elle est aujourd'hui considérée comme le responsable de l'habitation au Canada et de la croissance du patrimoine immobilier. La SCHL est un acteur majeur de la titrisation des créances hypothécaires au Canada depuis 1986. Ses programmes de titrisation constituent les piliers du financement hypothécaire des banques canadiennes et l'élément central de la stabilité du système de financement de l'habitat.

En vue de soutenir le développement du logement résidentiel pour la classe marocaine moyenne ainsi que les projets d'infrastructures d'une part, et le développement de la titrisation d'autre part, nous recommandons la création d'une agence nationale marocaine pour sponsoriser la titrisation.

Cette agence ne serait impliquée que dans l'acquisition des parts de titrisation de FPCT à vocations spécifiques, telles que :

- Le financement du logement pour la classe moyenne qui peine à accéder à un logement décent. Les efforts nationaux pour soutenir le logement social ayant apporté leurs fruits (exonérations fiscales, garanties Fogarim, Fogalef,…etc.), il est temps à présent de soutenir la classe moyenne ;
- Le financement des projets d'infrastructures vitales (routes, autoroutes, ports, aéroports, chemins de fer,…etc.).

Ainsi, cette agence aurait pour vocation de procéder à l'acquisition des crédits hypothécaires accordés aux citoyens de la classe moyenne et à l'acquisition des créances afférentes aux projets d'infrastructures à utilité nationale pour procéder ensuite à leur titrisation. Les créances éligibles à l'acquisition par cette agence devront répondre à des critères d'admissibilité rigoureux.

2.2.4. Animation du marché secondaire

Le marché secondaire (ou de deuxième main) permet d'assurer le fonctionnement régulier du marché primaire (marché du neuf) et la liquidité des titres.

Le faible dynamisme du marché secondaire de la titrisation limite la liquidité des titres et handicape le développement du marché de la titrisation.

Nous proposons quelques mesures à même d'animer le marché secondaire des parts de titrisation :

- Stimulation de l'offre et de la demande pour les produits de titrisation ;
- Mise en place d'une stratégie marketing et de communication.

2.2.4.i Stimulation de l'offre et de la demande pour les produits de titrisation

L'amendement du cadre juridique de la titrisation et son ouverture sur de nouveaux émetteurs et de nouveaux actifs sous-jacents vont favoriser le lancement de nouveaux fonds de titrisation. Nous constatons que cette dynamique est déjà enclenchée avec l'accélération des nouvelles créations de FPCT et l'existence d'opérations en cours de structuration.

Le défi n'est pas du côté des émetteurs mais plutôt du côté des investisseurs. Comment inciter les investisseurs à acheter des titres sur le marché secondaire et comment convaincre ceux qui les détiennent déjà de s'en séparer ?

Nous proposons ici diverses mesures de nature à inciter les investisseurs à acquérir les parts de titrisation :

- Permettre aux compagnies d'assurances et de réassurance, par une voie réglementaire, d'investir davantage en parts de titrisation et consacrer le principe de la transparence ;
- Permettre aux OPCVM d'investir davantage en parts de titrisation ;
- Rendre éligible les parts de titrisation aux opérations de pension ;

- Admettre les parts de titrisation en garantie pour avoir des avances auprès de Bank Al maghrib.
- Introduire le système du rating pour avoir une appréciation plus objective du risque de crédit et, partant de là, fixer le niveau de rémunération approprié des porteurs des parts de titrisation.

Si ces mesures sont mises en place, la demande pour les parts de titrisation va augmenter et va déclencher implicitement une dynamisation de l'offre.

Pour inciter les porteurs de parts à vendre sur le marché secondaire, nous suggérons de faire converger le marché vers un modèle unique d'évaluation (pricing) des parts de titrisation. En effet, les opérateurs du marché se sont toujours plaints de l'absence d'un modèle de valorisation des parts de titrisation en période de post-émission. Il semblerait aujourd'hui que l'outil de valorisation (ou « pricer ») développé par l'établissement gestionnaire au Maroc des FPCT commence à satisfaire les investisseurs. Nous recommandons de parfaire ce modèle s'il y a lieu, et d'en faire un modèle de base à retenir pour l'évaluation des parts de titrisation sur le marché secondaire. En effet, la difficulté de valorisation des parts de titrisation d'occasion (seconde main) a favorisé le développement, chez certains investisseurs de la stratégie « buy and hold » qui voudrait que les parts de titrisation soient détenues par l'acquéreur jusqu'à maturité.

2.2.4.ii Mise en place d'une stratégie marketing et implication des banques majeures pour l'animation du marché

Il serait opportun de mettre en place une stratégie marketing à même de susciter l'intérêt des investisseurs, même non institutionnels, et de vulgariser les produits de titrisation et lever les ambiguïtés conceptuelles et l'image négative véhiculée à travers la crise financière des subprimes.

Une implication effective d'un acteur majeur tel qu'Attijariwafa bank pour l'animation du marché secondaire de la titrisation est une mesure qui pourrait s'avérer très efficace compte tenu de l'importance et de la qualité de son portefeuille de clientèle comptant plusieurs investisseurs. Cet acteur majeur du

paysage bancaire pourrait à travers une stratégie ciblée approcher les investisseurs et les convaincre d'acquérir, directement ou à travers lui, des parts (ou obligations) de titrisation sur le marché secondaire.

2.3. Mesures d'ordres comptable et fiscal

2.3.1. Mesures d'ordre comptable

Ainsi qu'elle a été mise en évidence précédemment, l'évolution des normes comptables relatives à la titrisation accuse un important retard par rapport à l'évolution du cadre juridique y afférent.

En effet, les normes comptables actuelles contenues au niveau du Plan Comptable des Etablissements de Crédit (PCEC) et de l'arrêté du ministre de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme n°351-01 ne prescrivent que les règles comptables spécifiques à la titrisation des créances hypothécaires.

A la date d'aujourd'hui, nous ne disposons pas de normes qui prescrivent le traitement comptable des opérations de titrisation des créances non hypothécaires et des autres actifs incorporels et corporels.

Ainsi, nous invitons le Conseil National de la Comptabilité, en sa qualité de normalisateur comptable, à rattraper le retard accusé par rapport à l'évolution juridique en mettant à la disposition des opérateurs, dans les meilleurs délais, des normes comptables couvrant l'exhaustivité des opérations de titrisation possibles.

2.3.2. Mesures d'ordre fiscal

Afin de favoriser le développement de la titrisation, certains ajustements d'ordre fiscal gagneraient à être opérés. Ces ajustements concernent essentiellement :

❶ Garantir la neutralité fiscale du FPCT en matière de Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) :

La législation fiscale devrait en principe garantir la neutralité fiscale pour les véhicules de titrisation (FPCT). Les opérations de titrisation ne devraient générer de surcoût fiscal ni pour l'initiateur ni pour les FPCT.

Grâce aux différentes exonérations dont il bénéficie, le FPCT est censé être fiscalement transparent. Or, cette transparence fiscale n'est pas totale du fait que les FPCT ne peuvent récupérer la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) ayant grevé leurs charges de fonctionnement (frais de gestion, commissions de recouvrement, ...etc). Lesdites charges de fonctionnement sont donc comptabilisées en toutes taxes comprises grevant ainsi la rentabilité des FPCT.

Nous proposons d'accorder la possibilité aux Fonds de Placements Collectifs en Titrisation d'effectuer l'ensemble des achats entrant dans le cadre de leur objet social en exonération de TVA.

❷ L'extension de l'exonération des plus-values de cession temporaires des immobilisations aux biens inscrits en stock :

La titrisation est l'opération financière qui consiste pour un Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) à émettre des titres pour acquérir, de manière définitive ou temporaire, des actifs éligibles auprès d'un ou plusieurs établissements initiateurs.

Au vu des règles fiscales de droit commun, la cession d'actifs même provisoirement ou temporairement impliquerait l'imposition de la plus-value chez l'établissement cédant. Pour éviter cette aberration, la loi de Finances de l'année 2013 a prévu la non-imposition du produit de cession des actifs immobilisés réalisés entre l'établissement initiateur et le FPCT dans le cadre d'une opération de titrisation réalisée conformément aux dispositions de la loi n°33-06 relative à la titrisation des actifs.

Malheureusement, la rédaction du Code Général des Impôts à prévu l'exonération de la plus-value de cession des *actifs immobilisés.* De ce fait, la plus-value réalisée à l'occasion de la cession d'un bien immeuble non inscrit dans un compte d'actif immobilisé n'ouvrirait pas droit à l'exonération. Ainsi, les sociétés de promotion immobilière dont les biens immeubles sont inscrits en stocks ne bénéficieraient pas de l'exonération, rendant ainsi tout montage de titrisation impraticable en raison de son coût fiscal exorbitant.

Nous recommandons de revoir, à l'occasion de la préparation de la prochaine loi de Finances, la rédaction de cette disposition afin d'étendre l'exonération aux plus-values de cession des biens immeubles quelle que soit leur classification comptable (immobilisation ou stock).

➋ Clarification du sort fiscal des amortissements pratiqués pendant la période de cession temporaire :

Dans le cadre d'une cession temporaire d'un actif amortissable de l'établissement initiateur vers le FPCT, il convient de se poser la question du sort comptable et fiscal des amortissements à pratiquer au titre le l'actif cédé pendant la période de cession provisoire.

D'un point de vue comptable, la problématique a été résolue puisque le projet d'avis comptable, préparé par la commission technique spécialisée du conseil national de la comptabilité, a prévu la comptabilisation d'une provision correspondant aux amortissements qui auraient été constatés si le bien n'avait pas été cédé. En effet, sur un plan comptable et en perspective du retour de l'actif, il convient de raisonner comme si ce dernier avait été conservé par l'établissement initiateur.

Nous recommandons une clarification du sort fiscal de la provision à comptabiliser chez l'établissement initiateur et correspondant aux amortissements au titre du bien cédé. Il serait souhaitable que la position fiscale s'aligne sur la position comptable afin de permettre la déductibilité de ladite provision. Dans le cas contraire, et s'il fallait réintégrer ladite provision, ceci rendrait impraticable les

opérations de titrisation d'immobilisations corporelles ou incorporelles compte tenu du coût fiscal exorbitant de l'opération.

Section 3. Mesures visant à sécuriser et fiabiliser la titrisation

Les avantages de la titrisation ainsi que ses potentiels effets positifs sur les marchés financiers et leur liquidité ne sont plus à démontrer à condition d'en maîtriser l'utilisation.

L'utilisation abusive de la titrisation à l'échelle internationale, a été rendue possible en raison de :

- la complexité accrue des actifs titrisés ;
- la faiblesse de régulation ;
- la mauvaise appréciation des risques par les arrangeurs, les investisseurs et les agences de notation.

L'expérience marocaine en matière de titrisation, quoique timide, peut être qualifiée de réussie puisque cette technique a été utilisée de manière maîtrisée. Aucun fonds de titrisation lancé au Maroc n'a connu de difficultés, bien au contraire, tous les fonds se portent bien et enregistrent des taux de défauts quasi nuls. D'ailleurs, le premier fonds de titrisation marocain, à savoir CREDILOG I, a été liquidé à l'initiative de l'établissement initiateur en lui dégageant une importante plus-value en sa qualité de porteur de la part résiduelle. Le fonds de titrisation CREDILOG II est sur la même voie.

A ce stade, il est légitime de vouloir connaître les facteurs qui ont permis au Maroc de ne pas être victime des dérapages observés dans les autres pays pionniers en matière de titrisation. Ces facteurs sont principalement au nombre de trois :

❶ Un cadre juridique extrêmement restrictif et prudent :

Depuis le démarrage de la titrisation au Maroc, en août 1999 jusqu'au mois d'octobre 2008, seules les créances hypothécaires étaient éligibles à la titrisation.

Depuis novembre 2008 et jusqu'en janvier 2013, la titrisation est devenue possible pour les créances actuelles et futures détenues par :

- Les établissements de crédit ;
- Les établissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques ;
- Les délégataires de services publics ;
- Les compagnies d'assurances.

Ainsi, jusqu'en janvier 2013 les fonds de titrisation ne pouvaient accueillir que des actifs relativement sains.

❷ *Un secteur bancaire bien régulé :*

Le système bancaire marocain est sain et suffisamment régulé pour contrecarrer tout dérapage ou excès tels que ceux constatés aux Etats-Unis.

Au Maroc, les prêts bancaires de manière générale connaissent une baisse significative en termes de taux d'impayés.

❸ *Des montages de titrisation bien sécurisés :*

La structuration des fonds de titrisation marocains, effectuée par l'arrangeur « AMT », a toujours privilégié la recherche d'une sécurité pour les investisseurs et ce à travers la sélection des meilleurs actifs à titriser doublée d'une mise en place de garanties additionnelles (surdimensionnement, tranching, garantie externe, excess spread, le remplacement, …etc.).

Aujourd'hui, les observateurs de la titrisation sont unanimes quant au niveau élevé de sécurisation des fonds marocains, à tel point qu'ils commencent à dénoncer cet excès de sécurité qui se fait au détriment de la rentabilité offerte aux investisseurs.

Le mois de février 2013 a marqué un tournant dans l'histoire de la titrisation au Maroc et ce par la publication de la loi n°119-12 qui modifie et complète la loi n°33-06 relative à la titrisation.

La loi n°119-12 a hissé le dispositif réglementaire marocain au standard des meilleures pratiques internationales. Malheureusement, cette élévation s'accompagne de risques et non des moindres.

Les dispositions de la loi n°119-12 permettent désormais aux fonds de titrisation marocains (FPCT) de titriser n'importe quel actif en allant des actifs basics, tels que les créances et les stocks, vers les actifs les plus complexes tels que les titres de capital, les sukuks, les démembrements de propriété et même les biens se situant dans d'autres pays et libellés en devises étrangères ou régis par une loi étrangère. Au niveau de cette loi, rien ne s'oppose à réaliser des opérations de titrisation complexes ou de procéder à de la retitrisation..

La loi n°119-12 a permis également aux FPCT d'accorder des prêts à un ou plusieurs établissements initiateurs, autrement dit d'exercer en partie l'activité d'une banque.

La loi n°119-12 a permis également aux FPCT de garantir des risques de crédit ou d'assurances, autrement dit de faire de la titrisation synthétique.

La nouvelle loi a donné tellement de marge de manœuvre et a ouvert tellement d'opportunités pour les opérateurs marocains qu'il va falloir se méfier des risques induits et tirer des leçons des expériences des autres pays dont les législations avaient permis de telles pratiques.

Depuis la crise financière de 2007-2009, les régulateurs des différents pays ont mené des réflexions profondes pour sortir avec des recommandations et des actions à même de fiabiliser la titrisation et éviter de nouveaux dérapages.

Nous estimons que le Maroc peut utilement s'inspirer des plans d'actions menés à l'international pour éviter les mêmes déboires, surtout que sa législation aujourd'hui lui donne les mêmes opportunités et l'expose aux mêmes risques que ceux qui prévalaient avant la crise.

A présent nous présentons les mesures phares prises par les régulateurs des autres pays afin que nous puissions envisager l'opportunité de les appliquer au Maroc pour éviter les effets pervers de la titrisation.

Nous n'avons aucunement l'intention de nous substituer aux régulateurs, nous souhaitons uniquement fournir des lignes directrices de plans d'actions que les régulateurs marocains (CDVM, BAM et ACAPS) pourront détailler à travers la fixation de seuils spécifiques, de formats de reporting, d'exigence de communication…etc.

3.1. Mesures de fiabilisation du processus de titrisation

3.1.1. Alignement des intérêts des initiateurs et des investisseurs

L'une des caractéristiques centrales des marchés de la titrisation est la nécessité d'impliquer un nombre relativement important d'intervenants dans le processus de titrisation. Ainsi, les prêteurs se spécialisent davantage dans la production des prêts hypothécaires mais ne maintiennent pas une exposition durable aux prêts après les avoir transmis aux investisseurs. En créant cette distance entre le donneur d'ordre d'un prêt et le porteur du risque de défaut du prêt, la titrisation peut avoir potentiellement diminué l'intérêt qu'auront les prêteurs (la banque par exemple) à être diligents dans le choix et le suivi des emprunteurs étant donné que le prêt sera très probablement titrisé.

La déclaration des dirigeants du G20 à l'occasion du sommet de Pittsburgh, tenu en septembre 2009, a vivement recommandé aux initiateurs des opérations de titrisation de conserver une partie du risque afférent aux actifs sous-jacents titrisés.

Cette mesure vise à corriger le non-alignement des intérêts des établissements initiateurs avec ceux des investisseurs en encourageant les initiateurs à mettre en place des politiques de prêt plus rigoureuses.

A l'échelle de l'Union européenne, la directive sur les exigences en fonds propres (CRD II) entrée en vigueur le 31 décembre 2010, a modifié l'article 122 (a) pour y

inclure un taux de rétention de risque minimum afin que l'établissement de crédit demeure exposé au risque afférent à une position de titrisation.

En outre, cette exposition au risque devrait être maintenue pendant toute la durée de vie de l'opération de titrisation sans possibilité de recours à des mesures d'atténuation du risque ou de couverture.

Aux États-Unis, la section 621 de loi Dodd-Frank relative à la réforme de Wall Street interdit à tout souscripteur, agent de placement, acheteur initial ou commanditaire d'un programme de titrisation d'actifs (ABS) de s'engager dans toute transaction qui impliquerait ou entraînerait un conflit d'intérêts à l'égard de tout investisseur pour une période d'un an après la date de la première clôture de la vente des titres ABS.

L'article 941 de la Loi Dodd-Frank exige de l'initiateur d'une opération de titrisation de conserver au moins 5% du risque de crédit de tout actif titrisé. A noter toutefois que la même loi admet un taux de rétention de risque inférieur à 5% pour les cas de certaines classes d'actifs sous-jacents répondant à certaines normes de souscription rigoureuses.

Pour le cas du Maroc, nous proposons un taux de rétention de risque minimum de 5% pour les opérations de titrisation qui seront notées triple A (cas des titrisations de créances hypothécaire de type CREDILOG par exemple). Ce taux de rétention sera porté progressivement à 7% pour des opérations de titrisation à rating inférieur puis à 12% pour les opérations de titrisation complexes. Dans tous les cas, le niveau de rétention dépendra de la qualité et du risque de crédit afférents aux actifs sous-jacents.

3.1.2. Amélioration de la transparence et de la communication financière

Les régulateurs dans la plupart des pays développés prennent des mesures en vue de fournir des produits titrisés répondant à des normes élevées de transparence et à des exigences plus strictes en matière de communication et de divulgation d'informations.

Ces mesures s'inscrivent dans le cadre des orientations dictées par l'Organisation Internationale des Commissions des Valeurs (OICV) contenues dans son rapport publié en septembre 2009 et portant sur « *les marchés financiers et les produits non réglementés* ». Lesdites orientations concernent l'amélioration de la transparence quant à l'évaluation faite des risques tout le long de la chaîne de valeur et l'amélioration de l'information mise à la disposition des investisseurs sur la performance du portefeuille des actifs titrisés aussi bien en début d'opération qu'au cours de la durée de vie de l'opération.

Au niveau de l'Union européenne, les amendements intervenus en septembre 2009 relatifs à la CRD (directive sur les exigences en fonds propres) prenant effet le 31 décembre 2010 introduisent de nouvelles exigences de communication obligeant les établissements de crédit initiateurs d'opérations de titrisation à s'assurer que les investisseurs potentiels ont facilement accès à toutes les données pertinentes sur les structures de titrisation et ce à partir de la date de l'émission.

Dans le même esprit, l'OICV a publié, en Juillet 2010, un rapport sur la transparence des produits structurés concluant qu'il est bénéfique de renforcer les exigences en matière de transparence post-émission des produits structurés tels que les produits de titrisation d'actifs (ABS).

Nous proposons d'adopter au Maroc une démarche similaire en exigeant des initiateurs et établissements gestionnaires des reportings plus détaillés lorsqu'il s'agira d'opérations de plus en plus complexes. Les régulateurs marocains pourront convenir du format, du contenu et de la périodicité du reporting. Il est extrêmement important que le reporting démarrant à l'émission, couvre également la période post-émission.

3.1.3. Alignement des systèmes de rémunération

Les systèmes de rémunération basés sur une rétribution immédiate indexée sur une performance financière actuelle plutôt que sur une performance sur un

horizon plus long, contribuent à creuser l'écart entre les intérêts de l'originateur et/ou initiateur de la titrisation et les intérêts des investisseurs.

Afin de garantir un meilleur alignement des intérêts, une partie de la rémunération des parties engagées uniquement dans la phase initiale de l'opération de titrisation et qui ne le seront plus dans les étapes ultérieures, gagnerait à être versée au fil du temps et ce en fonction de la performance financière du produit.

Aux États-Unis des efforts sont déployés afin de lier la performance à long terme des actifs sous-jacents de titrisation à une indemnisation à verser aux parties à l'origine de la distribution des prêts titrisés, surtout pour le cas des prêts hypothécaires résidentiels.

3.1.4. Nouvelle réglementation des agences de notation

La dernière crise financière a conduit à une perte de confiance de la part des investisseurs dans les ratings des produits de titrisation accordés par les agences de notation mais a surtout mis en évidence d'importants conflits d'intérêts potentiels découlant du business modèle des agences de notation dans le cadre de la titrisation.

Au Japon, afin d'améliorer la communication financière et la transparence liées aux notations attribuées aux produits de titrisation, les agences de notation sont tenues de publier les informations jugées utiles pour permettre l'évaluation par un tiers de la pertinence de la notation de crédit. Conformément à l'esprit de la version révisée du code de conduite de l'OICV, les différentes parties prenantes aux opérations de titrisation sont incitées à entreprendre les mesures nécessaires à même de permettre à un tiers de vérifier la pertinence de la notation accordée.

Tant en Europe qu'aux États-Unis, les agences de notation sont désormais soumises à des exigences accrues en matière de communication visant à accroître la transparence dans le cadre de la notation des financements structurés. Les agences de notation ont elles-mêmes procédé à la restructuration de leurs processus de notation afin de permettre une meilleure surveillance et

examen des décisions, et favoriser une meilleure comparabilité des évaluations dans le cadre des différents investissements.

Comme nous l'avons évoqué auparavant, le Maroc se doit d'introduire la notation pour permettre à la titrisation de se développer. Ainsi, en introduisant l'exigence de la notation, il va falloir veiller à ce que les évolutions internationales en la matière soient transposées dès le départ au Maroc. A savoir, exiger entre autres des agences de notation de fournir aux tiers les informations nécessaires pour vérifier la pertinence de la note accordée.

3.2. Maîtrise de l'évaluation des risques des actifs sous-jacents

La complexification des opérations de titrisation a, dans certains cas, rendu difficile d'établir le lien entre les parts de titrisation et les actifs sous-jacents. En effet, il devient extrêmement difficile de simuler l'impact d'un scénario affectant les actifs sous-jacents sur la valorisation des parts de titrisation.

Ainsi, il devient primordial de bien évaluer les risques des actifs sous-jacents à la titrisation au moment de l'émission et que les investisseurs en soient bien informés. Les agences de notation ont un rôle important à jouer vis-à-vis des investisseurs.

Nous estimons que l'environnement marocain, et surtout les investisseurs et les régulateurs, ne sont pas encore prêts à appréhender les risques liés aux titrisations complexes et à les valoriser de manière appropriée.

De ce fait, nous proposons un amendement de la loi relative à la titrisation pour interdire pour le moment la réalisation d'opérations de titrisation portant sur des produits complexes dont le fonctionnement, en cas de choc, devient imprévisible ou des opérations de retitrisation.

Une opération de retitrisation est une titrisation reposant sur des positions de titrisation sous-jacentes. Compte tenu de leur complexité et de leur sensibilité aux pertes corrélées, ces retitrisations comportent un risque supérieur à celui des titrisations simples.

Les autorités marocaines de régulation font bien leur travail mais ne sont probablement pas encore prêtes pour contrôler ce type de produits complexes et réussir là où les régulateurs américains et européens ont échoué.

L'intention ici n'est pas d'interdire définitivement mais plutôt d'avoir une démarche incrémentale et progressive donnant aux différents intervenants le temps d'assimiler certaines opérations moins complexes avant de pouvoir en réaliser d'autres qui le seraient davantage.

3.3. Dispositions de Bâle III relatives à la titrisation

Les accords de Bâle III publiés en décembre 2010 font partie des initiatives prises pour renforcer le système financier à la suite de la crise financière de 2007-2009.

La réforme de Bâle III a introduit de nouveaux éléments de nature à affecter les incitations des banques à titriser les prêts et/ou à détenir les actifs de titrisation.

Parmi les réformes introduites par Bâle III, les plus pertinentes pour l'activité de titrisation concernent les exigences en fonds propres et les ratios de liquidité.

3.3.1. Exigences en fonds propres

Etant donné le niveau de risque élevé inhérent aux opérations de retitrisation, le Comité a considérablement augmenté les pondérations de risque applicables aux expositions de retitrisation et ce sous les deux approches (standard et celle basée sur les notations internes) comparativement aux pondérations de risque attribuées aux autres expositions de titrisation. En conséquence, les exigences en fonds propres pour les opérations de retitrisation ont augmenté de façon drastique.

En outre, et pour remédier au manque de diligence des institutions d'investissement et les dissuader de s'appuyer uniquement sur les notations externes, le cadre de Bâle exige maintenant des banques de répondre à des critères opérationnels spécifiques afin de continuer à utiliser les pondérations de risque spécifiées dans la Convention de Bâle II. Le non-respect de ces critères pour une exposition de titrisation donnée aura comme conséquence de pondérer

cette exposition à 1.250%, soit une ponction plus importante sur les fonds propres réglementaires.

Le Comité a également révisé les règles relatives au risque de marché afin d'augmenter le niveau d'exigence en capital pour faire face aux expositions de titrisation détenues dans les portefeuilles de trading.

3.3.2. Ratios de liquidité

Le nouveau cadre de Bâle III a introduit deux ratios de liquidité :

- Le LCR (Liquidity Coverage Ratio ou Ratio de Couverture de Liquidité) dont l'objectif est de permettre aux banques de résister pendant une durée de 30 jours à des crises de liquidité aiguës, qu'elles soient systémiques ou spécifiques à la banque et ce grâce à la détention d'actifs liquides.
- Le NSFR (Net Stable Funding Ratio ou Ratio de Financement Net Stable) dont l'objectif est de permettre aux banques de résister pendant une durée d'un an à une situation de crise spécifique à la banque et ce en s'assurant que le montant des ressources disponibles (available stable funding) soit toujours supérieur au montant des besoins en ressources stables (required stable funding).

Dans ce cadre, les actifs de titrisation sont considérés comme des actifs non liquides et de ce fait ne peuvent être pris en considération dans le calcul du ratio de couverture de liquidité. Et de ce fait, les banques seraient moins tentées de détenir les actifs de titrisation.

Au Maroc, Bank Al Maghrib a publié une note circulaire qui est entrée en vigueur en avril 2013 prévoyant une application progressive des dispositions de Bâle III s'étalant sur la période allant de janvier 2014 à juillet 2019, avec un jalon intermédiaire en juillet 2015.

3.4. Exigences en fonds propres pour le secteur de l'assurance

Aux États-Unis, l'association nationale des commissaires d'assurances (NAIC / National Association of Insurance Commissioners) a changé le processus par lequel les compagnies d'assurances contrôlées par l'État déterminent leurs exigences en fonds propres mesurées à travers le RBC (risk-based capital) pour y intégrer l'impact des actifs de titrisation de types RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) et CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities).

La nouvelle approche nécessite une modélisation individuelle des exploitations sur la base d'un ensemble commun de scénarii économiques et tend à réduire la dépendance vis-à-vis des organisations de notation statistique.

A l'échelle internationale, Solvency II a établi un nouvel ensemble d'exigences afin de mieux adapter les fonds propres exigés des compagnies d'assurances et de réassurance avec les risques que celles-ci encourent dans leur activité. Ces exigences en fonds propres couvrent les expositions des placements, y compris les expositions de titrisation.

Au Maroc, le secteur des assurances est en train de revoir son dispositif prudentiel en s'inspirant de Solvency II.

Synthèse du sixième chapitre :

Le présent chapitre s'est assigné comme objectif de proposer un plan d'action à même de favoriser le développement de la titrisation au Maroc tout en évitant la survenance de dérapages tels ceux observés lors de la récente crise financière de 2007-2009. En dépit des différentes failles et insuffisances relevées et mises en évidence à l'occasion de cette crise, il demeure néanmoins indéniable que la titrisation présente divers atouts.

La première section du présent chapitre a mis en évidence le rôle joué par la titrisation dans la récente crise financière. La titrisation n'est pas à l'origine de la crise financière et elle n'en est pas responsable. Cependant, elle a largement

contribué à la diffusion rapide de l'impact de cette crise via les véhicules de titrisation.

L'origine de la crise est attribuable à la politique défaillante de distribution des crédits à l'habitat aux Etats-Unis. Cette politique de distribution des crédits, au lieu de reposer sur la capacité de remboursement des emprunteurs, s'est basée sur la valeur des logements sous-jacents pris comme garanties hypothécaires. Ce business modèle bancaire s'est effondré suite à la hausse des taux d'intérêts et à l'éclatement de la bulle immobilière.

Ainsi, si les aspects négatifs de la titrisation sont atténués par des règles prudentielles appropriées et des cadres de surveillance adaptés, il sera donc possible de créer un marché de la titrisation qui soit durable et responsable.

La deuxième section du présent chapitre présente différentes mesures de nature à lever les freins au développement de la titrisation identifiés au niveau du chapitre V. Ces mesures peuvent être résumées comme suit :

- *Nécessité d'introduction du rating au niveau du processus de titrisation :*
  Certains investisseurs ne semblent pas différencier le risque de crédit associé à l'établissement émetteur de celui associé au portefeuille des actifs titrisés. La notation (ou rating) devient alors une nécessité afin de permettre aux différents intervenants d'avoir une juste appréciation du risque de crédit associé à l'opération de titrisation et partant de là, exiger un niveau de rémunération adéquat.

  Le système de rating permet de ne pas mettre dans la même enceinte toutes les opérations de titrisation (celles dont le sous-jacent est un actif sécurisé et celles dont le sous-jacent est un actif risqué). Sans système de notation, nous nous dirigerons vers une politique de nivellement par le bas en considérant, par défaut, que toutes les opérations de titrisation sont risquées jusqu'à preuve du contraire.

- *Amélioration de la liquidité des parts de titrisation :*
  La liquidité d'un titre constitue aujourd'hui un élément fondamental à considérer dans toute stratégie d'investissement. Le manque de liquide

dont souffrent actuellement les parts de titrisation se répercute négativement sur leur attractivité auprès des investisseurs. Les mesures suivantes sont de nature à rendre plus liquides les parts (ou obligations) de titrisation :

- Inciter les investisseurs institutionnels à effectuer davantage de placements en parts de titrisation afin d'augmenter le nombre des transactions. Les législations encadrant les règles de placement des compagnies d'assurances et des OPCVM gagneraient à réserver une quotité plus importante aux placements en parts de titrisation avec adoption du principe de la transparence.
- Rendre éligible les parts de titrisation aux opérations de pension et de prêt de titres d'une part, et les accepter en garantie pour recevoir des avances auprès de Bank Al Maghrib, d'autre part.
- Création d'une agence gouvernementale pour sponsoriser la titrisation ;
- Animation du marché secondaire.

- *<u>Adaptation des cadres comptable et fiscal :</u>*

  Les cadres comptable et fiscal pourraient favoriser davantage le développement de la titrisation, à travers :

  - L'accélération du processus de promulgation des normes prescrivant le traitement comptable des opérations de titrisation des créances non hypothécaires et des autres actifs incorporels et corporels. En effet, à la date d'aujourd'hui, les normes comptables existantes ne traitent que du cas de la titrisation des créances hypothécaires accusant un important retard par rapport aux possibilités permises par le cadre législatif.
  - Garantir la neutralité fiscale du FPCT en matière de Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA). Actuellement, les FPCT ne peuvent récupérer la TVA qui grève leurs charges de fonctionnement (frais de gestion, commissions de recouvrement, ...etc.). Ainsi, il serait judicieux d'accorder aux FPCT la possibilité d'effectuer l'ensemble des achats entrant dans le cadre de leur objet social en exonération de TVA.

- L’extension de l’exonération, en matière d’impôt sur les sociétés, des plus-values de cession temporaires des immobilisations aux biens immeubles inscrits en stock afin de ne pas exclure les éventuels promoteurs immobiliers qui souhaiteraient titriser leurs biens immeubles (terrains, appartements, villas…etc.) comptabilisés dans un compte de stock et non en immobilisations ;
- Clarification du sort fiscal des amortissements pratiqués par le cédant pendant la période de cession temporaire.

Le récent amendement de la loi relative à la titrisation a donné tellement de marge de manœuvre et a ouvert tellement d’opportunités pour les opérateurs marocains qu’il est devenu impératif de se méfier des risques que cet amendement induit et de tirer les leçons des expériences des autres pays dont les législations avaient permis de telles pratiques.

Les dispositions de la loi n°119-12 permettent désormais aux fonds de titrisation marocains (FPCT) de titriser n’importe quel actif en allant des actifs basics, tels que les créances et les stocks, vers les actifs les plus complexes comme les titres de capital, les sukuks, les démembrements de propriété et même les biens se situant dans d’autres pays et libellés en devises étrangères ou régis par une loi étrangère. Au niveau de cette loi, rien ne s’oppose à réaliser des opérations de titrisation complexes ou de procéder à de la retitrisation.

La troisième section du présent chapitre a veillé à tirer les enseignements qui s’imposent de la récente crise financière internationale pour éviter au marché financier marocain de subir les effets pervers de la titrisation.

Depuis la crise financière de 2007-2009, les régulateurs des différents pays ont menés des réflexions profondes pour sortir avec des recommandations et des actions à même de fiabiliser la titrisation et éviter de nouveaux dérapages.

Nous estimons que le Maroc peut utilement s’inspirer des plans d’actions menés à l’international pour éviter les mêmes déboires, surtout que sa législation

aujourd'hui lui donne les mêmes opportunités et l'expose aux mêmes risques que ceux qui prévalaient avant la crise.

Les mesures phares prises par les régulateurs des autres pays, dont le Maroc, pourrait utilement s'inspirer peuvent être résumées comme suit :

- *Alignement des intérêts des initiateurs et des investisseurs :*

  La titrisation a créé une distance entre le donneur d'ordre d'un prêt et le porteur du risque de défaut du prêt. De ce fait, la titrisation a potentiellement diminué l'intérêt qu'ont les prêteurs (les banques par exemple) à être diligents dans le choix et le suivi des emprunteurs étant donné que le prêt sera très probablement titrisé.

  Il convient alors d'exiger des initiateurs des opérations de titrisation de conserver une partie du risque afférent aux actifs sous-jacents titrisés. Nous proposons un taux de rétention de risque minimum de 5% pour les opérations de titrisation qui seront notées triple A (cas des titrisations de créances hypothécaires de type CREDILOG par exemple). Ce taux de rétention sera porté progressivement à 7% pour des opérations de titrisation à rating inférieur, puis à 12% pour les opérations de titrisation complexes.

- *Amélioration de la transparence et de la communication financière :*

  Nous proposons d'exiger des initiateurs et établissements gestionnaires des reportings plus détaillés lorsqu'il s'agira d'opérations de plus en plus complexes. Les régulateurs marocains pourront convenir du format, du contenu et de la périodicité du reporting. Il est extrêmement important que le reporting démarrant à l'émission couvre également la période post-émission.

- *Maîtrise de l'évaluation des risques des actifs sous-jacents :*

La complexification des opérations de titrisation a rendu difficile, dans certains cas, d'établir le lien entre les parts de titrisation et les actifs sous-jacents. En effet, il devient extrêmement difficile de simuler l'impact d'un scénario affectant les actifs sous-jacents sur la valorisation des parts de titrisation. Nous estimons

que l'environnement marocain et surtout les investisseurs et les régulateurs ne sont pas encore prêts à appréhender les risques liés aux titrisations complexes et à les valoriser de manière appropriée.

De ce fait, nous proposons de ne pas permettre, pour le moment, la réalisation d'opérations de titrisation portant sur des produits complexes dont le fonctionnement, en cas de choc, devient imprévisible ou des opérations de retitrisation. L'intention ici n'est pas d'interdire définitivement, mais plutôt d'avoir une démarche incrémentale et progressive donnant aux différents intervenants le temps de maîtriser certaines opérations moins complexes avant de pouvoir en réaliser de plus complexes.

- *Transposition des dispositions de Bâle III relatives à la titrisation :*

Parmi les réformes introduites par Bâle III, les plus pertinentes pour l'activité de titrisation concernent les exigences en fonds propres et les ratios de liquidité.

  - Exigences en fonds propres : étant donné le niveau de risque élevé inhérent aux opérations de retitrisation, le Comité a considérablement augmenté les pondérations de risque applicables aux expositions de retitrisation et ce sous les deux approches (standard et celle basée sur les notations internes) comparativement aux pondérations de risque attribuées aux autres expositions de titrisation. En conséquence, les exigences en fonds propres pour les opérations de retitrisation ont augmenté de façon drastique. Le Comité a également révisé les règles relatives aux risques de marché afin d'augmenter le niveau d'exigence en capital pour faire face aux expositions de titrisation détenues dans les portefeuilles de trading.
  - Ratios de liquidité : les actifs de titrisation sont considérés comme des actifs non liquides et de ce fait ne peuvent être pris en considération dans le calcul du ratio de couverture de liquidité. Ainsi, les banques seraient moins tentées de détenir les actifs de titrisation.

Au Maroc, nous recommandons le respect du calendrier prévu au niveau de la note circulaire de Bank Al Maghrib entrée en vigueur en avril 2013,

prévoyant une application progressive des dispositions de Bâle III s'étalant sur la période allant de janvier 2014 à juillet 2019, avec un jalon intermédiaire en juillet 2015.

- *Transposition des dispositions de Solvency II* au secteur de l'assurance qui est en train de revoir son dispositif prudentiel en matière d'exigence en fonds propres.

Conclusion de la deuxième partie : terrain de recherche et présentation des résultats

Notre recherche a pour objectif de comprendre comment se forme et se prend la décision de titrisation par les opérateurs au Maroc.

Nous avons retenu une approche qualitative basée sur la méthode des études de cas impliquant la réalisation d'entretiens en profondeur auprès des acteurs associés à la décision de titrisation.

Notre échantillon a couvert l'ensemble des opérations réalisées au Maroc depuis l'entrée en vigueur de la première loi relative à la titrisation, soit au total huit cas étudiés. Nous avons jugé pertinent d'enrichir notre échantillon par le rajout de :

- deux entités éligibles à la titrisation ayant manifesté un intérêt pour cette technique puis ayant arrêté le processus en cours de route ;
- l'entité chargée de l'arrangement et de la structuration des opérations de titrisation au Maroc ;
- deux auditeurs prenant en charge le contrôle des comptes d'entités déjà engagées dans des opérations de titrisation.

Les données recueillies ont fait l'objet d'une analyse de contenu thématique ayant permis de reconstituer un descriptif à même de nous permettre de comprendre comment se prend et se forme la décision de titrisation par les opérateurs marocains.

La présente conclusion est dédiée à :

- L'appréciation des choix méthodologiques devant garantir la validité de la recherche ;
- La discussion des résultats avec un retour sur la littérature.

La validité de la recherche :

L'une des interrogations légitimes que se pose tout chercheur a trait à la qualité des choix méthodologiques qu'il a effectués. Selon Drucker-Godard et al. (2003),

l'appréciation de cette qualité se fait à travers les cinq critères présentés dans le tableau ci-après :

Tableau 54 : Critères d'appréciation de la qualité des choix méthodologiques de recherche

Critère	Définition	Satisfaction de notre recherche au critère de validité
Validité du construit	La validité du construit exige du chercheur d'employer les mesures opérationnelles correctes pour les concepts étudiés. Il est ainsi indispensable de reposer sur les théories antérieures pour expliciter les concepts et les dimensions à mesurer.	La revue de la littérature s'intéressant aussi bien à la titrisation qu'à la prise de décision constitue notre garant de la validité du construit. En effet, cette revue de littérature a constitué le fil conducteur entre l'objet de recherche, la méthode de collecte des données et la méthode d'analyse des données. Les thèmes et sous-thèmes associés au processus décisionnel objet de notre recherche correspondent à ceux issus de la revue de la littérature reposant sur les théories antérieures. Les va-et-vient entre théorie et pratique ont permis l'ajustement permanent entre les données et les concepts.

Critère	Définition	Satisfaction de notre recherche au critère de validité
Validité de l'instrument de mesure	Selon Drucker-Godard et al. (2003) : *« un instrument valide doit d'une part mesurer ce qu'on lui demande de mesurer et d'autre part donner des mesures exactes de l'objet étudié. »*	La collecte des données par entretiens soulève les biais relatifs à la subjectivité du chercheur d'une part et l'éventualité de mensonge du répondant, d'autre part. Les parades utilisées pour contourner ces biais sont : • La mise en confiance de l'interviewé ; • La garantie de l'anonymat ; • L'observation du langage non verbal ; • L'utilisation du guide d'entretien pour n'oublier aucun thème ;

		• Mise en avant de la notion de recherche scientifique • Mise en place des entretiens de triangulation (développés au niveau du critère relatif à la validité interne). Ces précautions nous ont permis une mesure efficace des caractéristiques et dimensions du processus décisionnel.

Critère	Définition	Satisfaction de notre recherche au critère de validité
Fiabilité de la recherche	La fiabilité se rapporte à la stabilité, à l'exactitude, et à la précision de la mesure Les procédures utilisées devraient être documentées et garantir, en cas de répétition par le même observateur ou par des observateurs différents, l'aboutissement aux mêmes résultats.	La fiabilité de la recherche est intimement liée à la procédure de codage. Nous avons procédé à un codage multiple à même de nous garantir que l'opération de codage pouvait être répétée et aboutir au même résultat : • le double codage interne : nous avons procédé au recodage de 3 entretiens après l'écoulement d'un délai de 3 mois à partir de leur codage initial. L'objectif du double codage interne étant de vérifier la stabilité de la procédure de codage lorsque cette opération est répétée par la même personne ; • le double codage externe : nous avons demandé à un doctorant d'une école doctorale universitaire de procéder au recodage de 3 entretiens. L'objectif du double codage externe est de s'assurer que le codage effectué par une personne différente aboutirait au même résultat.

Critère	Définition	Satisfaction de notre recherche au critère de validité
Validité interne de la recherche	La validité interne renvoie à : • la cohérence interne des résultats obtenus ; • la cohérence des résultats avec les objectifs que s'est fixé le chercheur.	En pratique, la validité interne est atteinte grâce à la comparaison des données collectées à d'autres sources de preuves. Le fait que nous disposions de suffisamment de cas à étudier en profondeur conforte la validité interne de notre recherche. La validité interne de notre recherche tire, également, son origine de la triangulation des données. En effet, nous avons veillé à satisfaire, de manière simultanée, deux épreuves de triangulation : • chacun des cas étudiés a fait l'objet d'entretiens avec plusieurs acteurs majeurs du processus décisionnel de titrisation de sorte à pouvoir confirmer la même donnée à partir de sources multiples ; • L'intégration dans notre échantillon de l'arrangeur de la totalité (sans exception) des opérations de titrisation réalisées au Maroc (noté « AMT ») a permis la double triangulation des données. En effet, AMT a participé à tous les processus décisionnels en tant qu'acteur externe influent.

Critère	Définition	Satisfaction de notre recherche au critère de validité
Validité externe de la recherche	La validité externe réfère à la possibilité de généralisation des résultats obtenus au niveau de l'échantillon à un ensemble plus large.	La possibilité de généralisation des résultats issus d'un cas isolé ou d'un échantillon de cas étudiés pose généralement problème.

		Toutefois, le niveau de validité externe de notre recherche est maximum du fait que notre échantillon de cas étudiés couvre la totalité des opérations de titrisation réalisées au Maroc depuis l'entrée en vigueur de la loi relative à la titrisation. Ainsi, les résultats issus de notre échantillon se confondent avec les résultats de la population entière.

Discussion des résultats et retour sur la littérature :

Nous structurons la discussion des résultats autour des dimensions du processus décisionnel de titrisation étudiés :

- Les déterminants de la décision de titrisation ;
- Les acteurs du processus décisionnel ;
- Les rationalités mises en œuvre dans le cadre du processus décisionnel ;
- Les étapes constitutives du processus décisionnel.

❶ Déterminants de la décision de titrisation :

Les résultats de nos travaux suggèrent que le recours à la titrisation au Maroc est principalement motivé par la volonté d'accéder au financement. Le deuxième déterminant relevé, concerne l'arbitrage des fonds propres réglementaires et la gestion des ratios financiers (solvabilité, liquidité et taux).

Nos résultats confirment certains travaux antérieurs s'intéressant aux déterminants de la titrisation :

Auteurs	Année	Echantillon	Période	Pays	Déterminants identifiés (*)			
					C	R	F	P
Affinito et Tagliaferri	2010	Banques	2000-2006	Italie	✓	✓	✓	✓
Cardone-Riportella et al	2010	Banques, cajas, cooperatives / ABS + CDO	2000-2007	Espagne			✓	✓
Uzun et Webb	2007	Banques	2001-2005	USA	✓			
Minton et al	2004	Institutions financières privées	1993-2002	USA	✓		✓	✓
Calominis et Manson	2004	Banques/cartes crédit	1996	USA	✓			
Aqdim, Dionne et Harchaoui	2002	Banques	1988-1999	Canada	✓			✓

(*) : Déterminants identifiés
C : Capital (arbitrage sur les fonds propres réglementaires)
R : Transfert du risque
F : Recherche du financement
P : Recherche d'opportunités de profit

En effet, Les travaux de recherche menés auprès des banques italiennes (Affinito et Tagliaferri, 2010), des banques espagnoles (Cardone-Riportella et al, 2010) et des institutions financières privées américaines (Minton et al., 2004) confirment que le besoin de nouvelles sources de financement constitue l'un des déterminants majeurs de la décision de titrisation.

D'autre part, les travaux de recherche menés auprès des banques américaines (Uzun et Webb, 2007 ; Calomnis et Manson, 2004), des institutions financières privées américaines (Minton et al., 2004), des banques canadiennes (Aqdim, Dionne et Harchaoui, 2002) et des banques italiennes (Affinito et Tagliaferri, 2010) confirment que l'arbitrage sur les fonds propres réglementaires constitue un deuxième déterminant de la décision de titrisation.

Par contre, certains travaux antérieurs ont permis l'identification de deux autres déterminants que nos travaux ne confirment pas dans le contexte marocain :

- Le transfert des risques : Affinito et Tagliaferri, 2010 ;
- La recherche d'opportunités de profit : Affinito et Tagliaferri, 2010 ; Cardone-Riportella et al, 2010 ; Minton et al. , 2004 ; Aqdim Aqdim, Dionne et Harchaoui ; 2002.

A notre avis, le fait que les décisions de recours à la titrisation au Maroc ne furent pas motivées par le transfert du risque est compréhensible en raison des facteurs suivants :

- L'historique relativement récent de cette technique au Maroc ;
- L'image négative, associée à la titrisation, véhiculée par la récente crise financière ;
- La nécessité de la constatation de dénouements réussis d'opérations de titrisation en cours, portant sur des actifs sains. Cette réussite ouvrira la voie pour la réalisation d'opérations plus risquées ;
- La non-prédisposition, à l'heure actuelle, des investisseurs marocains à financer des opérations de titrisation dont le sous-jacent est un actif risqué.

Néanmoins, nous sous attendons à voir ce déterminant émerger à l'avenir avec la banalisation de cette technique et la multiplication d'opérations réussies qui vont encourager la structuration d'opérations plus risquées.

Le déterminant relatif à la recherche du profit n'a, également pas, été confirmé dans le contexte marocain puisque l'ensemble des opérations de titrisation ont concerné la cession d'actifs soit à leur valeur nominale, soit avec décote (appelée surdimensionnement). Aucune opération n'a été réalisée avec surcote.

Affinito et Tagliaferri (2010) affirment que les banques les moins capitalisées, moins rentables, moins liquides et plus risquées sont celles les plus susceptibles de titriser leurs prêts. Elles le font assez tôt et pour des montants plus importants. Les travaux que nous avons menés, dans le contexte marocain, ont permis de constater que le recours à la titrisation se fait aussi bien par les banques en

situations financières difficiles que par les banques en bonnes situations financières.

L'étude menée par Aqdim, Dionne et Harchaoui (2002) permet de conclure que les banques titrisent les créances de meilleure qualité. Ce constat est confirmé par nos travaux puisque toutes les opérations de titrisation réalisées au Maroc ont porté sur des actifs sécurisés et à fort rendement, comparables à des actifs « triple A » dans un système de rating classique.

❷ *Acteurs du processus décisionnel :*

Les résultats de nos travaux mettent en évidence l'existence d'acteurs multiples assumant des rôles complémentaires.

Le décideur final est le conseil d'administration, organe de gouvernance ultime des établissements initiateurs.

Les acteurs internes sont essentiellement la direction générale et la direction financière qui ont une forte participation aux étapes du processus décisionnel avec l'aptitude d'influencer le sens des décisions à prendre.

L'acteur externe majeur est l'arrangeur qui joue le rôle du conseiller et spécialiste de la titrisation. Lorsque l'initiateur est un établissement public, la Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation (DEPP) compte parmi les acteurs externes qui exercent un contrôle sur le processus décisionnel conduisant à la mise en œuvre d'activités diplomatiques entre les acteurs internes et ladite Direction.

La littérature suggère que les décisions stratégiques se prennent au plus haut niveau de la hiérarchie. Nos travaux confirment ce constant, étant donné que la décision de titrisation se prend au niveau des conseils d'administration des établissements initiateurs.

Les différents travaux portant sur la décision stratégique mettent en avant le caractère complexe et dynamique du processus. Les travaux portants sur les

prises de décision complexes mettent en évidence la nécessaire participation des parties prenantes de l'organisation au processus décisionnel (Beers et al., 2006 ; Flood, 2000). Nos travaux ont permis l'identification des acteurs avec lesquels les décideurs finaux doivent composer.

Le niveau d'intervention des acteurs se mesure par la profondeur et l'ampleur de la participation (Edelenbos et Klijn, 2005). Nos travaux mettent en évidence la participation des principaux acteurs suivants :

Acteur	Interne/externe	Ampleur de la participation	Profondeur de la participation
Direction Générale	Interne	Elevé	Elevé
Direction Financière	Interne	Elevé	Elevé
Arrangeur	Externe	Moyen	Moyen
Autorité de contrôle (DEPP)	Externe	Faible à Moyen	Elevé

Ainsi, nos travaux confirment la nécessaire et forte implication des acteurs internes et externes.

La littérature suggère, en matière de décisions stratégiques, que des acteurs externes (spécialistes, consultants, …) soient associés à la prise de décision (Daft, 1986). Nos travaux confirment l'omniprésence d'un acteur externe majeur dans tous les processus de décisions étudiés, à savoir l'arrangeur. Ce dernier apporte le savoir-faire et la connaissance relative à la technique de titrisation compte tenu du fait qu'il s'agit d'une pratique non répandue dans le contexte marocain et qu'il s'agit d'une première expérience pour les établissements initiateurs.

Nos travaux confirment les conclusions d'Edelenbos et Klijn (2005) qui recommandent à ce que les décideurs finaux sollicitent la participation des différents acteurs avant toute prise de position. En effet, les décideurs finaux en

matière de titrisation (membres du conseil d'administration) recueillent les avis des acteurs internes et externe avant délibération.

En se référant à la typologie des niveaux d'influence/implication de Martel et Rousseau (1996), le niveau d'implication entre les décideurs finaux et les acteurs internes est de type « concertation ». Les décideurs finaux favorisent la prise en compte des avis des acteurs internes et tendent vers une prise de décision participative. Le niveau de participation élevé des acteurs internes au processus décisionnel de titrisation a fait en sorte que l'on n'ait pas identifié de divergences d'objectifs ayant nécessité la mise en place d'activités diplomatiques.

En se basant sur la typologie des parties prenantes proposée par Mitchell et al. (1997), nous identifiant parmi les acteurs du processus décisionnel de titrisation des acteurs de types :

- « Définitif », disposant du pouvoir et de la légitimité qu'ils exercent ;
- « Dominant », disposant du pouvoir et de la légitimité sans exercer de pressions immédiates ;
- « Dépendant », disposant de la légitimité mais sans pouvoir ;
- « Dangereux », exerçant des pressions avec du pouvoir mais sans légitimité ;
- « Discret », possédant de la légitimité mais sans pouvoir ni capacité de pression immédiate.

Lioukas et al. (1993) estiment que le contrôle public, par opposition au contrôle privé, fait partie des facteurs organisationnels qui ont une influence sur le processus décisionnel. Cette affirmation est confirmée par nos travaux étant donné que les établissements initiateurs à capital public sont soumis au contrôle financier de l'état et voient, ainsi, leur processus décisionnel différer de celui des établissements initiateurs privés.

En effet, l'établissement public est soumis au contrôle de la Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation (DEPP) dont les responsables sont mis à contribution à chaque fois qu'il s'agit de décisions financières importantes. Le management de l'initiateur approche les responsables de la DEPP pour obtenir

leur accord avant la réalisation de l'opération. La DEPP est représentée au niveau du conseil d'administration.

❸ *Rationalités mises en œuvre :*

Les résultats de nos travaux mettent en évidence l'existence de rationalités essentiellement limitées et contextuelles.

Les établissements initiateurs d'opérations de titrisation dites « offensives » s'engagent dans un processus décisionnel reposant sur une rationalité limitée visant la recherche d'une solution de financement à des conditions satisfaisantes. En cas de recours fréquent à la titrisation, la rationalité mise en œuvre basculera progressivement d'une rationalité limitée simple vers une rationalité limitée procédurale. En effet, le facteur de l'expérience favorisera la mise en place de procédures pour encadrer le traitement des processus décisionnels de titrisation de telle sorte qu'ils ne soient plus considérés et traités, à chaque fois, comme des situations décisionnelles nouvelles.

Par ailleurs, les établissements initiateurs d'opérations de titrisation dites « défensives » s'engagent dans un processus décisionnel reposant sur une rationalité mixte (limitée et contextuelle) du fait qu'ils subissent l'influence et la pression de leur contexte financier difficile.

Lorsque l'initiateur est un établissement public, la rationalité prendra une dimension politique compte tenu du contrôle financier exercé par l'Etat qui induit la mise en place d'activités diplomatiques.

Les processus décisionnels de titrisation étudiés s'éloignent du modèle de la rationalité parfaite suggérée par la théorie économique classique.

En ligne avec les constats de March et Simon (1958) et Schwenk (1984), nous avons identifié la mise en place, par les décideurs, de techniques de simplification (pour réduire la complexité de la situation décisionnelle) ainsi que la recherche de solutions satisfaisantes plutôt que de solutions optimisées.

Les connaissances limitées des acteurs (première expérience de titrisation) ainsi que la non-complétude des données et de l'analyse (prise en compte d'un nombre limité d'alternatives et de conséquences) situent les processus décisionnels de titrisation étudiés dans le cadre d'une rationalité limitée.

Toutefois, et comme le suggère Allison (1971), même si la décision n'est pas foncièrement rationnelle, son processus quant à lui peut l'être. En effet, nous avons constaté que les établissements initiateurs qui recourent de manière régulière à la titrisation finissent par mettre en place des procédures pour rationaliser le processus de prise de décision. Même les établissements initiateurs qui ne recourent pas de façon récurrente à la titrisation suivent, pour leur première décision de titrisation, les procédures génériques applicables par l'organisation pour faire face aux problématiques décisionnelles de financement. Ainsi la rationalité tendra vers une rationalité limitée procédurale.

Diverses recherches contemporaines affirment que la notion de « rationalité » ne peut être expliquée et appréhendée de manière holistique que par le biais du recours à un mixe de modèles. Ainsi, Royer (2002) explique la décision afférente à l'innovation par le recours à un mixe entre rationalité limitée et rationalité politique.

Dans le même ordre d'idées, la décision de titrisation, et plus spécifiquement celle afférente aux opérations « défensives », reposera sur un mixe entre une rationalité limitée et une rationalité contextuelle.

Les études s'intéressant au processus de décision stratégique mettent en évidence les caractéristiques dynamiques et complexes du processus. Les travaux antérieurs suggèrent que les comportements politiques constituent une caractéristique inhérente au processus décisionnel (Schwenk, 1995).

Selon Eisenhardt et Zbaracki (1992), dans un modèle politique il est fort de constater que :

- Les décisions sont le fruit d'un processus mettant en jeu des acteurs ayant des objectifs qui ne sont pas nécessairement convergents ;
- Les acteurs adoptent des stratégies de coalitions ;

- Les résultats décisionnels correspondent aux choix des individus puissants.

Par le biais de la négociation, la rationalité collective devient in fine politique impliquant des acteurs à intérêts divergents et se livrant à des activités diplomatiques (Crozier et Friedberg, 1977).

Au vu de la littérature, nous anticipions l'existence d'une rationalité politique au niveau des processus décisionnels de titrisation. Cependant, les résultats de notre recherche ne relèvent, que dans un seul cas de figure, la présence d'activités diplomatiques externes laissant supposer la présence d'une action politique.

En effet, dans la quasi-totalité des processus étudiés, nous ne relevons pas l'existence d'acteurs ayant des objectifs divergents et se livrant à des activités de coalitions pour imposer leur point de vue.

Les décideurs finaux, acteurs internes et acteurs externes des processus étudiés, semblent privilégier une démarche de concertation participative visant à écouter les avis mutuels avant toute prise de décision finale. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que dans les grandes sociétés, à capital privé, les administrateurs, directeurs généraux, directeurs financiers et conseillers n'ont, a priori, aucun intérêt à nourrir des objectifs divergents.

Le seul cas de titrisation qui relève de la mise en œuvre d'activités politiques concerne un établissement initiateur, à capital public, soumis au contrôle financier externe de l'Etat qui n'est autre que la Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation (DEPP). Les acteurs internes ont mis en œuvre des activités diplomatiques (négociation et persuasion) auprès des responsables de la DEPP pour les convaincre de ne pas s'opposer à l'adoption du projet de titrisation.

❹ Etapes constitutives du processus décisionnel :

Les résultats de nos travaux confirment que le processus décisionnel de titrisation se décompose d'une manière conforme au modèle séquentiel général classique.

La forme de progression des activités du processus décisionnel est :

- **Une progression multiple de type parallèle dans plus de 50% des cas étudiés. L'ordre général des activités est respecté mais il n'est pas indispensable d'attendre l'achèvement de l'activité « N » pour passer à l'activité « N+1 » ;**
- **Une progression linéaire de type unitaire. L'ordre des activités et des étapes est respecté. Une activité « N » n'est entamée qu'après l'achèvement de l'activité précédente « N-1 ».**

La revue de la littérature permet de recenser divers travaux consacrés à l'étude des différentes étapes constituant le processus de décision. Les résultats de notre recherche confirment les propositions de décomposition faite par Dewey (1910), Simon (1960) ; Brim et al. (1962) et Glueck (1976). Ces différentes décompositions, quoique n'utilisant pas la même terminologie, permettent de dégager un modèle séquentiel décisionnel classique que nous pouvons agencer en quatre étapes : 1) Identification du problème ; 2) Génération des alternatives ; 3) Evaluation des alternatives et sélection et 4) Mise en œuvre de la solution. Les décompositions proposées par les auteurs cités précédemment peuvent contenir trois à cinq étapes ce qui correspond soit à une sous-décomposition, soit à une agrégation de certaines étapes du modèle séquentiel décisionnel classique.

Les résultats de nos travaux confirment que les processus décisionnels de titrisation au Maroc se décomposent de manière conforme au modèle général séquentiel classique dont les étapes sont énumérées ci-avant. Toutefois, la forme de progression des activités n'est pas nécessairement linéaire.

En effet, divers auteurs (McKenna et Martin-Smith, 2005 ; Mintzberg et Westley , 2001 ; Cohen et al. , 1972, Padgett , 1980 ; Starbuck ,1983) remettent en cause le caractère linéaire et successif de l'évolution des étapes du processus décisionnel et mettent en avant d'autres formes de progressions possibles : chevauchements, répétitions, boucles décisionnelles, …etc.

La forme de progression qui ressort de notre analyse des processus décisionnels est conforme à la proposition de Witte (1972) qui considère que les étapes du

processus peuvent se dérouler de manière parallèle : les acteurs ne peuvent recueillir les informations en s'empêchant de développer simultanément des alternatives et ne peuvent par ailleurs s'empêcher d'évaluer immédiatement les alternatives, et ainsi s'engager dans la décision.

Une modélisation de l'évolution des activités constitutives du processus décisionnel de titrisation au Maroc nous conduit à adopter le modèle décisionnel de « Nonaka » dont les caractéristiques se présentent comme suit :

- Le chevauchement entre les étapes : l'étape « N » démarre avant même que l'étape « N-1 » ne soit terminée ;
- La traduction d'un processus très dynamique ;
- L'importance de la communication entre les étapes suivies ;
- La riche interaction entre les acteurs du processus décisionnel ;
- La variété de compétences et des profils des acteurs.

➲ Démarche processuelle suivie :

Les résultats de nos travaux de recherche situent le processus décisionnel de titrisation dans le cadre d'une démarche processuelle incrémentale logique.

En effet, les processus décisionnels étudiés présentent majoritairement les caractéristiques suivantes : 1) approche curative 2) fixation d'objectifs prédéfinis 3) examen d'un nombre limité d'alternatives 4) considération non exhaustive des conséquences de chaque alternative 5) adoption d'une démarche graduelle pour la résolution du problème et 6) coordination planifiée des actions incrémentales.

Selon Lindblom (1979), Fredrickson et Mitchell (1984) et Desreumaux (1993) la démarche incrémentale donne une image plus proche du mode de prise des décisions dans les organisations.

Les conclusions de nos travaux soutiennent les auteurs qui considèrent que la démarche incrémentale est plus adaptée pour la prise des décisions stratégiques (Jones et Gross, 1996 ; Rees et Porter, 2006a).

Les conclusions de notre recherche confirment les travaux antérieurs suivants :

Auteurs	Affirmations
Berard (2009)	L'auteur suggère que les décisions dans les systèmes complexes s'inscrivent dans une démarche processuelle incrémentale. Le processus décisionnel dans les systèmes complexes se caractérise d'un côté par le découpage du processus décisionnel en sous-étapes et sous-objectifs et de l'autre par la non-complétude de l'analyse.
Robinson et Meier, 2006	Les travaux s'intéressant au développement de nouvelles politiques au sein de l'administration publique semblent suivre une démarche processuelle incrémentale.
McDaniel et Driebe (2001) **Rees et Porter (2006b)**	Les décisions à prendre au niveau des systèmes complexes devraient tendre vers la proposition d'une série de changements mineurs plutôt que l'adoption d'un changement majeur : démarche graduelle.
Rajagopalan et Rasheed (1995)	Les deux auteurs considèrent que le modèle incrémental logique : - s'adapte mieux aux décisions stratégiques d'affaires ; - ne s'adaptent pas aux décisions politiques publiques.
Etzioni (1967) **Quinn (1995)**	Dans les situations décisionnelles où l'approche n'est pas nécessairement curative et où un objectif prédéfini est poursuivi, il semblerait que les deux approches ci-après soient adaptées vu qu'elles tiennent compte de la planification rationnelle : - l'approche mixed d'Etzioni (combinaison entre le modèle rationnel et le modèle incrémental) ; - l'approche incrémentale logique de Quinn. Ces deux approches considèrent que les décisions stratégiques sont incrémentales et visent à atteindre un objectif prédéfini. Ce dernier pouvant être affiné ou revu au fur et à mesure de l'engagement dans le processus décisionnel.

CONCLUSION GENERALE

Après avoir répondu tout au long de cette thèse à notre question de recherche, il convient à présent de conclure en revenant sur l'intérêt de notre recherche (i) tout en mettant en évidence ses apports (ii), ses limites (iii) et ses perspectives (iv).

L'intérêt de la recherche

L'intérêt de cette recherche est de contribuer à la compréhension du processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation dans le contexte marocain. Cette thèse permet d'appréhender de manière objective une réalité contextuelle et subjective.

Les travaux, à l'échelle internationale, portant sur l'objet de recherche « décision de titrisation » sont très rares et adoptent le plus souvent une approche quantitative à dominante statistique, ce qui ne permet pas d'avoir une vue globale et holistique menant à la compréhension en profondeur des phénomènes décisionnels. Au niveau national, nous n'avons pas connaissance de l'existence d'un travail de recherche portant sur la « décision de titrisation ».

Le choix d'une approche qualitative permet une étude multidimensionnelle du processus de décision de titrisation.

Au-delà de sa contribution à la compréhension du processus décisionnel de titrisation, notre recherche propose un plan d'action à même de favoriser le développement de la titrisation à l'échelle nationale. Cette proposition fut possible grâce à l'étude approfondie des dimensions fondamentales du processus décisionnel.

Les apports de la recherche

Les apports de notre recherche s'apprécient aussi bien sur un plan conceptuel que pratique.

Au niveau conceptuel, notre recherche a permis de décrire en profondeur et de comprendre le processus décisionnel sous-tendant la décision de titrisation à

travers ses dimensions fondamentales : déterminants, acteurs, rationalités, étapes du processus et démarche processuelle.

Les résultats de notre recherche permettent également d'enrichir la littérature portant sur :

- L'analyse des processus décisionnels stratégiques, leurs caractéristiques, dimensions et activités constitutives ;
- L'étude des déterminants de la titrisation. En effet, les études antérieures ne couvrent que les seules zones géographiques suivantes : les Etats-Unis d'Amérique, le Canada et certains pays de l'Union Européenne. Notre étude livre le premier éclairage sur l'expérience africaine et marocaine en la matière. A noter que les travaux antérieurs sur les déterminants ont retenu une approche quantitative n'assurant pas un niveau d'approfondissement et de compéhension des phénomènes décisionnels égal à celui des méthodes qualitatives.

Notre travail a permis la conception d'un dictionnaire des thèmes basé sur une approche mixte combinant aussi bien des thèmes et sous-thèmes préétablis, issus de la revue du cadre conceptuel, que de nouveaux sous-thèmes identifiés lors de la mise en œuvre des entretiens. Ce dictionnaire des thèmes pourra être utilisé par des chercheurs intéressés par l'étude du processus décisionnel stratégique (investissement, financement, diversification,…etc.).

Il est d'usage lorsqu'on opte pour une approche qualitative d'être confronté au dilemme de la taille de l'échantillon :

- Retenir un faible nombre de cas à étudier en profondeur ;
- Ou opter pour un plus grand nombre de cas diversifiés mais à étudier de manière moins approfondie.

En effet, les choix effectués pour constituer un échantillon auront un impact déterminant en termes de validité externe (possibilité de généralisation des résultats obtenus) et de validité interne de l'étude (cohérence des résultats par rapport aux objectifs fixés). Le choix réduit d'un nombre de cas conduira à une

forte validité interne, tandis que le choix opposé réduira la validité interne en garantissant une forte validité externe.

Notre recherche a comme spécificité d'allier les avantages des deux positions. En effet, nous avons étudié en profondeur huit opérations de titrisation, garantissant ainsi une forte validité interne de la recherche. D'un autre côté, l'étude de ces huit opérations nous a permis de couvrir l'intégralité des opérations de titrisation réalisées au Maroc jusqu'à ce jour. Nos conclusions sont de facto généralisables puisque notre échantillon couvre 100% de la population assurant ainsi une validité externe maximale.

Notre recherche a la particularité d'étudier le processus décisionnel de titrisation de manière pluridisciplinaire. En effet, notre recherche intègre une analyse des cadres financier, juridique, comptable et fiscal applicables à la titrisation et dont les impacts potentiels pourraient avoir des répercussions sur le processus décisionnel et le développement de cette technique financière. Il est peu commun que les travaux de recherche approfondissent les aspects juridiques et techniques liés aux thèmes abordés, même si ces aspects peuvent influer sur l'objet de recherche. Cet approfondissement a probablement été rendu possible grâce à notre background académique alliant des études dans les domaines du droit, de la comptabilité et de la fiscalité.

Au niveau pratique, notre travail de recherche a l'ambition d'être un plan d'action et une base de propositions que les pouvoirs publics pourront utilement consulter dans le cadre de toute réforme future ayant trait à la titrisation. Il permet de répondre aux inquiétudes et questionnements suivants :

- Quelles sont les mesures à entreprendre pour permettre le développement de la titrisation au Maroc ?
- Comment contrecarrer les effets pervers de la titrisation pour qu'elle constitue un moyen de financement sécurisé ?
- Comment tirer avantage des enseignements de la dernière crise financière ayant mis en évidence certains dysfonctionnement liés à la titrisation ?

L’ancrage de notre recherche dans le contexte marocain constitue en soi un autre apport pratique qui permet d’éclairer les managers sur la manière dont se forme et se prend la décision de titrisation. Les managers investis dans des opérations de titrisation pourront ainsi comparer leurs pratiques décisionnelles avec celles ressortant de notre travail pour converger vers les « best practices ». Les managers ayant l’intention de recourir à la titrisation pourront utilement consulter nos travaux pour avoir une vue intégrale et détaillée du processus décisionnel dans lequel ils vont s’investir.

Notre travail de recherche est d’un grand apport pour les arrangeurs des opérations de titrisation. En effet, la mise en évidence des caractéristiques du processus décisionnel fournit aux arrangeurs une meilleure comprehension des attitudes de leurs clients. Ainsi, les arrangeurs seront en mesure de concevoir des approches plus adaptées à même de convaincre et de mieux accompagner les établissements initiateurs des pérations de titristion. Cet apport est d’autant plus grand que le marché marocain vit la création de nouvelles sociétés ayant vocation à se spécialiser dans l’arrangement et la structuration d’opérations de titrisation mais ne disposant pas encore, à la date d’aujourd’hui, de suffisamment d’expérience en la matière.

Les limites de la recherche

A l’instar de toute recherche, notre travail présente des limites méthodologiques et conceptuelles.

La première limite réside dans la subjectivité inhérente à tout travail de recherche reposant sur une posture épistémologique « Interprétativiste ». Cette subjectivité touche aussi bien les répondants que le chercheur.

La subjectivité du répondant se manifeste à travers un certain nombre de biais : biais de prestige, rationalisation a posteriori, dimension affective, mécanisme de défense,…etc. Ces biais ont été anticipés et leur impact fut atténué grâce au recours aux parades exposées dans la section 1.2.3. du chapitre IV.

La subjectivité du chercheur peut altérer la qualité du repérage des informations dans les discours. Cette subjectivité fut modérée par l'utilisation adéquate du dictionnaire des thèmes ainsi que le recours au codage multiple (double codage interne et double codage externe).

Considérant son rôle central, il est irréaliste de prétendre éliminer la subjectivité du chercheur dans le cadre d'une recherche interprétativiste.

Une deuxième limite, d'ordre conceptuel, réside dans le fait que notre recherche ne prétend pas étudier la liste exhaustive de l'ensemble des dimensions, caractéristiques et déterminants pouvant influencer le processus décisionnel. A titre d'exemple, nous n'avons pas mobilisé les théories cognitives qui permettent d'étudier la pensée des acteurs du processus décisionnel. Ainsi, certaines dimensions, par contrainte de ressources et d'accessibilité, n'ont pas été investiguées : la structure cognitive des décideurs, la démarche d'analyse, les facteurs organisationnels,…etc. Des travaux futurs de recherche pourront éventuellement compléter notre étude par l'intégration desdites dimensions.

La troisième limite de notre travail tient au fait que nous avons décidé d'étudier le processus décisionnel de titrisation dans le contexte marocain. De ce fait, nos conclusions ne sont pas, nécessairement, transposables à d'autres environnements, à moins que d'autres études ne le démontrent.

Les voies de recherches futures

Notre thèse trace des sentiers futurs que d'autres chercheurs peuvent, utilement, emprunter.

Les voies proposées permettent soit de pallier les limites identifiées, soit de prolonger notre recherche dans le cadre de questions complémentaires.

Ainsi, il serait intéressant :

- De faire un benchmark avec d'autres processus décisionnels de titrisation au moyen de la réplication de l'étude auprès d'acteurs issus d'environnements différents. Une étude comparative, ou de portée plus

large, pourrait s'intéresser aux processus décisionnels de pays à économies similaires (Tunisie, Egypte,…etc) ou à l'échelle du continant. Ces études comparatives peuvent confirmer ou infirmer nos résultats en évaluant l'impact du changement d'environnement sur les dimensions et caractéristiques du processus décisionnel de titrisation. En effet, des études avec une portée restrictive ne couvrant que les déterminants de la titrisation, réalisées dans différents pays (Espagne, Italie, USA, Canada, …etc) ont débouché sur l'identification de déterminants différents et sur des conclusions divergentes ;

- D'approfondir l'étude du processus décisionnel en complétant la démarche d'analyse par l'intégration de nouvelles dimensions : la structure cognitive, la démarche et les outils d'analyse, les facteurs organisationnels. Ainsi, pourquoi ne pas conjuger les deux voies de recherches évoquées en procédant simultanément à une réplication de l'étude dans d'autres pays et à une extension de l'analyse aux dimensions que nous n'avons pas investiguées ;

- D'étendre les travaux d'analyse du processus décisionnel aux décisions de financement. En effet, il serait utile de voir dans quelle mesure le processus décisionnel serait identique ou différent lorsqu'il s'agira de recourir à des sources de financement autres que la titrisation (sources de financement à court et long termes). L'élargissement de l'étude aux autres sources de financement permettra d'intégrer dans l'échantillon les petites et moyennes entreprises dont la logique décisionnelle est différente des grandes ;
- De tenir compte du caractère dynamique du processus décisionnel et de la nature changeante de ses caractéristiques en menant des travaux d'analyse du processus décisionnel de titrisation (ou de financement) reposant sur des études longitudinales dont la portée pourrait s'étendre aux effets postérieurs à la titrisation. Ces études longitudinales permettront également de capturer la transition démocratique et de gouvernance qui vit notre pays de manière générale et nos organisations de manière plus spécifique.

Notre travail représente une première pierre à l'édifice de l'étude de la décision de titrisation au Maroc. L'édifice pourrait être complété individuellement ou collectivement tant que des sentiers de recherche sont identifiables.

BIBLIOGRAPHIE

- A -

- Abric, J.C. 1994. Pratiques sociales et représentations. PUF Psychologie Sociale : 251 p.
- Abric, J.C. 1987. Coopération, compétition et représentations sociales. Cousset Del Val.
- Adrian, T., Shin, H.S. 2008a. Liquidity and Leverage. Paper presented at the Financial Cycles, Liquidity, and Securitization Conference hosted by the International Monetary Fund, Washington DC, April 18.
- Adrian, T., Shin, H.S. 2008b. Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy. Mimeo.
- Adrian, T., Shin, H.S. 2008c. Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles. Current Issues in Economics and Finance: 14-1. Federal Reserve Bank of New York.
- Affinito, M., Tagliaferri, E. 2010. Why do banks securitize their loans? Evidence from Italy. Journal of Financial Stability 6: 189-202.
- Agostino, M., Mazzuca, M. 2009. Why do banks securitize? Evidence from Italy. Bancaria 9: 18-38.
- Alazard, C., Separi, S. 1998. Contrôle de Gestion, Manuel et Application. 4ème édition DUNOD.
- Albert, H. W. 1991. Asset Securitization Benefits all Banks. The Bankers Magazine: 16-20.
- Allard-Poesi, F., Maréchal, G. 1999. Construction de l'objet de la recherche, en Méthodes de recherche en managenement. Thietart, R.A., Dunod, A.I. 2007
- Allen, L., Jagtiani, J. Landskroner, Y. 1996. Interest Rate Risk Subsidization in International Capital Standards. Journal of Economics and Business.
- Allison, G.T. 1971. Essence of decision. Explaining the Cuban missile crisis. Little, Brown: 338 p.
- Altunbas, Y., Gambacorta, L, Marqués, D. 2007. Securitization and the Bank Lending Channel. Banca d'Italia, Temi di discussione, No. 653 and ECB Working Paper Series No. 838.
- Ambrose, B.W., Lacour-Little, M. Sanders, A.B. 2005. Does Regulatory Capital Arbitrage.
- Aqdim, R., Dionne, G. Harchani, T.M. 2002. Les déterminants du comportement des banques canadiennes en matière de titrisation. Working paper, HEC Montréal.
- Archer, S.H. 1964. The structure of management decision theory. Academy of Management Journal 7 (4) : 269-287.
- Ashmos, D.P., Duchon, D., McDaniel, R.R. 1998. Participation in strategic decision making : the role of organizational predisposition and issue interpretation. Decision Sciences 29 (1): 25-51.
- Autorité des Marchés Financiers AMF. 2009. Ligne directrice sur la gestion des risques liés à la titrisation.

- Avenier, M.J., Gavard-Perret, M.L. 2008. Inscrire son projet de recherche dans un cadre épistémologique. In M.-L. Gavard-Perret et al., eds. Méthodologie de la Recherche en sciences gestion -Réussir son mémoire ou sa thèse. Paris: Pearson Education France : pp. 5–45.

- B -

- Baby, A. 1992. À travers le chaos épistémologique ou comment la théorie des deux sacs permet de faire un bilan sommaire de la recherche qualitative. Revue de l'Association pour la recherche qualitative (6): pp.9–20.
- Bannier, C.E., Hänsel, D.N. 2008. Determinants of European banks' engagement in loan securitization. Discussion Paper, Deutsche Bundesbank.
- Bannier, H., Webb, E. 2007. Securitization and risk: Empirical evidence on US banks ». The Journal of Risk Finance 8 : 11–23.
- Banque de France. 2006. les mécanismes de transfert de risqué sont-ils suffisamment robustes? Revue de la stabilité financière n°9 : 18-31.
- Bardin, L. 2001. L'analyse de contenu. Paris PUF.
- Basi, R.S. 1998. Administrative decision making: a contextual analysis. Management Decision 36 : 232-240.
- Beazley, H., Boenisch, J., Harden, D. 2003. Knowledge continuity: The new management function. Journal of Organizational Excellence 22: pp.65–81.
- Beers, P.J., Boshuizen, H.P.A., Kirschner, P.A., Gijselaers, W.H. 2006. Common ground, complex problems and decision making. Group Decision and Negotiation 15: 529-556.
- Benbasat, I., Goldstein, D.K., Mead, M. 1987. The Case Research Strategy in Studies of Information Systems Case Research : Definition. MIS Quarterly, (September): pp.369–386.
- Benosmane, K. 2005. Le programme de départ volontaire de la fonction publique marocaine. In Meeting on Sharing of Best Practices and Innovation in Governance and Public Administration in the Mediterranean Region. Tunis: pp. 1–27.
- Bérard, C. 2009. Le processus de décision dans les systèmes complexes : une analyse d'une intervention systémique. Paris Dauphine et UQAM.
- Bergadaa, M., Nyeck, S. 1992. Recherche en marketing : un état des controverses, Recherche et Applications en Marketing, Vol. N° 7, 3: pp. 23-43.
- Berger, A.N., Herring, R.J., Szego, G.P. 1995. The Role of Capital in Financial Institutions. Journal of Banking and Finance, 19.
- Berger, A.N., Udell, G. 1993. Securitization, Risk and the Liquidity Problem in Banking. Klausner,M. , White,L. Structural Change in Banking, New York Univ. Press.
- Berkovitch, E., Kim, E.H. 1990. Financial contracting and leverage induced over- and under-investment incentives. Journal of Finance 45: 765-794.

- Bernard, O. 2010. Système de contrôle de gestion et trajectoire du propriétaire-dirigeant de petite entreprise. Université Paris-Est – Marne la Vallée.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and the "Bird-in-Hand" fallacy. The Bell Journal of Economics, 10 : pp. 259-270.
- Blanchet, A., Gotman, A. 2005. L'enquête et ses méthodes : l'entretien. Armand Colin, Paris.
- Blum, J. 1999. Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking? Journal of Banking and Finance: 22.
- Borio, C. 2008. The Financial Turmoil of 2007: a Preliminary Assessment and some Policy Considerations. BIS Working Papers, No. 251.
- Bounfour, A. 2003. The management of the intangibles. London Routledge.
- Brabet, J., 1988. Faut-il encore parler d'approche qualitative et d'approche quantitative ? Recherche et Applications en Marketing, 3(1/88): pp.75–89.
- Brim, O.G., Glass, D.C., Lavin, D.E., Goodman, N. 1962. Personality and decision processes: Studies in the social psychology of thinking. Stanford University Press, Stanford, CA.
- Bronner, R. 1993. Decision-making in complex situations – Results of German empirical studies. Management International Review 33 (1): 7-25.
- Bryan, L. L. 1989. The Asset Securitization Handbook. Dow-Jones Irwin.
- Buchholz, R.A., Rosenthal, S.B. 2005. Toward a contemporary conceptual framework for stakeholder theory. Journal of Business Ethics 58: 137-148.
- Butler, R.J., Astley, W.G., Hickson, D.J., Mallory, G., Wilson, D.C. 1979. Strategic decision-making: concepts of content and process. International Studies of Management and Organization, 9, 4: 5-36.

- C -

- Cadiou, C., Cotillard, N., Morvan, J. 2007. Montages financiers complexes : la securitization buy out. Revue du Financier, n°166 : 4-15.
- Cadiou, C., Cotillard, N., Morvan, J. 2008. Titrisation économique et LBO : le cas français. Revue du Financier, n°169 : 50-66.
- Calomiris, C.W., Mason, J.R. 2004. Credit card securitization and regulatory arbitrage. Journal of Financial Services Research 26: 5–27.
- Cardone-Riportella, C., Samaniego-Medina, R., Trujillo-Ponce, A. 2010. What drives bank securitisation? The Spanish experience. Journal of Banking & Finance 34: 2639–2651.
- Carlstrom, C.T., Samolyk, K.A. 1995. Loan Sales as a Response to Market-Based Capital Constraints. Journal of Banking and Finance, Vol. 19.
- Casu, B., Sarkisyan, A., Clare, A., Thomas, S. 2009. Securitization and bank performance. Cass Business School, City University, London.
- Chermack, T.J. 2003. Mental models in decision making and implications for human resource development. Advances in Developing Human Resources 5 (4): 408-422.

- Child, J. 1972. Organizational structure, environment and performance: the role of strategic choice. Sociology 6: 1-22.
- Christensen, S., Westenholz, A. 2000. Collective decision making: toward a relational perspective. The American Behavioral Scientist 43 (8): 1301-1315.
- Cohen, M.D., March, J.G., Olsen, J.P. 1972. A Garbage Can Model of Organizational Choice. Administrative Science Quarterly 17(1): 1-25.
- Condorcet. Homme des Lumières et de la Révolution. Fontenay aux Roses. ENS éditions Fontenay / Saint-Cloud, 1997.
- Cong, X., 2008. Towards a framework of knowledge management in the chinese public sector: a case study of china customs. Northumbria University.
- Cooper, R.G., Kleinschmidt, E.J. 1986. An investigation into the new product process: steps, deficiencies, and impact. Journal of Product Innovation Management 3: 71-85.
- Cormier, D., Tremblay, D., Magnan, M. 1994. Théories et modèles comptables : développement et perspectives. Presses de l'Université du Québec.
- Cossette, P. 2000. La cognition comme objet d'étude dans la littérature scientifique sur la PME et l'entrepreneuriat. Revue internationale PME 13 (1) : 11-37.
- Cossette, P. 2004. L'organisation. Une perspective cognitiviste. Les Presses de l'Université Laval : 223 p.
- Coutelle, P. 2005. Introduction aux méthodes qualitatives en Sciences de Gestion : pp.1–20.
- Crozier, M., Friedberg, E. 1977. L'acteur et le système. Éditions du Seuil : 500 p.
- Cumming, C. 1987. The Economics of Securitization. FRBBNY Quarterly Review: 11-23.
- Cyert, R.M., March, J.G. 1963. A behavioral theory of the firm. Prentice-Hall: 252 p.

- D -

- Daft, R.L. 1986. Organization theory and design. West Publishing Company, 2ème edition: 571 p.
- Dahiya, S., Puri, M., Saunders, A. 2003. Bank Borrowers and Loan Sales: New Evidence on the Uniqueness of Bank Loans. Journal of Business: 76-4.
- Darke, P., Shanks, G., Broadbent, M. 1998. Successfully completing case study research: combining rigour, relevance and pragmatism. Information Systems Journal, 8(4) : pp.273–289.
- David, A. 2005. Des rapports entre généralisation et actionnabilité: le statut des connaissances dans les études de cas. In 6ème Congrès Européen de Science des Systèmes. Paris : pp. 1–17.
- Davidson, A.S., Sanders, A., Ching, A., Lan-Ling,W. 2003. Securitization: Structuring and Investment Analysis. Wiley Finance.

- De La Baume, C., Stolowy, H. 1993. Techniques financières : enregistrement et impact sur l'analyse des comptes. Revue Fiduciaire Comptable n°184 Mars : pp 22-40.
- Dechow, P., Myers, L.A., Shakespeare, C. 2004. Playing with Assumptions to Report a Rosy Future Today: The Role of Corporate Governance in the Reporting of Asset Securitizations. Working paper.
- Del Bayle, J.L. 2000. Initiation aux méthodes des sciences sociales, Paris: L'Harmattan.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. 2008. Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market," IMF Working Paper: 106.
- Demarzo, P. M. The pooling and tranching of securities: a model of informed intermediation. The Review of Financial Studies, Vol. 18, No. 1.
- Denzin, N.K., Lincoln, Y.S. 2005. Handbook of qualitative research Thousand Oaks: Sage Publications.
- Desreumaux, A. 1993. Stratégie. Éditions Dalloz : 447 p.
- Desreumaux, A., Romelaer, P. 2001. Investissement et organisation. Dans Charreaux G. (Coord.), Images de l'investissement, Vuibert : p. 61-114.
- Dewey, J. 1910. How we think. D.C. Heath & Co.
- DeYoung, R., Rice, T. 2004. How do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income.
- Dionne, G.D, Harchaoui, T.M. 2002. Bank Capital, Securitization and Credit Risk: Empirical Evidence for Canada. Mimeo, HEC Montréal.
- Donahoo, K. K., Shaffer, S. 1991. Capital requirements and the Securitization Decision. Quarterly Review of Economics and Business, vol. 31, n°4.
- Donahoo, K.K., Shaffer, S. 1988. The impact of capital requirements on the securitization decision. Research Paper 8820, Federal Reserve Bank of New York.
- Donahoo, K.K., Shaffer, S. 1991. Capital Requirements and the Securitization Decision. Quarterly Review of Economics and Business, 31.
- Donaldson, T., Preston, L.E. 1995. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. Academy of Management Review 20 (1): 65-91.
- Draghi, M. 2008a. The Governor's Concluding Remarks, Banca d'Italia, Rome.
- Draghi, M. 2008b. Banks and Markets: Lessons from the Crisis, Speech of the Governor of the Bank of Italy at the Foreign Bankers' Association, The Netherlands.
- Draghi, M. 2008c. Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza, Testimony of the Governor of the Bank of Italy, before the Committee 'Finanze e Tesoro', Italian Senate, October 21.
- Drucker, S., Puri, M. 2006. On Loan Sales, Loan Contracting, and Lending Relationships. Columbia University, Working Paper.

- Drucker-Godard, C., Ehlinger, S., Grenier, C. 2003. Viabilité et fiabilité de la recherché. Dans Thiétart R.A. (Ed.), Méthodes de recherche en management, Dunod, 2ème édition : p. 257-287.
- Dudouit, P., Souquieres, J. 2005. Spécificités du refinancement par obligations sécurisées. Revue Banque Stratégie, n°225 : 7-8.
- Duffie, D. 2008. Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability. BIS.

- E -

- Easton, A. 1973. Complex managerial decisions involving multiples objectives. John Wiley & Sons: 421 p.
- Edelenbos, J., Klijn, E.H. 2005. Managing stakeholder involvement in decision making : a comparative analysis of six interactive processes in the Netherlands. Journal of Public Administration Research and Theory 16: 417-446.
- Edvinsson, L., Bounfour, A. 2004. Assessing national and regional value creation. Measuring Business Excellence, 8(1): pp.55–61.
- Eisenhardt, K.M. 1989. Making fast strategic decisions in high velocity environments. Academy of Management Journal 32: 543-576.
- Eisenhardt, K.M. 1989. Building Theories from Case Study Research. Academy of Management Review, 14(4): pp.532–550.
- Eisenhardt, K.M., Zbaracki, M.J. 1992. Strategic decision making. Strategic Management Journal 13: 17-37.
- El Massnaoui, K., Biygautane, M. 2011. Downsizing Morocco's Public Sector: Lessons from the Voluntary Retirement Program. (3): p.32.
- Elbanna, S. 2006. Strategic decision-making: process perspectives. International Journal of Management Reviews 8 (1): 1-20.
- Elbanna, S., Child, J. 2007. Influences on strategic decision effectiveness: development and test of an integrative model. Strategic Management Journal 28: 431-453.
- Estrella, A. 2002. Securitisation and the Efficacy of Monetary Policy. FRBNY Economic Policy Review.
- Etzioni, A. 1967. Mixed scanning: a third approach to decision making. In Shafritz, J., Layne, K., & Borick, C., 2005, Classics in public Policy, Longman.

- F -

- Flannery, M.J. 1989. Capital Regulation and Insured Banks' Choice of Individual Loan Default Rates. Journal of Monetary Economics, 24.
- Flannery, M.J. 1994. Capital Regulation and Insured Banks' Choice of Individual Loan Default Risks. Studies in Financial Institutions, New York Mcgraw-Hill.
- Flood, R.L. 2000. A brief review of Peter B. Checkland's contribution to systemic thinking.Systemic Practice and Action Research 13 (6): 723-731.

- Ford, D.N., Sterman, J.D. 1998. Expert knowledge elicitation to improve formal and mental models. System Dynamics Review 14 (4): 309-340.
- Fredrickson, J.W. 1984. The comprehensiveness of strategic decision processes: extension, observation, future decisions. Academy of Management Journal 27: 445-466.
- Fredrickson, J.W. 1985. Effects of decision motive and organizational performance level on strategic decision processes. Academy of Management Journal 28 (4): 821-843.
- Fredrickson, J.W. 1986. The strategic decision process and organizational structure. Academy of Management Review 11 (2) : 280-297.
- Fredrickson, J.W., Mitchell, T.R. 1984. Strategic decision processes: comprehensiveness and performance in an industry with an unstable environment. Academy of Management Journal 27 (2): 399-423.
- Froot, K., Stein, J. 1998. Risk Management, Capital Budgeting and Capital Structure Policy for Financial Institutions: an Integrated Approach. Journal of Financial Economics: 471.
- Froot K., Scharfstein,D., Stein,J. 1993. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing policies. The Journal of Finance: 48-5.
- FSF - Financial Stability Forum. 2008a. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7 April.
- FSF - Financial Stability Forum. 2008b. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience – Follow-up on Implementation, 10 October.
- Furlog, F.T., Keeley, M.C. 1989. Capital Regulation and Bank Risk-Taking: a Note. Journal of Banking and Finance: 13-6.
- Furlog, F.T., Keeley, M.C. 1990. A Re-examination of Mean Variance Analysis of Bank Capital Regulation. Journal of Banking and Finance: 14-1.

- G -

- Gagnon, Y.C., 2012. L'étude de cas comme méthode de recherches. Presses de l'Université du Québec.
- Glaser, R., Strauss, A.L. 1967. The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research. Alisine de Gruyter (éds.), New York and Wiedenfeld and Nicholson, London: 271 p.
- Gluek, W.F. 1976. Strategy formation and management action. McGraw Hillseries in management.
- Goll, I., Rasheed, M.A. 1997. Rational decision-making and firm performance: the moderating role of environment. Strategic Management Journal 18 (7): 583-591.
- Gorton, G.B., Souleles, N. 2006. Special purpose vehicles and securitization, in: The Risks of Financial Institutions. Editions M. Carey and R. Stulz: pp. 549–601. University of Chicago Press.

- Grant, R.M., 1996. Toward a knowledge-based theory of the firm. Strategic management journal, 17(Winter Special Issue): pp.109–122.
- Grawitz, M. 1996. Méthodes des Sciences Sociales, Paris, Dalloz.
- Greenbaum, S. I., 1986. Securitization, asset quality and regulatory reform. BRC Working Paper, no. 147, Northwestern University.
- Greenbaum, S.I., Thakor, A.V. 1987. Bank Funding Modes: Securitization versus Deposits. Journal of Banking and Finance, 11.
- Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A.K., Shin, H.S. 2008. Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown. U.S. Monetary Policy Forum Report No. 2.
- Greenspan, A. 2004. Remarks at the American Bankers Association Convention, New York, New York, October.
- Guba, E., Lincoln, Y. 1994. Competing paradigms in qualitative research. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln, eds. Handbook of qualitative research. London: Sage Publications: pp. 105–117.
- Guba, E.G., Lincoln, Y.S. 1989. Fourth generation evaluation. Newbury Park, Sage Publication.

- H -

- Hänsel, D.N., Krahnen, J.P. 2007. Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO market. Mimeo, Goethe-University, Frankfurt.
- Hauschildt, J. 1986. Goals and problem-solving in innovative decisions. Dans Witte E. et Zimmermann H.J. (Ed.), Empirical research on organizational decision-making, Elsevier Science Publishers.
- Heberlein, H. 2005. La distinction entre titrisation et Covered bonds. Revue Banque Stratégie, n°225 : 2-4.
- Helfer, J., Kalika, M., Orsoni, J. 2008. Management : stratégie et organisation. Edition Vuibert.
- Henderson, J.C., Nutt, P.C. 1980. The influence of decision style on decision making behavior. Management Science 26 (4): 371-386.
- Hess, Alan, C., Clifford, W., Smith, Jr. 1988. Elements of mortgage securitization. Journal of Real Estate Finance and Economics 1: 331-346.
- Hesse, M. 1980. Revolutions and Reconstructions in the Philosophy of Science. Bloomington, Indiana University Press.
- Hlady Rispal, M. 2002. La méthode des cas: Application à la recherche en gestion. de boeck.
- Hofer, C.W., Schendel, D. 1978. Strategy formulation : analytical concepts. West Pub. Company.
- Hubert, O. 2005. L'avenir des FCC comme véhicule international d'émission de CMBS. Revue Banque Stratégie, n°225 : 5-6

- I -

- Ivanaj, V., Bayad, M. 2005. Une revue de la recherche empirique sur le processus de décision stratégique. 14ème Conférence de l'AIMS, Angers Pays de Loire, 6-9 juin.

- J -

- Jackson, P., Furfine, C., Groeneveld, H., Hancock, D., Jones, D., Perraudin, W., Radecki, L., Yoneyama, M. 1999. Capital Requirements and Bank Behaviour: the Impact of the Basle Accord. Basle Committee on Banking Supervision Working Papers, 1.
- Jagtiani, J., Saunders, A., Udell, G. 1995. The Effect of Bank Capital Requirements on Bank Off-Balance Sheet Financial Innovations. Journal of Banking and Finance, 19.
- James, C. 1988. The use of loan sales and standby letters of credit by commercial banks. Journal of Monetary Economics 22: 395-422.
- James, A. 1987. An Analysis of the Use of Loan Sales, Stand by Letters of Credit and Secured Debt by Commercial Banks. University of Oregon.
- Jelinek, M., Litterer, J.A. 1994. Toward a cognitive theory of organizations». Dans Stubbart C., Meindl J.R., Porac J.F. (Dir.), Advances in managerial cognition and organizational information processing (vol. 5), JAI Press: p. 3-41.
- Jensen, M. 1986. The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, 76: 323-329.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Capital Structure. Journal of Financial Economics, 3: 305-360.
- Jobst, A. 2005. The Regulatory Treatment of Asset Securitisation: the Basel Securitisation Framework Explained. Journal of Financial Regulation and Compliance, 13-1.
- Jodelet, D. 1991. Les représentations sociales - Paris PUF – Collection sociologies d'aujourd'hui - 2è ed.
- Jones, D. 2000. Emerging Problems with the Basel Capital Accord: Regulatory Capital Arbitrage and Related Issues. Journal of Banking and Finance, 24.
- Jones, R., Gross, M. 1996. Decision making during organizational change: observations on disjointed incrementalism in an Australian local government authority, Management Decision, 34 (7): 23-32.

- K -

- Kaplan, S. 1989. The effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value. Journal of Financial Economics, 24 (2): 217-254.
- Karaoglu, E. 2005. Regulatory Capital and Earnings Management in Banks, the Case of Loan Sales and Securitizations. FDIC CFR Working Paper.

- Kashyap, A.K., Rajan, R.G., Stein, J.C. 2008. Rethinking Capital Regulation. Mimeo.
- Kim, D., Santomero, A.M. 1988. Risk in Banking and Capital Regulation. Journal of Finance, 43.
- Kœnig, G. 2005. Études de cas et évaluation de programmes : une perspective campbellienne. In Actes de la XIVème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique. Angers: AIMS : pp. 1–19.
- Koenig, G. 1993. Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles. Revue de Gestion des Ressources Humaines, novembre (9) : 4-17.
- Kogut, B., Zander, U. 1993. Knowledge of the firm and the evolutionary theory. Journal of International Business Studies, 24(4): pp.625–645.
- Kohen, M., Santomero, A.M. 1980. Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk. Journal of Finance, 35.
- Kolsi, M.C. 2006. The Interaction between Accruals Management and Financial Engineering with Special Purpose Entities. The Journal of Human Resource Costing and Accounting, 10, n°2: 72-91.
- Kopff, G. J., Lent, J. 1988. Securitization: Taking the Business off the Balance Sheet. The Bankers Magazine (Nov/Dec): 14-18.
- Kuhn, T. 1983. La structure des révolutions scientifiques, Paris, Flammarion. Traduit de: The structure of scientifique revolutions, The university of chicago Press, 1962.

- L -

- Landrot, A. 2006. La titrisation, nouveau levier pour les opérations LBO. L'AGEFI, 17-23 mars.
- Langley, A. 1997. L'étude des processus stratégiques : défis conceptuels et analytiques. Management International 2 (1) : 37-50.
- Langley, A., Mintzberg, H., Pitcher, P., Posada, E., Saint-Macary, J. 1995. Opening up decision making: the view from the black stool. Organization Science 6 (3): 260-279.
- Laroche, H. 1995. From decision to action in organizations: decision-making as a social representation. Organization Science 6 (1): 62-75.
- Le Moigne, J.L. 1974. Les systèmes de décision dans les organisations. Presses Universitaires de France : 244 p.
- Le Moigne, J.L. 1977. La théorie du système général. Théorie de la modélisation. Presses Universitaires de France : 258 p.
- Lépineux, F. 2003. Dans quelle mesure une entreprise peut-elle être responsable à l'égard de la cohésion sociale? CNAM Paris.
- Leroux, F. 2001. La Titrisation. Note pédagogique, MIC n°16.
- Leroy, E., Zerkovitz, Y. 2005. Peut-on enfin raisonnablement adosser un financement à des créances futures. Revue Banque Stratégie, n°225 : 9-11.

- Liebowitz, J. 2009. Knowledge retention: strategies and solutions, Auerbach Publications.
- Lindblom, C.E. 1979. Still muddling, not yet through. Public Administration Review (November-December): 517-526.
- Lindblom, C.E., Woodhouse, E.J. 1993. The policy-making process. 3ème edition, Prentice Hall: 164 p.
- Lioukas, S., Bourantas, D., Papadakis, V. 1993. Managerial autonomy of state-owned enterprises : determining factors. Organization Science 4: 645-666.
- Loutskina, E., Strahan, P.E. 2007. Securitization and the Declining Impact of Bank Financial Condition on Loan Supply. Journal of Finance.

- M -

- March, J.G. 1962. The Business Firm as a Political Coalition. The Journal of Politics 24: 662-678.
- March, J.G. 1962. L'entreprise comme coalition politique. Dans March J.G., 1991, Décisions et Organisations, Éditions d'organisation, Chapitre 1.
- March, J.G. 1987. Systèmes d'information et prise de décision : des liens ambigus. Dans March J.G., 1991, Décisions et Organisations, Éditions d'organisation, Chapitre 9.
- March, J.G. Shapira, Z. 1987. Les managers face au risque. Dans March J.G., 1991, Décisions et Organisations, Éditions d'organisation, Chapitre 5.
- Marsh, I. 2006. The Effect of Lenders' Credit Risk Transfer Activities on Borrowers' Equity Returns. Bank of Finland, Discussion Paper, 31.
- Martel, J., Mokrane, M. 2003. Bank Financing Strategies, Diversification and Securitization. Revue de l'Association Française de Finance, Vol. 24, n°2 : 29-49.
- Martel, J.M., Rousseau, A. 1996, La décision participative : une démarche pour gérer efficacement les conflits environnementaux. Document de travail 96-24, Université Laval, Québec, Canada.
- Martin-Oliver, A., Saurina, J. 2007. Why do banks securitize assets? XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings. Spanish Finance Association, Palma de Mallorca.
- Mason, R.O., Mitroff, I.I. 1981. Challenging strategic planning assumptions. Wiley: 324 p.
- Mazzolini, R. 1981. European government-controlled enterprises: An organizational politics view. Journal of International Business Studies: pp. 46-58.
- McDaniel, R.R., Driebe, D.J. 2001. Complexity science and health care management, Advances in Health Care Management, 2: 11-36.
- McKenna, R.J., Martin-Smith, B. 2005. Decision making as a simplification process: new conceptual perspectives. Management Decision 43 (5-6): 821-836.

- Miles, M.B., Huberman, A.M. 1994. Qualitative Data Analysis: An Expanded Sourcebook S. Publications, ed., Sage Publications.
- Miles, M.B., Huberman, A.M. 2003. Analyse des données qualitatives : recueil de nouvelles méthodes 2° édition, de boeck.
- Miller, D., Friesen, P.H. 1983. Strategy making and environment: the third link. Strategic Management Journal 4 (3) : 221-235.
- Miller, S.J., Hickson, D.J., Wilson, D.C. 1996. Decision making in organizations. In S.R. Clegg, C. Hardy, & W.R. Nord (Eds.). Managing Organizations: Current Issues: pp.43-62.
- Ministère de la modernisation des secteurs publics, KPMG. 2006. Etude relative à l'évaluation de l'opération du départ volontaire de la fonction publique.
- Minton, B., Opler, T., Stanton, S. 1997. Asset Securitization and Industrial Firms. Ohio State University. Mimeo.
- Minton, B. A., Sanders, A., Strahan, P. 2004. Securitization by Banks and Finance Companies: Efficient Financial Contracting or Regulatory Arbitrage? Mimeo, Ohio State University.
- Mintzberg, H. 1973. Strategy-making in three modes. California Management Review 16 (2): 44-53.
- Mintzberg, H., Raisinghani, D., Theoret, A. 1976. The structure of "unstructured" decision processes. Administrative Science Quarterly, 21: 246-275.
- Mintzberg, H., Westley, F. 2001. Decision making: it's not what you think. MIT Sloan Management Review 42 (3): 89-93.
- Mitchell, R.K., Agle, B.R., Wood, D.J. 1997. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. Academy of Management Review 22 (4): 853-886.
- Modigliani F., Miller M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », American Economic Review, 48: 261-297.
- Mokrane, M. 1995. Contributions à la théorie de l'intermédiation financière : étude de la titrisation et des fonds communs d'investissement. thèse de l'EHESS, 1995, Paris France.
- Moorman, C., Miner, A.S. 1998. The Convergence of Planning and Execution: Improvisation in New Product Development. Journal of Marketing, vol. 62, n° 3: p. 1-20.
- Myers, S. 1984. The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, 39: 575-592.
- Myers, S., Majluf, N. 1984. Corporate Financing an Investment Decisions when firms have Information that Investors do not have. Journal of Financial Economics, 13: 187-221.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics 5: 147-176.

- N -

- Nonaka, I., Takeuchi, H. 1995. The Knowledge Creating Company. Oxford University Press.

- Nonaka, I. 1990. Redundant, overlapping organization: a Japanese approach to managing the innovation process. California Management Review 32 (3): 27-38.
- Nutt, P.C. 1984. Types of Organizational Decision Processes. Administrative Science Quarterly 21(2): 246-275.
- Nutt, P.C. 1976. Models for decision making in organizations and some contextual variables which stipulate optimal use. Academy of Management Review 1 (2): 84-98.
- Nutt, P.C. 1998. Evaluating alternatives to make strategic choice. Omega 26 : 333-354.
- Nutt, P.C. 1999. Surprising but true: half the decisions in organizations fails. The Academy of Management Executive 13 (4) : 75-90.
- Nutt, P.C. 2002. Making strategic choices. Journal of Management Studies 39 : 67-96.

- P -

- Panetta, F., Pozzolo, A.F. 2010. Why do banks securitize their assets? Bank-level evidence from over one hundred countries. Working Paper.
- Papadakis, V.M., Barwise, P. 2002. How much do CEOs and top managers matter in strategic decision-making? British Journal of Management 13: 83-95.
- Papadakis, V.M., Lioukas, S., Chambers, D. 1998. Strategic decision-making processes: the role of management and context. Strategic Management Journal 19 (2): 115-147.
- Parlour, C.A., Plantin, G. 2008. Loan Sales and Relationship Banking. Journal of Finance: 63-3.
- Pasquero, J. 2003. L'environnement socio-politique de l'entreprise. Dans Bédard M.G., Miller R. (Ed.), La direction des entreprises : concepts et applications, Chenelière/McGrawHill, 2ème édition : p. 171-214.
- Pavel, C., Phillis, D. 1987. Why Commercial Banks Sell Loans: An Empirical Analysis. Federal Reserve Bank of Chicago, Economic perspectives, vol. 11 (May/June): 3-14.
- Perret, V., Séville, M. 2007. Fondements épistémologiques de la recherche, in Méthodes de recherche en managenement, Thietart R.A. et Al., Dunod, 2007
- Perry, C. 1998. Processes of a case study methodology for postgraduate research in marketing. European Journal of Marketing, 32(9/10): pp.785–802.
- Pesqueux, Y., Damak-Ayadi, S. 2005. Stakeholder theory in perspective. Corporate Governance 5 (2): 5-21.
- Pinfield, L.T. 1986. A field evaluation of perspectives on organizational decision making Administrative Science Quarterly 31 (3): 365-388.
- Point, S., Retour, D. 2009. Recherche en gestion des ressources humaines : vers une typologie. Revue de gestion des ressources humaines, (74): pp.2–23.

- Q -

- Quinn, J.B. 1980. Strategies for change: Logical incrementalism, Homewood, IL: Irwin.
- Quivy, R., Van Campenhoudt, L. 1988. Manuel de recherche en sciences sociales, Paris, Dunod.

- R -

- Rajagopalan, N., Rasheed, A.M.A., Datta, D.K. 1993. Strategic decision processes: critical review and future directions». Journal of Management 19 (2): 349-384.
- Rajagopalan, N., Rasheed, A.M.A. 1995. Incremental models of policy formulation and non-incremental changes: critical review and synthesis, British Journal of Management, 6: 289-302.
- Rees, W.D., Porter, C. 2006. Corporate strategy development and related management development: the case for the incremental approach, part 1 – The development of strategy. Industrial and Commercial Training 38 (5): 226-231.
- Robinson, S.E., Meier, K.J. 2006. Path dependence and organizational behavior: bureaucracy and social promotion, The American Review of Public Administration, 36 (3): 241-260.
- Rochet J.C. 1992. Capital Requirements and the Behaviour of Commercial Banks. European Economic Review, 36.
- Romelaer, P., Lambert, G. 2001. Décisions d'investissement et rationalités. Dans Charreaux G. (Coord.), Images de l'investissement, Vuibert : p. 169-230.
- Ross, S. 1977. The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach, Bell Journal of Economics, 8: 23-40.
- Ross, S. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive – Signaling Approach. Bell Journal of Economics, 8: 23-40.
- Roy, B., Damart, S. 2002. L'analyse Coûts-Avantages, outil de concertation et de légitimation. Metropolis 108-109 : 7-16.
- Royer, I., Zarlowski, P. 2003. Echantillons, dans Méthodes de recherche en management, Thietart, R.A. et A.l. Dunod. 2007.
- Royer, I. 2002. Les procédures décisionnelles et le développement de nouveaux produits. Revue Française de Gestion 3-4 (139) : 7-25.
- Royer, I., Zarlowski, P. 1999. Le design de la recherche. Dans Méthodes de recherche en management, Thiétart, R.A. Ed. Dunod édition, Paris : 139-68.
- Royer, I., Zarlowski, P. 2003. Échantillon(s). Dans Thiétart R.A. (Ed.). Méthodes de recherche en management, Dunod, 2ème édition : p. 188-223.

- S -

- Saada, T. 1993. Politique comptable et marche de l'information, Université Paris XII Val de Marne.

- Sahraoui Bentaleb, D. 2011. Pratiques ressources humaines et plafond de verre au Maroc: Cas des femmes cadres au sein de grandes entreprises privées. Université Toulouse 1.
- Santenac, I., Bussac, F. 2005. Les impacts des évolutions comptables et prudentielles (IFRS et Bâle II) sur les opérations de titrisation. Revue Banque Stratégie, n°225, 16-19.
- Schneider, S.C., De Meyer, A. 1991. Interpreting and responding to strategic issues. The impact of national culture. Strategic Management Journal 12 (4): 307-320.
- Schuermann, T. 2004. Why were Banks Better off in the 2001 Recession? Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, 10-1.
- Schwenk, C. R. 1995. Strategic decision making. Journal of Management 21(3): 471493. Strategic Management Journal 5: 111-128.
- Schwenk, C.R. 1984. Cognitive simplification processes in strategic decision making. Services Research, 28-1.
- Sfez, L. 1992. Critique de la décision. Paris. Presse de la Fondation Nationale des Sciences Economiques.
- Shin, H.S. 2008. Securitisation and Financial Stability. Economic Journal, forthcoming.
- Simon, H. 1979. Rational decision making in business organizations. American Economic Review 69 : 493-513.
- Simon, H. 1991. Bounded rationality and organizational learning. Organization science 2 : 125-134.
- Simon, H.A. 1945. Administrative Behavior. A Study of Decision-Making Processes. The Free Press. Traduction française de la 3ème édition : Administration et Processus de Décision. Economica, 1983 : 321 p.
- Simon, H.A. 1960. The new science of management decision. School of Commerce, Accounts, and Finance, New York University.
- Simon, H.A. 1962. The architecture of complexity. Dans Simon H.A. (Ed.), 1969, The sciences of the artificial, MIT Press: p. 192-229.
- Stake, R.E. 2005. Qualitative Case Studies. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln, eds. Handbook of Qualitative Research. Thousand Oaks: Sage Publications: pp. 443–466.
- Stanton, S. 1998. The Underinvestment Problem and Patterns in Bank Lending. Journal of Financial Intermediation.
- Stanton, S. 2002. Commentary. Economic Policy Review.
- Stolowy, H. 2000. Comptabilité Créative. Revue Comptabilité-Contrôle-Audit, Editions Economica: 157-178.
- Stulz, R., Johnson, H. 1985. An analysis of secured debt, Journal of Financial Economics 14: 501-521.
- Sveiby, K.E. 2000. La nouvelle richesse des entreprises: savoir tirer profit des actifs immatériels de sa société, Paris: Maxima.

- T -

- Taher, A. 2014. Titrisation des créances commerciales au Maroc : Proposition d'une normalisation comptable et de démarches d'intervention de l'expert comptable. Cycle d'expertise comptable, Groupe ISCAE.

- U -

- Uzun, H., Webb. E. 2007. Securitization and Risk: Empirical Evidence on US Banks. The Journal of Risk Finance, Vol. 8 No. 1: pp. 11-23.

- V -

- VanHoose, D. 2007. Theories of Bank Behaviour under Capital Regulation. Journal of Banking and Finance, 31.

- W -

- Wacheux, F. 1996. Méthodes Qualitatives et Recherche en Gestion, Paris: Economica.
- Weick, K.E. 1979. Cognitive processes in organizations. Dans Staw B.M. (Dir.), Research in Organizational Behavior (vol. 1), JAI Press: p. 41-74.
- Weick, K.E. 1985. Cosmos vs chaos : sense and nonsense in electronic contexts. Organizational Dynamics 14 (2): 51-64.
- Witte, E. 1972. Field research on complex decision-making processes: the phase theorem. International Studies of Management and Organization 59: 156-182.
- Wolfe, S. 2000. Structural effects of asset-backed securitization. The European Journal of Finance 6: 353-369.
- Woodman, R. Sawyer, J., Griffin, R. 1993. Towards a theory of organizational creativity. Academy of Management Review, 18: p.293-321.

- Y -

- Yin, R.K. 1994. Case study research: Design and methods Second. Sage Publications.
- Yin, R.K. 2003. Applications of Case Study Research (Applied Social Research Methods). Sage Publications, Inc.

- Z -

- Zimmermann, H.J. 1986. Modelling vagueness in decision models. Dans Witte E. et Zimmermann H.J. (Ed.), Empirical research on organizational decision-making, Elsevier.

Textes réglementaires :

- Dahir n° 1-96-83 du 15 rabii 1417 (1er août 1996) portant promulgation de la loi n° 15-95 formant Code de commerce. Bulletin officiel n° 4418 du 19 joumada I 1417 (3 octobre 1996).
- Dahir (12 août 1913) formant code des obligations et contrats.
- Dahir n° 1-99-193 du 13 joumada I 1420 (25 août 1999) portant promulgation de la loi n° 10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires.
- Dahir n° 1-08-95 du 20 chaoual 1429 (20 octobre 2008) portant promulgation de la loi n° 33-06 relative à la titrisation de créances et modifiant et complétant la loi n° 35-94 relative à certains titres de créances négociables et la loi n° 24-01 relative aux opérations de pension.
- Dahir n° 1-13-47 du 1er joumada I 1434 (13 mars 2013) portant promulgation de la loi n° 119-12 modifiant et complétant la loi n° 33-06 relative à la titrisation de créances et la loi n°24-01 relative aux opérations de pension.
- Dahir portant loi n°1-93-213 relatif aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières.
- Loi n°17-99 portant code des assurances.
- Loi n°24-10 relative aux opérations de pension.
- Loi n°45-12 relative aux opérations de prêt de titres.
- Loi de Finances n°115-12 pour l'année budgétaire 2013.
- Code Général de Normalisation Comptable.
- Plan Comptable des Etablissements de Crédit.
- L'arrêté du ministre de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme n°351-01 ne prescrivent que les règles comptables spécifiques à la titrisation des créances hypothécaires.
- Normes comptables internationales IAS/IFRS.
- Code Général des Impôts.
- Note circulaire n°717 relative au Code Général des Impôts.
- Note circulaire n°721 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances n°115-12 pour l'année budgétaire 2013.

TABLE DES MATIERES

Introduction générale …….. 8

Partie I. Fondements théoriques de la titrisation et de la prise de décision

Chapitre I. Cadres conceptuel et réglementaire relatifs à la titrisation…….. 18
Section 1. Caractéristiques des opérations de titrisation……..... 19
1.1. Les principes de la titrisation…….…….. 19
1.1.1. Définition et schéma de fonctionnement de la titrisation…… 19
1.1.2. Historique de la titrisation…….. 22
1.1.2.i. Historique de la titrisation dans le monde…….. 22
1.1.2.ii. Historique de la titrisation au Maroc……. 23
1.2. Les avantages et les risques associés à la titrisation…..…… 24
1.2.1. Les avantages de la titrisation…….. 24
1.2.1.i. Les avantages pour l'initiateur…….. 25
1.2.1.ii. Les avantages pour les investisseurs……. 27
1.2.2. Les risques associés à la titrisation……. 28
1.2.2.i. Utilisation de la titrisation comme véhicule de diffusion des produits toxiques…… 28
1.2.2.ii. Utilisation de la titrisation pour la manipulation de l'information comptable et financière…….. 29
1.2.2.iii. Négligence dans le processus de sélection des emprunteurs ou des clients…… 29
1.3. Les différentes techniques de titrisation……..... 29
1.3.1. La distinction entre les « pass-through securities » et les « pay-through securities »…….. 30
1.3.1.i. Titrisation de type « pass-through »…….. 30
1.3.1.ii. Titrisation de type « pay-through »……..... 30
1.3.2. La titrisation classique…… 31
1.3.2.i. Mortgage Backed Securities (MBS) ou titrisation des créances hypothécaires…… 32
1.3.2.ii. Assets Backed Securities (ABS) ou titrisation adossée à des actifs…….. 33
1.3.3. La titrisation synthétique…… 33
1.3.4. La titrisation d'actifs non financiers……..... 34
1.3.4.i. La titrisation d'actifs réels…… 34
1.3.4.ii. La titrisation d'une activité d'entreprise…… 35
1.3.4.iii. La titrisation des risques d'assurances…… 36
1.3.5. La Securitization By Out (SBO)…… 37

Section 2. Revue de la littérature relative à la décision de titrisation 39
2.1. Italie : Affinito et Tagliaferri..…….. 42
2.2. Monde : Panetta et Pozzolo…….. 43
2.3. Italie : Agostino et Mazzuca…..…… 44
2.4. Union Européenne : Bannier et Hansel..…… 45
2.5. Espagne : Martin-Oliver et Saurina ……..…….. 46
2.6. Canada : Aqdim, Dionne et Harchaoui…… 47
2.7. USA : Minton, Opler et Stanton..…….. 48

Section 3. Cadre réglementaire applicable à la titrisation..... 56

3.1. Dispositif juridique applicable aux opérations de titrisation…….. 57
3.1.1. Phase 1 : régime juridique prévu par la loi n°10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires……. 57
3.1.2. Phase 2 : régime juridique prévu par la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances……. 58
3.1.3. Phase 3 : régime juridique prévu par la loi n°119-12 relative à la titrisation des actifs…….. 61
3.2. Dispositif comptable applicable à la titrisation…… 63
3.2.1. Traitement applicable selon les normes comptables marocaines..... 64
3.2.2. Traitement applicable selon les normes comptables internationales IFRS……. 65
3.2.2.i. La dé-comptabilisation des actifs titrisés…….. 66
3.2.2.ii. La déconsolidation du véhicule de titrisation……..... 67
3.3. Dispositif fiscal applicable aux opérations de titrisation …… 69
3.3.1. Régime fiscal du FPCT……..... 69
3.3.2. Régime fiscal de l'établissement initiateur (le cédant)……..... 70
3.3.3. Régime fiscal des investisseurs (porteurs des parts)……. 71
Synthèse du premier chapitre …… 72

Chapitre II. Cadre conceptuel relatif à la prise de décision…….. 77
Section 1. Prise de décision et typologie des décisions……..... 77
1.1. Recherches sur la prise de décision…….. 79
1.2. Typologie des décisions dans les organisations…..…….. 83
1.2.1. Les décisions selon leur degré de risque…… 83
1.2.2. Les décisions selon leur niveau d'importance…… 84
1.2.2.i. Le champ d'action de la décision…….. 85
1.2.2.ii. L'horizon temporel de la décision…….. 85
1.2.3. Les décisions selon la nature des variables de décision 86
1.2.4. Les décisions selon une classification croisée…… 88
1.2.5. La décision de titrisation…… 90

Section 2. Etude du processus de prise de décision……..... 94
2.1. Les modèles de prise de décision…… 94
2.1.1. Le modèle de la rationalité parfaite……..... 98
2.1.2. Le modèle de la rationalité limitée…… 99
2.1.3. Le modèle de la rationalité politique…… 100
2.1.4. Le modèle de la rationalité contextuelle……..... 101
2.1.5. Le modèle de la rationalité sociocognitive……..... 103
2.2. Les caractéristiques du processus de décision…….. 104
2.2.1. Les acteurs du processus de décision…… 104
2.2.1.i. Diversité des parties prenantes…… 106
2.2.1.ii. Collaboration entre les parties prenantes…… 109
2.2.2. Les facteurs contextuels…… 110
2.2.2.i. Le contexte interne : facteurs organisationnels…….. 111
2.2.2.ii. Le contexte externe : facteurs environnementaux…….. 112
2.3. La démarche décisionnelle…… 113
2.3.1. Les étapes du processus de décision…….. 113
2.3.1.i. Modèle séquentiel classique…….. 117
2.3.1.ii. Autres modèles décisionnels…… 122
2.3.2. La démarche processuelle…… 126

Synthèse du deuxième chapitre …… 129

Chapitre III. Positionnement et choix méthodologiques…….... 135
Section 1. L'objet de la recherche……..... 135
1.1. Le contexte de la recherche……..... 135
1.2. La construction de l'objet de recherche…….…… 137

Section 2. L'architecture et les fondements de la recherche……..... 141
2.1. Le positionnement épistémologique…..……..... 141
2.1.1. Les postures épistémologiques en sciences de gestion……..... 141
2.1.2. Une posture interprétativiste adaptée à notre recherche…….. 143
2.2. Le positionnement méthodologique……..... 145
2.2.1. Les méthodes quantitatives et qualitatives…….. 146
2.2.2. Une approche qualitative adaptée à notre recherche…… 148
2.2.3. Le recours à l'étude de cas comme méthode de recherche…… 148
2.3. Les théories mobilisées dans le cadre de la thèse…..…….. 153
2.3.1. Théorie centrale : théorie de la décision…….. 154
2.3.2. Autres théories mobilisées…… 155
2.3.2.i. La théorie du signal…… 155
2.3.2.ii. La théorie du financement hiérarchisé…… 157
2.3.2.iii. La théorie de l'agence…… 158
Synthèse du troisième chapitre……..... 160

Conclusion de la première partie …….. 164

Partie II. Terrain de recherche et présentation des résultats

Chapitre IV. Collecte et analyse des données…….. 170
Section 1. Méthode de collecte des données…..…… 170
1.1. Sélection des cas à étudier…… 170
1.1.1. Constitution de l'échantillon…… 171
1.1.2. Echantillon et validité de la recherche…… 178
1.2. Recueil des données…..…….. 180
1.2.1. Recherche documentaire…….. 180
1.2.2. Déroulement des entretiens…… 181
1.2.3. Biais induits par la méthode d'entretien…… 190

Section 2. Méthode d'analyse des données……..…….. 192
2.1. Dictionnaire des thèmes…… 193
2.2. Codification des données…..…… 203
Synthèse du quatrième chapitre…… 213

Chapitre V. Les caractéristiques du processus de décision de titrisation…… 217
Section 1. Présentation des études de cas……..... 218
1.1. Caractéristiques de l'émetteur et du contexte décisionnel..... 220
1.1.1. Titrisation portant sur les créances hypothécaires…… 223
1.1.2. Titrisation portant sur les créances commerciales…… 225
1.1.3. Titrisation portant sur les actifs immobiliers…… 226
1.2. Caractéristiques de l'opération de titrisation…… 227
1.2.1. Titrisation portant sur les créances hypothécaires…… 229

1.2.2. Titrisation portant sur les créances commerciales…… 232
1.2.3. Titrisation portant sur les actifs immobiliers…… 234

Section 2. Déterminants et freins relatifs à la décision de titriser…….. 235
2.1. Des émetteurs principalement motivés par l'accès au financement …… 239
2.2. Des freins multiples en cours de résolution…..…….... 246
2.2.1. Freins de nature réglementaire…….. 248
2.2.1.i. Les freins d'ordre juridique…… 248
2.2.1.ii. Les freins d'ordre fiscal…….... 250
2.2.1.iii. Les freins d'ordre comptable…….. 251
2.2.2. Freins liés au coût financier de la titrisation…… 252
2.2.3. Freins liés à la complexité de mise en place des opérations de titrisation…….. 255
2.2.4. Freins liés aux investisseurs…… 257
2.2.4.i. Manque de liquidité des parts de titrisation…… 257
2.2.4.ii. Image négative à laquelle renvoie la titrisation et ambiguïtés conceptuelles chez les investisseurs…….. 262

Section 3. Les acteurs du processus décisionnel et les rationalités mises en œuvre…… 264
3.1. Des acteurs multiples assumant des rôles complémentaires…… 264
3.1.1. Les décideurs finaux…….. 267
3.1.1.i. Qualité et effectif des décideurs finaux…… 270
3.1.1.ii. Mode d'exercice du pouvoir décisionnel…….. 272
3.1.2. Les acteurs internes…….. 273
3.1.2.i. Qualité des acteurs internes…… 276
3.1.2.ii. Niveau de participation des acteurs internes…… 278
3.1.2.iii. Le type d'influence exercée par les acteurs internes…….. 279
3.1.3. Les acteurs externes…… 281
3.1.3.i. Qualité des acteurs externes…… 283
3.1.3.ii. Niveau de participation des acteurs externes…… 284
3.1.3.iii. Le type d'influence exercée par les acteurs externes…….. 286
3.2. Des rationalités essentiellement limitées et contextuelles..... 287
3.2.1. D'une rationalité limitée simple vers une rationalité limitée procédurale…… 291
3.2.2. Une rationalité contextuelle pouvant impliquer une dimension politique…… 296

Section 4. Les étapes du processus décisionnel et la démarche processuelle……..…….. 299
4.1. Des étapes à progression dynamique de type « Nonaka »…… 299
4.1.1. Etapes constitutives du processus décisionnel…….. 302
4.1.1.i. Identification du problème…….. 302
4.1.1.ii. Génération des alternatives…… 305
4.1.1.iii. Evaluation des alternatives et sélection…….. 307
4.1.1.iv. Mise en œuvre de la solution…… 310
4.1.2. Formes de progression des activités du processus décisionnel…….. 310
4.2. Une démarche processuelle incrémentale…….. 313
Synthèse du cinquième chapitre……..... 317

Chapitre VI. Mesures en faveur du développement de la titrisation…….. 326
Section 1. Rôle joué par la titrisation dans la crise financière……..... 327
Section 2. Mesures visant à favoriser le développement de la titrisation…….. 329
2.1. Introduction du rating au niveau du processus de titrisation..... 330
2.2. Mesures de nature à améliorer la liquidité des parts de titrisation….. 331
2.2.1. Incitation des investisseurs institutionnels à placer davantage en parts de titrisation…… 331
2.2.1.i. Compagnies d'assurances et de réassurance…… 332
2.2.1.ii. Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières…….. 334
2.2.2. Eligibilité des parts de titrisation aux opérations de pension, de prêt et de garantie…… 335
2.2.3. Création d'une agence gouvernementale pour sponsoriser la titrisation…… 336
2.2.4. Animation du marché secondaire…….. 338
2.2.4.i. Stimulation de l'offre et de la demande pour les produits de titrisation…… 338
2.2.4.ii. Mise en place d'une stratégie marketing et implication des banques majeures pour l'animation du marché…….. 339
2.3. Mesures d'ordres comptable et fiscal……... 340
2.3.1. Mesures d'ordre comptable……. 340
2.3.2. Mesures d'ordre fiscal……. 340

Section 3. Mesures visant à sécuriser et fiabiliser la titrisation……..... 343
3.1. Mesures de fiabilisation du processus de titrisation……... 346
3.1.1. Alignement des intérêts des initiateurs et des investisseurs…… 346
3.1.2. Amélioration de la transparence et de la communication financière... 347
3.1.3. Alignement des systèmes de rémunération……... 348
3.1.4. Nouvelle réglementation des agences de notation…… 349
3.2. Maîtrise de l'évaluation des risques des actifs sous-jacents..... 350
3.3. Dispositions de Bâle III relatives à la titrisation……... 351
3.3.1. Exigences en fonds propres……... 351
3.3.2. Ratios de liquidité…… 352
3.4. Exigences en fonds propres pour le secteur de l'assurance..... 353
Synthèse du sixième chapitre…….. 353

Conclusion de la deuxième partie……. 360

Conclusion générale…… 373

Bibliographie ……..... 380
Table des matières ……... 398
Annexes …… 403

ANNEXES

LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 : Etude détaillée du cadre juridique applicable à la titrisation au Maroc

Annexe 2 : Etude détaillée du dispositif comptable applicable à la titrisation au Maroc

Annexe 3 : Etude détaillée du régime fiscal applicable à la titrisation au Maroc

Annexe 4 : Proposition de collaboration pour un entretien

Annexe 5 : Guide d'entretien

Annexe 6 : Extrait d'une note d'information d'une opération de titrisation