

Avis CNC 139/5 - Obligations avec warrants

La Commission a été interrogée sur le mode de comptabilisation d'obligations émises avec warrants ainsi que sur la valeur d'acquisition à attribuer respectivement à l'obligation et au warrant.

Elle a examiné la question posée sous l'angle du cas le plus fréquent où le warrant confère à son titulaire le droit de souscrire à prix fixe, déterminé au départ, des actions soit de la société qui a émis les obligations, soit d'une société tierce qui lui est apparentée. Les principes dégagés s'appliquent toutefois de manière analogue lorsque, comme ce fut le cas lors d'émissions récentes, le prix d'exercice des warrants est fixé par référence au cours de bourse des actions à souscrire, au moment de la souscription ou durant une période précédant celle-ci, ou lorsque le warrant donne droit à l'acquisition d'un bien ou d'un droit d'une autre nature (par exemple de l'or).

L'obligation avec warrant se caractérise par ceci qu'au départ elle a un coût d'acquisition global qui recouvre deux droits distincts, appelés à connaître une vie juridique autonome, savoir un droit de créance à intérêt, incorporé dans l'obligation, d'une part, le warrant ou droit de souscription d'autre part. A l'encontre des droits de souscription représentatifs du droit de préférence des actionnaires anciens lors de l'émission d'actions nouvelles ou d'obligations convertibles ou avec warrants, qui n'ont qu'une existence éphémère (la durée de l'émission) et qui doivent dès lors être soit exercés soit réalisés dans les jours qui suivent leur création, le warrant et l'obligation ex-warrant peuvent avoir une existence de plusieurs années. Une longue période peut dès lors séparer l'émission de l'obligation avec warrant, de l'exercice ou de la réalisation des deux droits qu'elle comporte au départ. Par ailleurs, le warrant et l'obligation ex-warrant peuvent fréquemment être séparés avant que le warrant puisse être exercé et faire, le cas échéant, l'objet de cotations distinctes.

La valeur d'acquisition relative à l'obligation avec warrant, doit être ventilée entre l'obligation ex-warrant et le warrant. Ceci étant, il y a lieu de déterminer - ces deux aspects étant interdépendants - à quel moment et sur la base de quels critères cette ventilation doit être opérée.

Dans une première optique, la valeur d'acquisition de l'obligation est ventilée entre l'obligation ex-warrant et le warrant au moment où le warrant est exercé ou au moment où l'obligation ou le warrant est cédé séparément ou au moment où l'obligation ex-warrant est appelée au remboursement. Dans cette optique, l'obligation ex-warrant et le warrant sont censés rester «attachés» et ne former qu'un seul titre, aussi longtemps qu'un acte de disposition portant sur l'un ou l'autre des éléments n'a pas été accompli.

Cette méthode a pour avantage, en cas de variation des cours, de limiter les constatations et les reprises de réductions de valeur lorsque les valeurs du marché de l'obligation et du droit de souscription n'évoluent pas de manière parallèle par rapport à la valeur d'acquisition initiale.

Elle présente toutefois l'inconvénient de placer la ventilation du prix d'acquisition dans la dépendance d'un cours constaté à une période ultérieure, en fonction d'évolutions intervenues postérieurement à l'acquisition, et d'introduire dès lors un élément de valeur de réalisation dans une question relative à la détermination d'une valeur d'acquisition. Par ailleurs, elle peut conduire à évaluer deux droits juridiquement distincts et pouvant avoir des cours différents et connaître des évolutions divergentes, comme s'il s'agissait d'un titre unique.

Une seconde approche consiste à déterminer la quote-part de la valeur d'acquisition imputable respectivement à l'obligation et au warrant à partir du moment où le warrant est détachable de l'obligation et où, dès lors, les deux droits acquièrent une existence séparée. Si à ce moment les deux titres font l'objet d'une cotation distincte, la valeur d'acquisition imputable respectivement à l'obligation ex-warrant et au warrant pourra être déterminée en fonction de leur cours à ce moment ou durant une première période de cotation.

La valeur comptable du warrant sera calculée selon la formule suivante :

$$\text{valeur d'acquisition de l'obligation cum warrant} \times (\text{cours du warrant} / (\text{cours de l'obl. ex-warrant} + \text{cours du warrant}))$$

Cette approche qui suppose une cotation des deux titres, peut être considérée comme valable dans la mesure où le détachement du warrant et la cotation distincte des deux titres suivent rapidement la période d'émission des obligations avec warrant. En ce cas, elle peut être considérée comme donnant une assise externe (le cours) à l'approche dont question ci-après.

Une troisième approche vise à déterminer dès le départ la valeur d'acquisition à attribuer respectivement à la créance et au warrant. Il est évident en effet que dans la fixation des conditions d'émission, il existe une interdépendance étroite entre le taux facial de l'obligation et les conditions d'exercice des warrants. Des conditions d'exercice du warrant, favorables pour le porteur, permettent de fixer le taux d'intérêt des obligations à un niveau inférieur au taux du marché pour les obligations simples présentant les mêmes caractéristiques.

Dans cette approche d'inspiration financière s'attachant à l'optique qui a présidé à la détermination des conditions d'émission, la valeur de l'obligation est déterminée par référence à la valeur actualisée d'une obligation simple aux caractéristiques de durée et de taux identiques ou similaires, tandis que la valeur du warrant est déterminée par différence entre la valeur d'acquisition de l'obligation avec warrant et la valeur de l'obligation déterminée comme ci-dessus.

La Commission est d'avis que cette dernière approche est, en définitive, la plus rationnelle et la plus cohérente; au surplus, elle est susceptible d'être appliquée à toutes les hypothèses indépendamment de la cotation des deux éléments de l'époque à dater de laquelle les

deux droits sont séparables et du sort réservé ultérieurement aux deux droits en cause. Toutefois, comme dit ci-dessus, si la cotation distincte intervient rapidement après l'émission, la seconde méthode pourra être censée traduire de façon effective l'approche préconisée en définitive, tout en présentant les avantages d'une appréciation externe par le marché des deux composantes.