Avis CNC 139/8 - Emission d'obligations avec droits de souscription, d'obligations convertibles ou remboursables en actions, et d'actions assorties de droits de souscription à des actions à émettre ultérieurement

Dans son avis 139/7[1], la Commission a examiné le mode de comptabilisation, dans le chef de l'émetteur[2], de la création de warrants (droits de souscription) lorsque ces warrants sont émis à titre gratuit ou, à titre onéreux, moyennant versement d'un prix. Elle a préconisé, dans ce dernier cas, l'inscription du prix d'émission sous les capitaux propres, au titre de Prime d'émission.

Elle a réservé pour un examen ultérieur, le cas où l'émission de ces warrants accompagnerait l'émission d'un emprunt obligataire ou une offre en souscription d'actions nouvelles, ainsi que le cas des émissions d'obligations convertibles en actions. Ces différents types de titres obligataires ainsi que les obligations remboursables en actions (ORA) font l'objet du présent avis.

1. Emission d'obligations assorties d'un droit de souscription à des actions

L'adjonction lors d'une émission d'obligations, d'un droit de souscription à des actions ou parts, s'inscrit généralement dans une préoccupation de réduire le taux de l'intérêt à attribuer aux obligations. De manière générale, ces obligations pourront, en effet, être assorties d'un taux d'intérêt inférieur au taux prévalant, à la date de l'émission sur le marché, pour des titres d'emprunt ayant des caractéristiques similaires, mais non convertibles ou non assortis d'un droit de souscription. Les souscripteurs sont en effet généralement disposés à accepter un intérêt moindre en échange de la faculté de souscrire ultérieurement à des actions de la société à un prix inférieur au cours des actions en cause (à la date d'exercice du droit de souscription) et de réaliser ainsi un bénéfice spéculatif sur la hausse du cours de l'action, sans courir le risque de perte en cas de baisse du cours.

L'avantage pour la société émettrice est donc de se financer à moindre coût (taux d'intérêt inférieur au taux de marché pour les obligations simples), avantage qui, toutes choses égales par ailleurs, se traduira par un résultat amélioré qui bénéficiera à ses actionnaires durant toute la durée de l'emprunt.

Si le droit de souscription porte sur des actions de la société qui a émis l'emprunt, cet avantage pour la société a toutefois pour contrepartie un appauvrissement relatif des autres actionnaires (puisque, en cas d'exercice par les souscripteurs, le cours de l'action dépasse le prix d'exercice). Dans ce cas de figure, ceux-ci voient de nouveaux actionnaires entrer à un prix avantageux dans la société, et partager à l'avenir avec eux les bénéfices et le boni de liquidation. C'est la raison pour laquelle le droit des sociétés prévoit, en cas d'émission de droits de souscription, un droit préférentiel pour les actionnaires actuels de la société[3], déjà présents dans le capital de cette dernière, avant l'émission de ces droits.

Si le droit de souscription porte sur des actions à émettre par une autre société (la société mère), la contrepartie sera à charge des actionnaires de cette autre société.

Au départ de cette analyse, deux approches sont possibles sous l'angle du traitement comptable.

- Une première approche considère que, pour la société elle-même, le seul effet de l'adjonction d'un warrant aux obligations émises, est une réduction du coût de son financement et que cet avantage financier pour la société s'exprime dans son compte de résultats. En revanche, le désavantage pour ses actionnaires n'affecte ni son patrimoine ni ses résultats, mais seulement la répartition ultérieure entre ses actionnaires de ses bénéfices et de son boni de liquidation. Il ne s'exprime dès lors pas dans ses comptes.
  Il s'en déduit que le droit de souscription attaché à un emprunt obligataire, s'il doit être mentionné dans l'annexe aux comptes annuels avec indication des droits qu'il confère, ne doit pas faire l'objet d'un enregistrement ou d'une évaluation au bilan.

- Une seconde approche s'inspire tout directement de la position rappelée ci-dessus en ce qui concerne l'émission de warrants à titre onéreux, moyennant paiement d'un prix. En ce cas, la Commission a, pour rappel, préconisé l'inscription du prix obtenu sous les capitaux propres au titre de "Prime d'émission".
  Cette approche considère qu'il n'y a pas de différence de principe et que dès lors il n'y a pas lieu d'opérer une distinction selon que le droit de souscrire a été acquis par le détenteur moyennant versement d'un prix ou moyennant un intérêt moindre attaché aux obligations auxquelles il souscrit, et selon qu'en ce qui concerne les actionnaires, il a été consenti moyennant un avantage immédiat (versement d'une prime d'émission) ou d'un avantage échelonné sous la forme d'un bénéfice accru de la société correspondant à une réduction de ses charges financières.

Dans cette optique qui est consacrée par l'IASC[4], il y aurait lieu, lors de l'émission, de ventiler au passif du bilan le prix d'émission de l'emprunt obligataire entre:

- d'une part, la partie représentant la valeur actualisée au moment de l'émission du différentiel d'intérêt entre l'intérêt effectif de l'emprunt et l'intérêt au taux du marché d'un emprunt non convertible ou non assorti d'un tel droit de souscription et ayant pour le

surplus les mêmes caractéristiques, et;

- d'autre part, la valeur actualisée au taux du marché au moment de l'émission du montant de l'emprunt, remboursable au terme de celui-ci.

Par la suite, le compte de résultats prendrait en charge, outre l'intérêt au taux facial, la reconstitution échelonnée de l'emprunt à son montant remboursable sur la durée de celui-ci.

Exemple :

Soit le cas d'un emprunt obligataire de 1.000.000 qui est émis pour une durée de 5 ans, assorti d'un taux d'intérêt de 4 %, alors que le taux du marché à ce moment pour un emprunt simple présentant les mêmes caractéristiques est de 6 %. L'emprunt émis est remboursable au pair.

- Conformément à la seconde approche présentée ci-dessus, il convient en premier lieu de déterminer la valeur actualisée, au taux du marché au moment de l'émission, du montant en principal de l'emprunt, remboursable au terme de celui-ci.

Soit: $\frac{1.000.000}{(1,06)^5} = 747.258$

- La partie représentant la valeur actualisée, au moment de l'émission, du différentiel d'intérêt entre l'intérêt effectif de l'emprunt et l'intérêt au taux du marché peut, quant à elle, être reconstituée de différentes manières en partant à chaque fois de l'actualisation de la composante "Intérêts" de l'emprunt au taux du marché:

$\frac{40.000}{(1,06)} + \frac{40.000}{(1,06)^2} + \frac{40.000}{(1,06)^3} + \frac{40.000}{(1,06)^4} + \frac{40.000}{(1,06)^5} = 168.494$

• Si l'on compare ce montant avec la valeur actualisée de l'intérêt effectif de l'emprunt, à savoir :

$\frac{60.000}{(1,06)} + \frac{60.000}{(1,06)^2} + \frac{60.000}{(1,06)^3} + \frac{60.000}{(1,06)^4} + \frac{60.000}{(1,06)^5} = 252.742$

la différence entre ces deux montants est égale à 84.248 (252.742 - 168.494) et correspond (sous sa forme actualisée) au différentiel d'intérêt.

• Ce même montant peut également être obtenu: :

a) par addition à la valeur actualisée, au taux du marché des composantes "Principal" et "Intérêts" de l'emprunt: 747.258 + 168.494 = 915.752;
b) et par soustraction de ce dernier montant de la valeur nominale de l'emprunt: 1.000.000 - 915.752 = 84.248

• La valeur actualisée au taux du marché, au moment de l'émission, s'élève donc à 915.752 et est à reprendre, selon le cas, sous la rubrique 1710 du P.C.M.N. "Emprunt [obligataire] convertible" ou 1711 "Emprunt [obligataire] non convertible". Le solde du montant souscrit par les créanciers obligataires, soit 84.248 est comptabilisé, quant à lui, sous la rubrique 11 "Prime d'émission".

• Le tableau de rendement actuariel se présente comme suit:

Années	**Principal**	**Coupon (charge d'intérêt de 4%)**	**Amortissement du différentiel**	**Total charge d'intérêt**
Année x+1	915.752	40.000	14.945	54.945
Année x+2	930.697	40.000	15.842	55.842
Année x+3	946.539	40.000	16.792	56.792
Année x+4	963.331	40.000	17.800	57.800
Année x+5	981.131	40.000	18.869	58.869
	1.000.000		**84.248**	
	Soit la reconstitution du capital à rembourser après 5 ans aux créanciers obligataires		Soit le montant du différentiel d'intérêt	

• Le schéma des écritures relatives à l'émission de cet emprunt obligataire avec droits de souscription peut être synthétisé de la manière suivante :

a) Lors de l'émission de l'emprunt :

416	Créanciers obligataires			1.000.000	
	à	11	Prime d'émission		84.248
		1711	Emprunt [obligataire] non convertible		915.752

b) Ecritures à passer chaque année :

6500	Intérêts (...) afférents aux dettes		40.000	
	à 55	Etablissements de crédit		40.000
6500	Intérêts (...) afférents aux dettes		14.945[5]	
(Prorata couru)				
	à 1711	afférents aux dettes		14.945

c) Lors du remboursement de l'emprunt

1711	Emprunt [obligataire] non convertible		1.000.000	
	à 480	Obligations et coupons échus		1.000.000

Il importe de souligner que le montant de 84.248 continuera à être repris sous la rubrique 11 Prime d'émission du P.C.M.N. qu'il y ait ou non, à la date de remboursement de l'emprunt, exercice par les créanciers obligataires de leur droit à souscrire des actions nouvelles. Ce montant correspond en effet au différentiel d'intérêt dont a pu bénéficier la société émettrice en se finançant à un taux de chargement inférieur au taux prévalant, à la date d'émission de l'emprunt, sur le marché pour des titres d'emprunt ayant des caractéristiques similaires mais non assortis d'un droit de souscription.

De l'avis de la Commission et sans préjudice du traitement fiscal découlant du choix opéré par l'entreprise concernée, cette seconde approche traduit plus correctement la réalité financière et l'intention des parties et, à ce titre, mérite la préférence. Ceci étant, il est évident que la première approche a également sa cohérence et sa logique et, que par conséquent, elle est également admissible.

2. Obligations convertibles en actions

2.1. Obligations convertibles uniquement à l'échéance de l'emprunt

Le même raisonnement et les mêmes conclusions s'appliquent, mutatis mutandis, en cas d'émission d'emprunts convertibles en actions. Tout comme pour l'émission d'emprunts assortis de droits de souscription, le montant, repris sous la rubrique Prime d'émission, reste imputé sous cette même rubrique qu'il y ait ou non conversion, à sa date de remboursement, du titre obligataire en action. Cette augmentation des fonds propres correspond en effet à la "cristallisation" du gain enregistré par la société émettrice qui aura pu avoir recours à un financement à un taux de chargement inférieur au taux de marché applicable à des instruments similaires mais non convertibles.

2.2. Obligations convertibles, au choix du porteur, continuellement entre les dates d'émission et d'échéance de l'emprunt

Le raisonnement développé au point précédent du présent avis ne peut pas être appliqué, mutatis mutandis, dans le cas (fort peu fréquent à l'heure actuelle) d'obligations convertibles, au choix du porteur, et continuellement entre les dates d'émission et d'échéances de l'emprunt[6].

En effet, la ventilation préconisée (pour les obligations convertibles uniquement à l'échéance de l'emprunt) dans la seconde approche proposée par la Commission repose notamment sur un mécanisme d'actualisation, au moment de l'émission du titre, du différentiel d'intérêt entre l'intérêt effectif de l'emprunt et l'intérêt au taux de marché d'un emprunt non convertible et ayant, pour le surplus, les mêmes caractéristiques.

Un tel mécanisme d'actualisation implique toutefois que la perception des intérêts puisse être garantie tout au long de la période d'émission, ce qui n'est pas le cas nécessairement pour des obligations convertibles, au choix du porteur et à toute date.

Par conséquent, il conviendra de porter le montant du prix d'émission d'un tel titre sous la rubrique adéquate d'emprunt à long terme[7].

3. Obligations remboursables en actions (ORA)

Les obligations remboursables en actions sont des valeurs mobilières dont le remboursement s'effectue obligatoirement et exclusivement en actions dans la proportion fixée dans les conditions relatives à l'émission. Elles se distinguent des obligations convertibles en ce que leur titulaire ne peut pas, à l'échéance, se faire rembourser ses obligations en numéraire.

Leur qualification juridique fait l'objet de certaines controverses, à tout le moins dans la doctrine française. Certains auteurs[8] ont en effet considéré qu'en dépit des apparences, il n'y a pas d'emprunt obligataire parce que le remboursement des obligations intervient nécessairement en actions et que le titulaire d'une ORA n'est donc pas créancier d'une somme d'argent mais créancier d'actions de sorte que les fonds avancés par les porteurs ne le sont pas au titre d'emprunt, mais au titre d'une souscription à une augmentation de capital différée. Une telle approche consiste dès lors en une formule en vertu de laquelle les ORA seraient des valeurs mobilières représentatives d'une libération anticipée d'actions à émettre ou encore des valeurs mobilières qui représentent des actions futures qui ont été libérées, par anticipation, avant leur émission.

Ce courant doctrinal n'a toutefois pas été consacré par la jurisprudence notamment française qui a entériné l'analyse du titre primaire d'une émission d'une ORA en une obligation. La jurisprudence française considère en effet que l'ORA, en étant une valeur mobilière complexe (composée d'un titre primaire et d'un titre secondaire)[9], confère immédiatement à son porteur la qualité d'obligataire et, à terme, celle d'actionnaire. Ceci a pour conséquence que l'obligataire n'est actionnaire qu'à terme, les valeurs mobilières dont il s'agit ayant les

caractéristiques majeures des obligations et conservant cette nature jusqu'à leur remboursement[10]. La jurisprudence met ainsi plutôt l'accent sur le fait que le mode de remboursement (qui traduit la nature de valeur mobilière complexe reposant sur deux titres, un titre primaire et un titre secondaire sans que la vocation au second fasse disparaître le premier) n'interfère en rien sur la nature juridique du premier[11].

La Commission est par conséquent d'avis que les conclusions dégagées à l'heure actuelle par la jurisprudence et la doctrine françaises quant à la qualification, lors de leur émission, des ORA au titre d'obligations ne devraient pas être remises en cause par le droit civil et le droit commercial belges[12].

L'enregistrement des ORA, lors de leur émission, sous la rubrique des dettes financières à long terme s'impose dès lors sur la base des caractéristiques juridiques et techniques ainsi définies. Tel est, au demeurant, la pratique dans les rares cas connus, à la date de publication du présent avis, d'émissions publiques ou privées de ce type d'obligations.

Par conséquent et eu égard aux caractéristiques spécifiques de ce type d'obligation remboursable exclusivement en actions, il importe de porter le montant d'une ORA, lors de son émission, sous une rubrique additionnelle et particulière à prévoir dans les "Dettes à plus d'un an - dettes financières"[13].

Lors du remboursement en actions, le montant repris au crédit du compte ad hoc de dettes financières à long terme sera liquidé et fera l'objet d'une imputation directe aux comptes concernés des fonds propres. Ce mode d'imputation directe est conforme à l'avis 121/4 de la Commission[14] dans lequel la Commission a préconisé que les augmentations de capital ou de la prime d'émission par apport des associés ou par conversion de créances aient pour contrepartie un compte de bilan, sans passage ni par le compte de résultats ni par le tableau d'affectations et de prélèvements.

4. Offre en souscription d'actions assorties de droits de souscription à des actions à émettre ultérieurement

Il arrive aussi que des warrants soient créés en même temps que des actions nouvelles émises et donnent aux souscripteurs aux actions nouvelles, le droit de souscrire ultérieurement à un prix déterminé, aux actions nouvelles à émettre. Le droit de préférence des actionnaires anciens s'applique également, en vertu de l'article 101quater des LCSC, à l'attribution de ces warrants.

Cette technique a pour effet d'ajouter un avantage spéculatif additionnel à la souscription des actions émises et, dès lors, d'en favoriser le placement ou de permettre d'en majorer le prix d'émission.

Dans ce cas, aucun avantage direct se traduisant au niveau des résultats n'en découle pour l'entreprise. Par ailleurs, et sauf à se référer à sa cotation boursière s'il est coté, il n'y a guère de critère objectif pour déterminer la valeur de ce warrant. Enfin, dans ce cas, la mise en évidence de la valeur de ce warrant au titre de prime d'émission aurait pour seule conséquence de réduire le montant porté en prime d'émission au titre des actions émises. Elle ne présente dès lors pas d'intérêt.

Il s'ensuit, de l'avis de la Commission, que si ces warrants émis doivent être mentionnés dans l'annexe, avec indication des droits qu'ils confèrent, ils ne doivent ni être portés ni être valorisés au bilan.

---

1 Publié dans le Bulletin CNC n° 34, mars 1995.

2 Le mode de comptabilisation dans le chef du porteur a quant à lui fait l'objet de l'avis 139/5, Bulletin CNC n° 25, juin 1990.

3 LCSC, article 101quater.

4 Voy. à cet égard les §§ 23 à 29 ainsi que le point A 24 de l'annexe de la norme IAS 32 "Financial Instruments: Disclosure and Presentation".

5 De in deze paragraaf ontwikkelde redenering is eveneens van toepassing op de uitgiften van obligaties waaraan het recht is gekoppeld om (op het even welk ogenblik) in te schrijven op aandelen.

6 Les développements repris dans ce paragraphe sont également d'application pour les émissions d'obligations assorties d'un droit de souscription à des actions (pouvant être exercé continuellement).

7 En appliquant, le cas échéant, les dispositions de l'article 27bis de l'arrêté royal du 8 octobre 1976.

8 Voy. en ce sens notamment H. Hovasse, "Les obligations remboursables en actions, Droit et gestion de l'entreprise", in Mélanges Roger Percereau, Vuibert Gestion, 1993, p. 105 et seq.; F. Peltier, "La nature juridique des obligations remboursables en actions", JCP, 1992, éd. E.I., n°155.

9 Les deux titres étant étroitement liés puisque c'est le premier qui donne droit par conversion, échange, remboursement, présentation d'un bon ou de toute autre manière à l'attribution du second.

10 Versailles 17 novembre 1994, Bull.joly janvier-février 1995, p. 37 et seq.; Comm. Nanterre 13 septembre 1994, Bull. joly, novembre-décembre 1994, p. 590 et seq.

11 "Le mode de remboursement n'a vocation qu'à créer un lien entre les deux émissions de sorte que le paiement des titres relevant de la seconde par compensation de la créance participant de la première: les actions attribuées sont libérées par compensation de la créance obligataire. La compensation explique ainsi qu'apparemment, le remboursement des obligations en actions déroge aux dispositions de l'article 1902 du Code civil [français] (en vertu duquel l'obligation est un titre émis en représentation d'un prêt accordé à l'émetteur qui doit "rendre les choses prêtées, en même quantité et qualité et au terme convenu"). Mais (...) cette dérogation n'est qu'apparente: la restitution de la créance obligataire est simplement masquée par la libération des actions" (Th. Bonneau, "A propos de la nature juridique et du régime des obligations remboursables en actions"- note sous Versailles, 17 novembre 1994, Bull. Joly, janvier¬février 1995, p. 42 et seq).

12 Voy. par ailleurs le projet d'interprétation D4 du "Standing Interpretations Committee" (SIC) de l'IASC relatif au traitement comptable de l'émission de titres obligataires dont le mode de remboursement dépend de l'émetteur (qui a ainsi la possibilité de procéder, à la date

d'échéance, à un remboursement en numéraire ou à une augmentation de capital). En appliquant aux ORA et par analogie les conclusions dégagées dans le projet d'interprétation du SIC, ceci reviendrait à mettre en oeuvre pour certains types d'ORA une ventilation du prix d'émission entre, d'une part, le poste de dettes financières à long terme adéquat et, d'autre part, la rubrique "Prime d'émission".

13 En appliquant, le cas échéant, les dispositions de l'article 27bis de l'arrêté royal du 8 octobre 1976

14 Publié dans le bulletin n°34 de mars 1995