



Autorité  
des normes comptables

## **PROJET DE RECHERCHE 2017 ANC**

# **La distinction entre les dettes et les capitaux propres**

**Projet dirigé par Pascal BARNETO**

*Equipe constituée de :*

Hebattallah ABOULMAATY

Professeur assistant, ESSCA Ecole de Management – Membre du Essca Research Lab

Pascal BARNETO

Professeur des Universités, IAE Université de Bordeaux – Directeur de l'IRGO (Institut de Recherche en Gestion des Organisations – EA 4190)

Stéphane OUVRARD

Professeur HDR, KEDGE Business School – Membre associé de l'IRGO (Institut de Recherche en Gestion des Organisations – EA 4190)

Yves RANNOU

Professeur Associé, ESC Clermont Business School – Membre de CleRMa (Clermont Recherche Management – EA 3849)

*« Le rôle de pierre angulaire des capitaux propres dans le financement des entreprises est tel qu'il faut appeler un chat un chat, et des dettes des dettes ».*

Pascal Quiry et Yann Le Fur<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Quiry, P., Le Fur, Y., (2018), Les errements des IFRS, *Lettre Vernimmen* 163, décembre.

## Sommaire

<b>Avant-Propos</b> .....	<b>5</b>
<b>Structure financière des groupes cotés français 2010 - 2018</b> .....	<b>9</b>
1. Introduction .....	10
2. Méthodologie de l'étude statistique .....	11
2.1 Données utilisées et échantillons .....	11
2.2 Variables étudiées .....	12
2.3 Statistiques et résultats .....	13
2.3.1. L'arbitrage capitaux propres /dettes.....	13
2.3.2. L'analyse des principaux postes d'actifs des groupes.....	17
2.3.3. La structure de la dette totale .....	20
2.3.4. La structure de la dette financière .....	22
3. Les titres hybrides : état des lieux pour les sociétés du SBF 120.....	26
3.1 Dettes classiques <i>versus</i> dettes hybrides .....	26
3.2 Les titres hybrides dans les bilans des sociétés du SBF 120.....	28
3.3 Illustrations extraites des documents de référence .....	34
4. Le cas des banques et des sociétés d'assurances .....	38
5. Synthèse et discussion de l'étude .....	40
6. Bibliographie .....	42
7. Annexe : explications et exemples de comptabilisation .....	43
<b>Titres hybrides et référentiels comptables : une comparaison internationale</b> .....	<b>54</b>
1. Introduction .....	55
2. Présentation générale du marché des titres hybrides .....	58
3. Typologie des titres hybrides : une perspective juridique et fiscale .....	62
3.1 Différences de qualifications juridiques des titres hybrides .....	63
3.1.1. Les titres de capital hybride .....	63
3.1.2. Les titres de créances assimilés à des fonds propres.....	67
3.1.3. Les titres de créances assimilés aux titres de capital.....	71
3.2 Différences de traitement fiscal des titres hybrides .....	73
4. Etat des lieux des différents schémas de comptabilisation des titres hybrides .....	77
4.1 Australie .....	77
4.1.1. Comptabilisation des titres hybrides de créances .....	77
4.1.2. Exemple de comptabilisation des titres hybrides de capital et de créances.....	81
4.2 France.....	87
4.2.1. Comptabilisation des titres de créances assimilés à des fonds propres.....	87
4.2.2. Comptabilisation des titres de créances assimilés à des titres de capital .....	87

4.2.3. Exemples de comptabilisation .....	88
4.3 Canada.....	89
4.3.1. Principes de comptabilisation des obligations convertibles et actions préférentielles .....	89
4.3.2. Exemple de comptabilisations d’obligations convertibles .....	90
4.3.2. Exemple de comptabilisations d’actions préférentielles .....	90
4.4 Royaume Uni.....	91
4.4.1. Principes généraux .....	91
4.4.2. Actions de préférence et ses variantes.....	92
4.4.3. Obligations convertibles .....	92
4.4.4. Instruments hybrides utilisés par les sociétés financières pour la gestion de leur capital réglementaire.....	93
4.5 Etats-Unis .....	93
4.5.1. Comptabilisation des dettes convertibles .....	93
4.5.2. La comptabilisation des actions de préférence .....	94
4.5.3. Cas de comptabilisation des actions de préférence convertibles .....	96
5. Conclusion.....	97
6. Bibliographie .....	99
<b>La distinction entre dettes et capitaux propres : une question de gouvernance ?.....</b>	<b>102</b>
1. Introduction .....	103
2. Essai de classification des titres hybrides : une démarche complexe .....	106
2.1 Origines et enjeux de la classification .....	107
2.2 D’une typologie juridique à une finalité économique des titres hybrides.....	109
2.3 Diversité environnementale ou isomorphisme institutionnel ? .....	112
3. Titres hybrides et positions des émetteurs : une lecture ambiguë .....	114
3.1 Un ancrage dans la finance organisationnelle .....	115
3.1.1. Les principales théories explicatives à l’émission de titres hybrides.....	115
3.1.2. Les titres hybrides comme mécanismes de gouvernance .....	117
3.2 Vers une harmonisation des environnements réglementaires .....	118
3.2.1. L’incomplétude des contrats des titres hybrides .....	118
3.2.2. De la notion de contrôle à une gouvernance élargie de la dette .....	120
4. Conclusion.....	124
5. Bibliographie .....	126
<b>Synthèse .....</b>	<b>129</b>

## Avant-Propos

L'origine des ressources, que ce soit la notion de dette ou la notion de capital, a fait l'objet tout au long de l'histoire du capitalisme et des organisations, de questionnements et de réflexions théoriques tant de la part des juristes que des économistes. Si la définition, la conception, la valorisation et l'application de ces ressources n'ont été que peu débattus jusqu'à maintenant dans le domaine comptable, c'est que la question de la distinction ne se posait pas en tant que telle car la plupart des systèmes d'enregistrement étaient de nature descriptive ou prescriptive. Les convergences et/ou divergences se sont révélées bien plus tard lorsque, avec le développement des marchés financiers et la suprématie de l'économie libérale, les innovations financières ont vu le jour, promouvant par là même une approche explicative comme la théorie positive de la comptabilité, et son corollaire avec l'avènement des normes comptables internationales.

Les normalisateurs comptables (IASB, FASB, ANC, etc.) ont une responsabilité majeure vis-à-vis de la société en général, et plus particulièrement envers l'ensemble des parties prenantes des organisations. Par leurs choix et décisions en matière d'enregistrement, le traitement d'un instrument financier n'est pas neutre que ce soit pour son évaluation ou sa comptabilisation. Cet instrument impacte non seulement la structure financière des entités mais également le coût du capital qui constitue le déterminant fondamental de la création de valeur actionnariale. A l'heure où il est fait mention de l'élargissement de l'objet social des entités (comme en France avec la loi PACTE), de la prise en compte de critères extra-financiers dans l'évaluation globale de la performance par différentes institutions comme l'EFRAG par exemple (avec les notions de responsabilités sociales, sociétales et environnementales), de l'intervention des Etats/Gouvernements comme seule partie prenante principale face à la crise du Covid 19, il paraît fondamental de bien comprendre plus que jamais ce que l'on entend par capital, par capitaux propres, par autres fonds propres et par dettes financières.

Le flou créé et entretenu par des instruments hybrides a instauré une situation où les notions juridiques et fiscales allaient sans cesse être malmenées, comparativement à une vision toujours plus économique et financière des comptes. Pourtant, elles sont bien au cœur du dispositif de ces instruments hybrides par la notion de contrat – souvent incomplet – et de clauses plus ou moins complexes faisant de ce dernier un outil sur-mesure. La dimension fiscale n'est pas

neutre à bien des égards : elle permet dans certains cas de rendre déductible fiscalement les frais financiers générés par des instruments de capitaux propres comme les titres subordonnés par exemple. Il suffit pour s'en convaincre de faire un recensement au niveau international des titres hybrides pour comprendre la complexité du problème et la non prise en compte par l'IASB de la dimension juridique de ces instruments.

Selon Ross *et al.* (2012)<sup>2</sup>, les raisons qui conduisent les entreprises à émettre des titres hybrides, constituent un des sujets les plus controversés dans la finance, non résolu à ce jour. S'il est possible d'apporter des réponses nouvelles sur le plan des théories des financements avec des titres complexes qui répondent à des objectifs de cadrage concernant la structure financière d'entités particulières (cas des établissements financiers et des compagnies d'assurance soumis à des contraintes réglementaires), il est possible d'avancer une question de recherche qui n'a pas été réellement abordée : les structures financières des firmes ne sont-elles pas le reflet de leur propre modèle de gouvernance ? Si la notion de *Fair Value* popularisée par les IFRS est souvent perçue comme dogmatique par certaines opinions, la notion de « contrôle » dans les normes s'est répandue de manière progressive et insidieuse au cours de ces dernières années à travers IFRS 9, IFRS 10, IFRS 15, IFRS 16, etc. si bien qu'elle aurait mérité d'être explicitée au sein du cadre conceptuel. En effet, si la comptabilisation d'un instrument financier est dépendante de sa classification elle-même fonction de l'intention que l'émetteur ou l'investisseur veut en faire, il aurait fallu définir en priorité et de manière précise la notion de capitaux propres, d'autres fonds propres et de dettes financières. L'enjeu majeur pour l'IASB dans les prochaines années sera d'apporter des réponses claires, en particulier sur les problématiques de renforcement des fonds propres des firmes suite à la crise économique mondiale de 2020.

Compte tenu de l'intérêt du sujet – la distinction entre dettes et capitaux propres –, du peu de débats conceptuels de la communauté académique autour des instruments hybrides et pourtant du grand nombre de problématiques qu'il est possible de traiter, nous avons souhaité apporter une réponse graduelle en trois étapes à notre réflexion sur les instruments hybrides, c'est-à-dire sur ces instruments qui ne sont ni des dettes, ni des instruments de capitaux propres :

- Etape 1 : L'observation : quelles sont les pratiques ? le cas de la France.

---

<sup>2</sup> Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., (2012), *Corporate Finance*, Mc Graw Hill Education, 10<sup>th</sup> Edition, 1072 p.

- Etape 2 : Quels sont des instruments hybrides concernés ? un recensement au niveau international.
- Etape 3 : Les instruments hybrides sont-ils un enjeu de gouvernance ? Une proposition théorique à travers la théorie des contrats incomplets.

### **Projet n° 1 /Research paper N°1 – Structure financière des groupes cotés français**

Ce premier chapitre a pour objet de constater l'état des pratiques des grandes entreprises cotées sur Euronext membres de l'indice SBF 120 en matière de choix de financement, en particulier sur le recours aux financements hybrides. Il nous a semblé utile d'effectuer en amont une étude statistique entre 2010 et 2018 au sujet du rôle et de l'importance des différentes sources de financement. En effet, la compréhension de la structure financière des firmes est importante au regard des courants théoriques multiples qui se sont développés depuis les textes fondateurs de Modigliani et Miller. Mais la distinction entre les dettes et les capitaux propres a eu tendance à s'estomper avec l'émergence des financements hybrides. Si des explications économiques, juridiques et financières ont pu être apportées à ces innovations financières, l'enregistrement comptable reste une question parfois énigmatique entre différentes normes comptables, comme par exemple entre le PCG et les IFRS. Il est surtout intéressant de noter que seulement 53% des entités composant l'indice SBF 120 ont utilisé au moins un instrument hybride sur la décennie écoulée et que la problématique de la comptabilisation ne concerne environ que 25% des sociétés de l'indice.

### **Projet n° 2 /Research paper N°2 – Titres hybrides et référentiels comptables : une comparaison internationale**

Ce second chapitre propose une revue des schémas juridiques, fiscaux et comptables de cinq pays actifs sur le marché des titres hybrides : Australie, Canada, Etats-Unis, France, Royaume-Uni. A partir d'un constat concernant les qualifications juridiques et fiscales des titres hybrides, une étude comparative internationale des méthodes de classement comptable et de leur valorisation est effectuée. Le constat fait est que les US GAAP offrent le schéma comptable des titres hybrides le plus détaillé au monde. Afin d'apporter une réponse au projet *Financial Instruments with Characteristics of Equity (FICE)*, nous préconisons à l'IASB de réfléchir à la mise en œuvre dans le bilan (état de la situation financière) d'une catégorie autres fonds propres ou mezzanine pour classer les instruments financiers hybrides afin d'en faire une lecture directe.

*Papier présenté :*

*Actes du 39<sup>ème</sup> congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Nantes, mai 2018.*

*Colloque International de Gouvernance, Nice, juin 2018.*

**Projet N°3 /Research paper N°3 – La distinction entre dettes et capitaux propres : une question de gouvernance ?**

Le troisième chapitre propose une réponse conceptuelle par la notion de gouvernance à la classification des instruments financiers du point de vue de l'émetteur suite à la publication du *Discussion Paper Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) de juin 2018. A travers une revue de la littérature et en fonction des avancées des théories financières, organisationnelles et comportementales, il est proposé une révision de la distinction entre dettes et capitaux propres, basée jusqu'alors sur les critères « classiques » du risque et de la liquidité. La question du contrôle et des enjeux de gouvernance, tant du point de vue de l'actionnaire que du créancier, sont au cœur de l'analyse de cette classification. De plus, l'examen des cadres juridiques et institutionnels ne peut plus être ignoré par l'IASB dès lors que ces instruments hybrides véhiculent des clauses complexes, posant une interrogation non seulement sur l'incomplétude des contrats mais aussi sur les fluctuations du coût du capital et donc sur la valeur.

*Papier présenté :*

*Actes du 40<sup>ème</sup> congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Paris, mai 2019.*

*Colloque International de Gouvernance, Bruxelles, mai 2019.*

# *Structure financière des groupes cotés français*

**2010 - 2018**

## **Résumé**

L'objet de ce papier est de faire une étude statistique auprès des principales sociétés cotées françaises afin de connaître leurs structures financières et leurs évolutions sur la période 2010-2018, mais également les types de financement utilisés. Deux catégories de titres hybrides sont utilisées : ceux appartenant à la famille des TSDI et ceux appartenant à la famille des obligations convertibles. S'il est possible de constater des différences de structure financière auprès des sociétés du SBF 120 en termes de capitaux propres et de dettes financières de court terme notamment, il faut surtout souligner que seulement 53% des entités ont utilisé un instrument hybride sur la période. Si l'on fait abstraction du secteur de la banque et de l'assurance en raison de contraintes réglementaires, l'enjeu en matière de classification et de comptabilisation entre les normes IFRS et le PCG ne concerne réellement que moins de 25% des sociétés composant cet indice.

## **Classification JEL :**

Capitaux propres – Dettes financières –  
Instruments hybrides – IFRS – PCG

## **Abstract**

The purpose of this paper is to carry out a statistical study of the main French listed companies in order to understand their financial structures and changes over the period 2010-2018, but also the types of financing used. Two categories of hybrid securities are used: those belonging to the Perpetual Hybrid Bonds family and those belonging to the convertible bond family. While it is possible to observe differences in the financial structure of SBF 120 companies in terms of equity and short-term financial debt in particular, it should be noted that only 53% of entities used a hybrid instrument over the period. Leaving aside the banking and insurance sector because of regulatory constraints, the issue of classifying and accounting between IFRS and French GAAP really concerns less than 25% of the companies making up this index.

## **JEL Classification:**

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

## 1. Introduction

« Le critère permettant de distinguer dettes et capitaux propres est l'existence ou non d'une obligation pour l'émetteur de verser un paiement en espèces à sa contrepartie. Le fait d'avoir ou non l'initiative du décaissement est le critère essentiel de distinction entre dettes et capitaux propres », (Klépierre, Document de référence 2018, p.71). Si l'IASB, à travers la promulgation de sa norme IAS 32 a retenu cette distinction, le questionnement de cette classification n'est pourtant pas nouveau et est apparu dès le financement des sociétés de capitaux aux 18<sup>ème</sup> et 19<sup>ème</sup> siècles. Cette distinction entre instrument de capital et un instrument de dettes s'est opérée dès le départ au niveau du risque encouru et de la priorisation des flux de trésorerie générés.

Avec son *Discussion Paper/2018/1 Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) lancé en juin 2018, le normalisateur comptable international vise à améliorer la classification des instruments financiers complexes – c'est-à-dire ceux qui possèdent des caractéristiques des deux modes de financement – compte tenu du volume, au niveau mondial, des émissions croissantes des titres hybrides au cours de cette dernière décennie. Ainsi, afin de savoir de quels instruments financiers il est souvent fait référence, une connaissance de la structure financière et des types de financement des principales sociétés françaises, s'impose.

L'objet de ce papier est de réaliser une étude statistique sur 9 ans (2010-2018) auprès des 120 premières sociétés françaises cotées sur Euronext. Si les dettes financières de long terme et de court terme ont généralement progressé sur la période, il est intéressant de noter que 47% des sociétés ont eu recours exclusivement à des instruments simples, c'est-à-dire soit des émissions d'actions nouvelles, soit des dettes bancaires ou obligataires « standards ». Par conséquent, le questionnement de la classification des instruments hybrides entre dettes et capitaux propres ne s'opère que dans 53% des cas et n'est en réalité concentré qu'autour de 25% des sociétés françaises, souvent les plus importantes en terme de taille.

Deux familles de titres hybrides se dessinent pour les entités françaises : les titres relevant des capitaux propres et les produits appartenant à la famille obligataire inscrits soit en dettes financières, soit en dettes financières avec une partie en capitaux propres. Il est fait état :

- soit des titres subordonnés à durée indéterminée qui sont *a priori* inscrits en capitaux propres ;
- soit des titres obligataires qui en fonction des caractéristiques et des clauses spécifiques (exemple : clause de *step-up*), se transforment/et ou s'enregistrent en capitaux propres

ou seulement en partie en capitaux propres. Compte tenu du nombre de titres relevant de cette catégorie, une seule famille – les obligations convertibles qui regroupent différents instruments : OCA, OCEANE, ORDINANE, OE, ORNAE, etc.) – sera mise en exergue comme c’est souvent le cas dans la littérature académique.

Après avoir exposé la méthodologie de l’étude statistique descriptive concernant les sociétés membres de l’indice SBF 120 entre 2010 et 2018, il est examiné dans une seconde partie les titres hybrides utilisés (définitions, types, importance et incidences comptables) par les principales sociétés françaises. Un constat sous forme de synthèse permet de poser le cadre des chapitres suivants.

## **2. Méthodologie de l’étude statistique**

### **2.1. Données utilisées et échantillons**

Les données utilisées font référence aux sociétés cotées, membres de l’indice SBF 120 au début de l’année 2019. Elles concernent la période 2010-2018, soit 9 années. Nous n’avons pas reconstitué les indices selon les années en les pondérant des sociétés entrantes et des sociétés sortantes. Nous avons supposé que les sociétés composant l’indice en 2019, l’étaient sur les 9 années passées. Toutes les données ont été extraites des bases de données d’Infront Analytics et de Bloomberg, et surtout des documents de référence des sociétés déposés à l’AMF. Les sociétés relevant du secteur de la banque et assurance ont été retirées en raison d’une structure bilantielle différente, soit 6 entités ayant le statut d’établissements financiers (Amundi, BNP-Paribas, Crédit Agricole, Natixis, Rothschild, Société Générale) et 5 compagnies d’assurances ou apparentées (ALD, AXA, CNP Assurances Coface, Scor), ce qui fait un total de 11 entreprises retirées. Elles seront présentées de manière séparée dans le point 4 du présent chapitre.

Après ce premier tri, il reste 109 entreprises composant l’indice SBF 120 (109 = 120-11). Parmi ces 109 entreprises, on peut noter qu’il y a 7 sociétés, relevant du secteur immobilier : Covivio ; Gecina ; Icade ; Klépierre ; Mercialis ; Nexity ; Unibail Rodamco Westfield (URW), qui sont maintenues dans l’échantillon. Nous avons ensuite scindé les sociétés membres de l’indice SBF 120 en deux sous-échantillons :

- d’une part, en étudiant les sociétés membres de l’indice CAC 40 ;

- d'autre part, en étudiant les 80 autres sociétés suivantes, à travers un indice que l'on a dénommé NEXT 80.

Ce choix se justifie par la taille de quelques très grandes multinationales (Total, Engie, Sanofi, etc.) comparées à des entreprises plus modestes, relevant de la catégorie d'ETI et pourtant membres du même indice (Sopra, Tarkett, Téléperformance, etc.).

L'indice CAC 40 est composé sur la période de 36 entités. Nous avons ôté les 4 entités financières majeures qui ont toujours appartenu à cet indice : AXA, BNP-Paribas, Crédit Agricole et Société Générale. Notons qu'Unibail Rodamco Westfield (URW) est la seule société immobilière membre de l'indice CAC 40.

Si nous enlevons par la suite les 36 sociétés du CAC 40, il reste 73 sociétés ( $73 = 109 - 36$ ) composant l'indice « NEXT 80 ». Parmi ces 73 sociétés, deux sociétés n'ont pas eu une continuité d'activité sur la période : Maison du Monde et TechniPFMC. Au final, il reste 71 sociétés membres de l'indice NEXT 80 (SBF 120 hors indice CAC 40).

	<b>Indice CAC 40 étudié</b>	<b>Indice NEXT 80 étudié</b>
<i>Période</i>	2010-2018	2010-2018
<i>Nombre de groupes retenus</i>	36	71

Par conséquent, le nombre d'entités relevant de la catégorie des SIC (sociétés industrielles et commerciales) est de 107.

## **2.2. Variables étudiées**

En explorant les données disponibles fournies dans la plupart des bases de données, il est possible d'obtenir celles concernant le compte de résultat, le bilan, une forme résumée du tableau de flux de trésorerie, ainsi que des informations financières diverses.

Concernant l'étude du passif du bilan, on peut mettre en évidence deux parties : la partie « capitaux propres » et la partie « dettes ». Dans la partie « capitaux propres », il est possible d'extraire le capital social, les réserves, les autres éléments des capitaux propres, les rachats

d'actions et les intérêts minoritaires. Dans la partie « dettes », il est possible de faire la distinction entre les passifs courants et non courants. Nous avons pu obtenir :

- les dettes de long terme
- les dettes de court terme
- les dettes financières de long terme
- les obligations convertibles
- la partie à court terme des dettes financières de long terme
- les dettes financières de court terme
- l'endettement financier net
- les dettes de trésorerie
- les autres passifs de long terme (impôts différés, provisions, etc.)

Dans les bilans en normes IFRS (Etats de la situation financière), il n'existe pas de rubriques quasi-fonds propres ou autres fonds propres. Aussi, la plupart des instruments financiers hybrides sont en fait noyés dans diverses rubriques : les réserves, les autres éléments de capitaux propres, les dettes financières de long terme, les obligations convertibles, etc. La présentation n'est pas standardisée.

## **2.3. Statistiques et résultats**

### *2.3.1 L'arbitrage capitaux propres /dettes*

Si l'on raisonne sur la moyenne et la médiane des 36 groupes industriels et de services composant l'indice CAC 40 de 2010 à 2018 (tableaux 1 et 1bis), la tendance générale est au renforcement du poids de capitaux propres au détriment de l'ensemble des dettes. Ce phénomène observé est la conséquence de la hausse des bénéfices de ces groupes au niveau mondial alors que la distribution de dividendes et le rachat d'actions n'ont fait que s'accélérer et grossir simultanément. En moyenne sur la période, les capitaux propres représentent 36.13% du total du bilan alors que les dettes totales s'élèvent à 63.87%. Si l'on raisonne sur la médiane des groupes du CAC 40, alors ces ratios se montent à 35.71% et 64.29%.

La société qui a les fonds propres les plus faibles sur la période étudiée est Air France – KLM avec un montant de 2.8 Mds € et la société qui a les fonds propres les plus importants est Total avec une moyenne de 82 Mds € suivi par Sanofi avec 57 Mds €. Sur les années 2010-2018, la moyenne des fonds propres des 36 groupes du CAC 40 s'élève à 17 Mds €.

**Tableau 1 – Répartition Fonds Propres /Dettes (basée sur la moyenne) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
CP	37,95%	37,69%	36,19%	36,10%	36,22%	36,34%	34,62%	34,48%	35,60%
Dettes	62,05%	62,31%	63,81%	63,90%	63,78%	63,66%	65,38%	65,52%	64,40%

**Tableau 1bis – Répartition Fonds Propres /Dettes (basée sur la médiane) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
CP	36,14%	37,65%	35,50%	35,30%	34,32%	34,11%	35,76%	34,48%	38,15%
Dettes	63,86%	62,35%	64,50%	64,70%	65,68%	65,89%	64,24%	65,52%	61,85%

Il existe de très grandes disparités entre les groupes du SBF 120 n'appartenant pas à l'indice CAC 40. Entre des multinationales comme EDF ou VALEO et des groupes comme VIRBAC ou SOITEC, les écarts de données sont considérables, notamment si l'on aborde la notion de chiffre d'affaires, de capitaux propres et de dettes. En moyenne comme en médiane (tableaux 2 et 2bis), les sociétés ont toutes renforcées leurs fonds propres sur la période même si celles du CAC 40 demeurent plus capitalisées que celles de l'indice NEXT 80 d'environ 3 points.

**Tableau 2 – Répartition Fonds Propres /Dettes (basée sur la moyenne) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
CP	31.59%	31.33%	28.77%	27.00%	26.90%	27.15%	22.23%	24.31%	24.54%
Dettes	68.41%	68.67%	71.23%	73.00%	73.10%	72.85%	77.77%	75.69%	75.46%

**Tableau 2bis – Répartition Fonds Propres /Dettes (basée sur la médiane) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
CP	33.45%	32.00%	31.93%	33.68%	35.15%	36.12%	33.59%	38.57%	38.82%
Dettes	66.55%	68.00%	68.07%	66.32%	64.85%	63.88%	66.41%	61.43%	61.18%

Le poids du capital social en valeur et en pourcentage des fonds propres (tableaux 3 et 3bis) a mécaniquement baissé en moyenne sur la période, dû à la hausse des réserves, à la baisse des taux qui a conduit à privilégier la dette au profit des augmentations de capital, et aux rachat d'actions visant à les annuler. Cette tendance en moyenne diffère légèrement de celle établie sur la médiane, ce qui renforce l'argument « des profits énormes » et « des rachats d'actions » des principaux leaders (Total, Sanofi, Engie, etc.).

**Tableau 3 – Montants moyens et médians du capital social (en M€) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	1612	1590	1607	1865	1886	1850	1821	1791	1796
Médiane	812	822	857	854	784	733	754	751	748

**Tableau 3bis – Poids du capital social dans le total des Fonds Propres – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	7,98%	8,63%	9,19%	11,21%	11,55%	11,54%	11,39%	11,27%	11,58%
Médiane	5,71%	6,33%	7,15%	7,66%	7,59%	7,19%	7,37%	7,63%	7,47%

Le capital social d'un groupe est en fait celui de la société mère ou consolidante. A cet effet, on note des écarts assez importants sur cette ligne qui sont les reflets des stratégies des groupes en matière de croissance externe ou de croissance organique. Certains groupes ont des montants de capital social faibles : Essilor (43 M€), Hermès (54 M€) et Safran (83 M€). En revanche, Orange (10.6 Mds €), Vivendi (7.2 Mds €) et Arcelor-Mittal (6.6 Mds €) sont les trois groupes possédant le plus fort montant de capital social. En 2018, le capital social représente moins de 8% des capitaux propres en moyenne et moins de 6% si l'on raisonne sur le montant médian.

Le montant et le poids du capital social des groupes de l'indice NEXT 80 (tableaux 4 et 4bis) apparaissent nettement en retrait comparés à ceux des 40 premières sociétés. Les sociétés mères de l'indice NEXT 80 sont par conséquent de taille plus petite, révélant des groupes plus modestes. On observe une baisse très nette entre 2010 et 2018 du capital social dans les capitaux propres, justifiée avant tout par des facteurs macroéconomiques (conjoncture en nette amélioration renforçant le poids des réserves, baisse des taux et choix du financement par dettes au détriment des augmentations de capital, etc.).

**Tableau 4 – Montants moyens et médians du capital social (en M€) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	278	265	270	267	250	244	227	220	255
Médiane	121	105	105	103	97	93	87	84	84

**Tableau 4bis – Poids du capital social dans le total des Fonds Propres – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	6,84%	6,91%	8,26%	8,95%	8,98%	9,12%	10,90%	9,98%	11,15%
Médiane	5,55%	5,46%	5,86%	6,22%	6,07%	6,34%	6,66%	5,70%	5,47%

L'étude des capitaux propres impose d'emblée une analyse concernant le poids des actionnaires minoritaires. Si au niveau des IFRS, les minoritaires sont inscrits dans les capitaux propres car ils ne répondent pas à la définition d'une dette, il convient néanmoins de les exclure pour apprécier les capitaux propres, part du groupe. De manière générale, on assiste à un renforcement moyen et médian des actionnaires minoritaires dans les fonds propres des multinationales du CAC 40 entre 2010 et 2018 (tableau 5). Plusieurs explications sont possibles : le regain au niveau mondial des opérations de fusions, l'acquisition de sociétés non totalement contrôlées, la mise en place de la norme IFRS3R (revalorisation des minoritaires lors des regroupements d'entreprises), etc.

**Tableau 5 – Poids des minoritaires dans les Fonds Propres – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	4,57%	4,76%	4,85%	4,82%	4,90%	4,82%	1,69%	1,59%	1,09%
Médiane	1,95%	2,30%	2,07%	2,52%	2,85%	1,94%	0,00%	0,00%	0,00%

Les trois sociétés qui ont en moyenne le poids le plus important des actionnaires minoritaires dans leurs fonds propres sont Engie (3.8 Mds €), URW (2.1 Mds €) et ArcelorMittal (2 Mds €). En revanche, certains groupes ont peu d'actionnaires minoritaires comme L'Oréal, Hermès et Airbus.

Un renforcement du poids moyen et médian des actionnaires minoritaires des sociétés appartenant à l'indice NEXT 80 (tableau 5bis) dans les fonds propres peut être observé sur la période, principalement à partir de 2013. Outre les facteurs évoqués pour les multinationales du CAC 40, on peut noter que 3 sociétés « faussent » la moyenne au détriment de la médiane : Groupe Casino, Covivio (ex Foncière des Régions) et EDF qui sont entrées et sorties de l'indice NEXT 80 avec un montant de minoritaires assez élevé.

**Tableau 5bis – Poids des minoritaires dans les Fonds Propres – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	17,34%	18,15%	11,69%	11,13%	11,50%	11,05%	0,59%	0,40%	0,23%
Médiane	1,51%	1,65%	1,17%	0,94%	1,11%	0,55%	0,00%	0,00%	0,00%

Le montant cumulé des rachats d’actions par an pour les sociétés du CAC 40 oscille autour des 14 Mds € (tableau 6). Certaines sociétés n’ont fait aucun rachat d’actions sur la période (Accor, Legrand, Michelin, Orange, URW). En revanche, Total, Sanofi, Danone et Vinci sont les 4 groupes du CAC 40 qui ont en moyenne un montant d’actions rachetées le plus élevé dans leurs fonds propres sur la période étudiée (2.6 Mds ; 1.8 Mds ; 1.7 Mds ; et 1.6 Mds € respectivement).

**Tableau 6 – Montants cumulés du rachat d’actions (en milliards €) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Rachat d’actions	-14,58	-15,65	-12,78	-16,69	-14,80	-14,86	-14,68	-13,11	-12,13

Les rachats d’actions – et leurs montants en volume – des groupes du NEXT 80 sont moins répandus que pour les sociétés du CAC 40 (tableau 6bis). Si de nombreuses sociétés n’ont fait aucun rachat d’actions sur la période (JC Decaux, Korian, SPIE, Sartorius, Getlink, Gécina, etc.), on constate en revanche, que trois sociétés (Klépierre, Solvay et Wendel) ont racheté pour plus de 1.2 Mds € d’actions chacune.

**Tableau 6bis – Montants cumulés du rachat d’actions (en milliards €) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Rachat d’actions	-3,11	-2,48	-1,68	-1,71	-1,21	-1,04	-1,01	-1,00	-0,81

### 2.3.2 L’analyse des principaux postes d’actifs des groupes

Deux éléments clés de l’actif du bilan sont à mettre en perspective avec l’étude de l’arbitrage fonds propres /dettes : d’une part, le poids croissant des goodwill et des actifs incorporels, et d’autre part le montant de la trésorerie (et équivalents de trésorerie) et des VMP. Le tableau 7 (*resp.* le tableau 7bis) retrace le poids des goodwill et des incorporels en euros et en pourcentage du total du bilan en valeur moyenne (*resp.* en valeur médiane).

**Tableau 7 – Poids des goodwill et actifs incorporels (moyenne) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Montants en Mds €	14,98	12,69	12,23	11,71	11,36	11,27	12,13	12,37	11,41
Pourcentage	28,14%	25,96%	25,32%	25,41%	25,21%	25,56%	26,27%	26,83%	26,20%

**Tableau 7bis – Poids des goodwill et actifs incorporels (médiane) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Montants en Mds €	10,04	9,49	8,82	8,12	8,03	7,43	7,42	7,17	6,71
Pourcentage	25,40%	26,69%	25,05%	24,44%	25,18%	23,88%	25,15%	25,75%	24,85%

Le montant des actifs incorporels n'a fait qu'augmenter sur la décennie, passant en moyenne de 11,4 Mds € en 2010 à pratiquement 15 Mds € en 2018, et représentant en moyenne 28% du total du bilan en 2018 (2 points de plus qu'en 2010). Ce constat est sans appel. Cela reflète la course à la taille de certains groupes (cas de Danone avec l'acquisition de WhiteWave en 2017 faisant passer son goodwill à plus de 18 Mds € et le montant de ses immobilisations incorporelles à 55% de son total de bilan) et le faible montant des tests d'*impairment* passés dans un contexte de croissance économique mondiale assez dynamique. Les trois groupes possédant les montants de goodwill et d'actifs incorporels les plus élevés sont sans surprise Sanofi (55 Mds €), Orange (39.5 Mds) et Vinci (32.8 Mds €). A l'opposé, ceux qui ont les montants les plus faibles sont Hermès (153 M€), URW (1 Mds €) et Michelin (1.5 Mds €).

De même, les montants des goodwill et actifs incorporels des groupes de l'indice NEXT 80 (tableaux 8 et 8bis) sont sans commune mesure par rapport aux géants du CAC 40 comme Sanofi par exemple. Outre les grandes de l'indice NEXT 80 qui ont déjà été membres du CAC 40 à un moment de leur histoire (EDF, Casino, Alstom, Atos, Lagardère, Solvay), on note que deux sociétés (Rexel et Wendel) font apparaître un montant moyen annuel qui oscille autour de 5 Mds € sur la période.

**Tableau 8 – Poids des goodwill et actifs incorporels (moyenne) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Montants Mds €	3,025	2,723	2,067	1,920	1,844	1,675	1,628	1,451	1,404
Pourcentage	23,53%	22,26%	18,22%	17,39%	17,85%	17,01%	17,36%	16,03%	15,07%

Si ces montants de GW et d'actifs incorporels étaient beaucoup plus disparates au début des années 2010 entre les sociétés de l'indice SBF 120, on remarque en revanche une convergence du pourcentage de poids dans le total du bilan à partir de 2017/2018.

**Tableau 8bis – Poids des goodwill et actifs incorporels (médiane) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Montants Mds €	1,832	1,319	1,217	0,986	0,897	0,706	0,734	0,681	0,647
Pourcentage	28,57%	22,62%	23,19%	20,71%	19,10%	17,05%	17,74%	17,36%	15,92%

La trésorerie et équivalents de trésorerie (tableau 9) sont estimés pour un montant moyen en 2018 de 4.7 Mds € (ce qui représentent 8.83 % du total du bilan), avec un minimum de 370 M€ pour URW et de 24.4 Mds pour Total. Si l'on rajoute le montant des titres d'investissement de court terme (une partie des VMP risquées et à plus de 3 mois), ce montant est porté à plus de 5Mds en 2018, ce qui représente 9.44% du total du bilan.

**Tableau 9 – Evolution moyenne de la trésorerie et des VMP – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Trésorerie	8,83%	9,26%	8,62%	8,45%	8,13%	7,72%	7,94%	6,91%	7,58%
Très + VMP	9,44%	10,34%	10,53%	10,10%	9,67%	9,42%	9,78%	9,03%	10,02%

Les niveaux de trésorerie et équivalents de trésorerie pour les sociétés de l'indice NEXT 80 (tableau 9bis), que ce soient en valeur ou en pourcentage, sont nettement inférieurs à ceux des sociétés du CAC 40. Si le montant de trésorerie s'améliore en moyenne de 2.5 points entre 2010 et 2018, le total de la trésorerie au sens large est beaucoup plus aléatoire sur la même période.

**Tableau 9bis – Evolution moyenne de la trésorerie et des VMP – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Trésorerie	6,84%	5,68%	5,60%	5,07%	5,29%	5,35%	4,80%	4,59%	4,49%
Très + VMP	7,07%	6,63%	10,85%	10,08%	10,07%	9,37%	8,75%	9,05%	9,07%

### 2.3.3 La structure de la dette totale

La dette totale des groupes du CAC 40 (tableau 10) a fortement augmenté sur la décennie 2010-2018, notamment si l'on raisonne sur la valeur médiane (+9 Mds € en 9 ans). Le groupe qui porte le montant moyen de dette totale le plus élevé sur la période étudiée est Engie avec 120 Mds €. Celui qui enregistre le montant de dette totale le plus faible sur la période est Hermès avec 1.3 Mds €.

**Tableau 10 – Poids de la dette totale (en Mds €) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	33,04	30,47	30,81	29,45	28,75	28,08	30,19	30,22	28,05
Médiane	25,17	21,50	21,77	20,43	19,75	19,71	18,39	18,69	16,24

Le passif des sociétés hors capitaux propres peut être scindé en trois blocs (tableau 10bis et tableau 10ter). Un bloc qui concerne les passifs courants en IFRS (dettes à moins d'un an) et qui renferme à la fois les dettes d'exploitation et la partie des dettes financières à moins d'un an. En moyenne sur la période étudiée, ce bloc a évolué entre 49.2% en 2010 et 53.57% en 2018. Cette hausse provient d'une augmentation moyenne des dettes d'exploitation tirées par une croissance plus forte de l'activité entre ces deux dates et d'une maturité moyenne des dettes financières de long terme qui a eu tendance à s'élever en raison d'une baisse continue des taux d'intérêt. Le second bloc correspond aux dettes financières de long terme. Ces dettes sont bancaires, obligataires et hybrides. Ces dettes sont stables depuis 2015 et elles représentent en moyenne 26% des passifs non courants et courants des bilans des groupes. Le dernier bloc concerne la rubrique « Autres » et est composé d'autres types de passifs comme les différentes provisions ou impôts différés. Ce montant est à peu près stable sur la période, oscillant entre 20% et 23%.

**Tableau 10bis – Structure de la dette totale (moyenne en Mds €) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières LT	8,32	7,74	7,91	7,46	7,57	7,45	8,17	8,30	7,59
Dettes de CT	17,71	16,29	15,84	15,10	14,26	14,41	14,90	14,78	13,80
Autres	7,01	6,43	7,05	6,89	6,91	6,20	7,11	7,13	6,65

avec Autres : provisions pour retraite et PRC, impôts différés, autres engagements de LT

**Tableau 10ter – Structure de la dette totale (moyenne en %) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières LT	26,27%	26,09%	26,40%	26,07%	27,19%	27,44%	27,90%	28,34%	27,94%
Dettes de CT	53,57%	53,47%	51,42%	51,27%	49,60%	51,34%	49,37%	48,93%	49,20%
Autres	20,16%	20,44%	22,18%	22,67%	23,21%	21,22%	22,73%	22,73%	22,86%

avec Autres : provisions pour retraite et PRC, impôts différés, autres engagements de LT

L'encours moyen de la dette totale pour les sociétés de l'indice NEXT 80 (tableau 11) est très en-deçà de celles de l'indice CAC 40 (montant médian de 4.34 Mds € versus un montant médian de 25.17 Mds € en 2018). Le groupe qui porte le montant moyen annuel de la dette totale le plus élevé sur la période est sans surprise EDF avec 224 Mds €. Certains groupes ont un endettement très faible, comme BIC, Soitec ou Trigano ou quasi-nul comme Genfit (58 M€ en moyenne).

**Tableau 11 – Poids de la dette totale (en Mds €) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Moyenne	8,80	8,40	8,08	8,05	7,55	7,17	7,29	6,85	7,03
Médiane	4,34	4,10	3,81	3,27	2,95	2,60	2,58	2,33	2,42

L'étude de la structure de la dette révèle une très grande différence parmi les sociétés membres de l'indice SBF 120, en distinguant celles de l'indice CAC 40 des autres. Le constat est que les sociétés membres de l'indice CAC 40 sont bien plus endettées à court terme qu'à long terme, alors que cet endettement est plus homogène pour les sociétés de l'indice NEXT 80 (tableaux 11bis et 11ter). En effet pour ces dernières, c'est en moyenne sur la période 1/3 de dettes de LT, 1/3 de dettes de CT et 1/3 d'autres dettes. Parmi les facteurs explicatifs de cette différence, nous pourrions citer :

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

**Tableau 11bis – Structure de la dette totale (moyenne en Mds €) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières LT	2,850	2,665	2,557	2,536	2,233	2,103	2,152	2,058	2,071
Dettes CT	3,407	3,251	3,070	2,889	2,887	2,784	2,710	2,563	2,705
Autres	2,542	2,485	2,457	2,634	2,435	2,287	2,433	2,234	2,258

avec Autres : provisions pour retraite et PRC, impôts différés, autres engagements de LT

**Tableau 11ter – Structure de la dette totale (moyenne en %) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières LT	32,39%	31,72%	31,63%	31,47%	29,56%	29,31%	29,50%	30,02%	29,45%
Dettes CT	38,72%	38,69%	37,98%	35,84%	38,21%	38,80%	37,15%	37,39%	38,45%
Autres	28,89%	29,58%	30,39%	32,69%	32,23%	31,89%	33,35%	32,59%	32,10%

avec Autres : provisions pour retraite et PRC, impôts différés, autres engagements de LT

### 2.3.4 La structure de la dette financière

Le montant moyen des dettes financières totales (tableau 12) a augmenté en valeur entre 2010 et 2018 (de 10.8 Mds € à 12.23 Mds €). Si la répartition entre le poids des dettes financières de long terme et le poids des dettes court terme n'a que peu été modifiée, avec une moyenne de 69% pour le long terme et de 31% pour le court terme, en revanche ce qui a changé, c'est la nature des dettes financières de court terme.

**Tableau 12 – Structure de la dette financière (en Mds €) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières totales	12,23	11,20	11,42	10,80	10,83	10,91	11,85	11,82	10,88
Dettes financières LT	8,32	7,74	7,91	7,46	7,57	7,45	8,17	8,30	7,59
Dettes financière CT	3,90	3,46	3,50	3,33	3,25	3,45	3,68	3,51	3,28
<i>Dont portion à CT des DF à LT</i>	<i>1,30</i>	<i>1,28</i>	<i>1,34</i>	<i>1,46</i>	<i>1,50</i>	<i>1,73</i>	<i>1,89</i>	<i>1,84</i>	<i>1,77</i>
<i>Dont dettes de trésorerie</i>	<i>2,59</i>	<i>2,17</i>	<i>2,16</i>	<i>1,87</i>	<i>1,75</i>	<i>1,72</i>	<i>1,79</i>	<i>1,67</i>	<i>1,51</i>

On assiste à une très forte décreue de la part à moins d'un an des dettes financières de long terme (de 54.04% à 33.50% dans le total des dettes financières de court terme) au détriment du renforcement des autres types de dettes financières de court terme, comme les lignes de crédit mobilisées (tableau 12bis). La faiblesse des taux d'intérêt qui conduit à disposer d'argent « gratuit », combinée avec des modifications sur les marchés monétaires (produits de type NEU CP, accélération de la titrisation, etc.) en sont les facteurs explicatifs. Le poids de ces dettes financières de court terme a augmenté de 20% en moyenne sur la période, passant d'une enveloppe moyenne de 1.51 Mds € en 2010 à 2.59Mds € en 2018.

**Tableau 12bis – Poids des dettes financière dans les structures bilantielles – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières LT	68,08%	69,10%	69,28%	69,11%	69,95%	68,32%	68,89%	70,23%	69,80%
Dettes financière CT	31,92%	30,90%	30,72%	30,89%	30,05%	31,68%	31,11%	29,77%	30,20%
<i>Dont part à CT des DF de LT</i>	33,50%	37,26%	38,34%	43,95%	46,23%	50,06%	51,46%	52,37%	54,04%
<i>Dont part des autres de CT (dettes de trésorerie)</i>	66,50%	62,74%	61,66%	56,05%	53,77%	49,94%	48,54%	47,63%	45,96%

L'endettement financier net des sociétés du CAC 40 (tableau 12ter) a augmenté en moyenne entre 2010 (6.51 Mds) et 2018 (7.20 Mds €), malgré la hausse du montant de trésorerie et équivalents de trésorerie. Néanmoins, ce montant moyen cache des disparités très fortes. Si certains groupes (Engie, Orange, Total, etc.) ont des montants élevés dus à leurs activités et/ou à leur structure actionnariale, d'autres ont au contraire un endettement financier net négatif (c'est-à-dire qu'ils disposent de plus de trésorerie que de dettes financières), reflet du niveau de marges des activités. On peut citer Hermès, l'Oréal, mais aussi STM, Thalès ou Dassault Systèmes.

**Tableau 12ter – Endettement financier brut et net (en Mds €) – CAC 40**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Endettement financier brut	12,23	11,20	11,42	10,80	10,83	10,91	11,85	11,82	10,88
Endettement financier net	7,20	6,14	6,33	6,14	6,47	6,76	7,34	7,65	6,51

Endettement financier net = endettement financier brut – trésorerie et VMP

Les structures financières des sociétés de l'indice NEXT 80 suivent les mêmes tendances de fond que celles des sociétés du CAC, à savoir une tendance à la hausse de l'endettement financier (+3,62% sur la période), tout particulièrement pour les dettes financières de long terme (tableau 13).

**Tableau 13 – Structure de la dette financière (en M€) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières totales	3618	3345	3237	3175	2885	2763	2842	2666	2655
Dettes financières LT	2850	2665	2557	2536	2233	2103	2152	2058	2071
Dettes financière CT	768	680	681	639	652	660	690	609	584
<i>Dont portion à CT des DF à LT</i>	454	418	488	412	353	413	427	351	333
<i>Dont dettes de trésorerie</i>	314	261	193	227	299	248	263	258	251

En raison de la baisse continue des taux et du développement du marché des dettes Corporate, il est possible de remarquer un montant moyen plus élevé de l'endettement financier pour les sociétés de l'indice NEXT 80, que ce soit à long terme ou à court terme. Cette hausse est régulière et linéaire sur la période, oscillant autour de 78 % pour le long terme et 22% pour le court terme (tableau 13bis).

**Tableau 13bis – Poids des dettes financière dans les structures bilantielles – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Dettes financières LT	78,77%	79,68%	78,97%	79,88%	77,39%	76,11%	75,72%	77,17%	78,02%
Dettes financières CT	21,23%	20,32%	21,03%	20,12%	22,61%	23,89%	24,28%	22,83%	21,98%
<i>Dont part à CT des DF de LT</i>	59,08%	61,54%	71,66%	64,46%	54,15%	62,50%	61,90%	57,69%	57,02%
<i>Dont part des autres de CT (dettes de trésorerie)</i>	40,92%	38,46%	28,34%	35,54%	45,85%	37,50%	38,10%	42,31%	42,98%

Mais si l'endettement financier brut a augmenté de +36,6% sur la période, on remarque que l'endettement financier net a crû de +44%, ce qui laisse supposer que le niveau de trésorerie des sociétés de l'indice NEXT 80 s'est reconstitué entre 2010 et 2018.

**Tableau 13ter – Endettement financier brut et net (en Mds €) – NEXT 80**

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Endettement financier brut	3,62	3,34	3,24	3,17	2,88	2,76	2,84	2,66	2,65
Endettement financier net	2,62	2,43	1,95	2,03	1,84	1,84	2,02	1,85	1,81

Endettement financier net = endettement financier brut – trésorerie et VMP

A l'issue de ce premier constat statistique au sein des sociétés de l'indice SBF 120, il est possible de relever les points suivants :

- des groupes dont la structure financière n'a pas évolué de la même manière. Alors que l'on observe un renforcement du poids des fonds propres pour les sociétés du CAC 40, on assiste au contraire à une baisse de celui-ci au détriment de l'endettement pour les sociétés de l'indice NEXT 80. Ces dernières ont subi en moyenne un endettement à LT plus important ;
- les dettes financières de court terme sont beaucoup plus importantes pour les sociétés du CAC 40 que pour celles de l'indice NEXT 80 ;
- si la part des dettes financières de LT remboursées à CT a diminué pour les sociétés du CAC 40, on observe l'effet inverse pour les autres sociétés de l'indice NEXT 80 ;
- le degré de sophistication de l'endettement financier est plus élevé pour les sociétés du CAC 40 que pour les autres, traduisant un recours systématique à des produits financiers plus complexes.

Il apparaît nécessaire d'analyser plus en profondeur le recours aux produits hybrides, qui mélangent les attributs des produits de dettes avec ceux de capitaux propres.

### 3. Les titres hybrides : état des lieux pour les sociétés du SBF 120

Sur les 107 groupes étudiés de notre échantillon, 50 groupes n'ont utilisé aucun titre hybride sur la période, 57 groupes se font financés avec au moins l'un d'entre eux.

Pas d'utilisation de titres hybrides	Utilisation de titres hybrides
50 sociétés	57 sociétés
46.73%	53,27%

On peut affirmer que l'utilisation des titres hybrides reste marginale pour les sociétés du SBF 120 au regard des instruments de financement classiques. Notre étude ne porte pas sur les dettes financières de court terme. Aussi, tous découverts bancaires, émissions de billets de trésorerie ou de NEU CP émis, etc. ne sont pas recensés.

#### 3.1. Dettes classiques *versus* dettes hybrides

Deux sources de financement prédominent au niveau des sociétés du SBF 120 : les dettes bancaires et les dettes obligataires. En matière de comptabilisation, l'une et l'autre ne posent pas de problème : elles ont une échéance et font l'objet d'un remboursement en numéraire. Selon IAS 39, elles sont enregistrées au coût amorti selon le TIE (taux d'intérêt effectif) et sont classées dans les bilans selon les échéances (partie courante et partie non courante des dettes financières).

Les rubriques concernant les dettes bancaires « non classiques en euros » mentionnées dans les annexes des comptes consolidés sont des dettes en devises, des lignes de crédit multidevises, des dettes auprès de la BEI (Banque Européenne d'investissement), des crédits syndiqués, etc.

Les emprunts obligataires restent très largement dominants à taux fixe (cf les encours chez Total, Vivendi, Véolia, etc.). De manière moins répandue, certains sont à taux variables indexés sur le Libor, l'Euribor, le Tibor ou sur d'autres caractéristiques spécifiques (exemple : Eutelsat avec des crédits *in fine* et des crédits export ONDD). En fonction de la qualité de l'émetteur, les obligations sont notées et classées en Investment Grade ou High Yield par les agences de notation.

De nombreux emprunts font référence à des placements privés (cf chez Sodexo, Rémi Cointreau, etc.). De même, il a été recensé 15 groupes qui, sur la période étudiée, ont eu recours au *Schuldschein* (Bureau Véritas, Edenred, Elis, Eramet, Korian, Orpéa, Plastic Omnium, Quadient, Safran, Sanofi, SEB, SES Global, Tarkett, Ubisoft, Virbac). Pour rappel, un *Schuldschein* est un instrument de financement alternatif, de droit allemand, qui partage les mêmes caractéristiques qu'une obligation. Il ressemble à un crédit octroyé par des investisseurs privés qui n'ont pas forcément accès au marché financier. Les émissions de *Schuldschein* sont comprises entre 100 et 200 millions d'euros sur des durées comprises entre 2 et 10 ans qui sont légèrement plus onéreuses que les taux du marché en raison d'un manque de liquidité.

Un instrument de financement assez prisé des sociétés étudiées est l'EMTN (*Euro Medium Term Notes*) relevant du marché des Euro PP. Les EMTN sont considérés comme des emprunts obligataires négociés de gré à gré, avec des conditions de durées (en principe entre 1 et 5 ans), de taux de garanties et de montants variables. Ils sont utilisés avant tout pour leur flexibilité et leurs moindres frais d'émission. Il a été recensé 23 groupes qui se sont financés en partie par des EMTN : Airbus, Arkema, Carrefour, CGG, Danone, EDF, Europ M GRP, Kéring, LVMH, Orange, Renault, Safran, Saint Gobain, Sanofi, Schneider, SEB, SES Global, Solvay, URW, Valéo, Véolia, Vinci, Vivendi). De même, 6 groupes mentionnent l'utilisation de NEU MTN (Medium Term Notes) : Atos, Eiffage, Iliad, Lagardère, SEB, Sopra Steria.

Enfin, certains groupes font état de dettes obligataires – principalement à taux fixe – dénommées en fonction des caractéristiques ou d'un objet. Ces dettes ne posent pas de problème d'enregistrement comptable. On peut citer :

- des Green bonds : Covivio, EDF, Engie, etc.
- des Social bonds : Danone, etc.
- des Climate bonds : Schneider, etc.
- des Samouraï bonds : Renault
- des Panda bonds : Véolia
- des Yankee bonds : Legrand

### 3.2. Les titres hybrides dans les bilans des sociétés du SBF 120

Les produits hybrides ou intermédiaires entre produits de dettes et instruments de capitaux propres ont fait l'objet d'une analyse complémentaire<sup>3</sup>. On rappelle que le classement en capitaux propres ou en dettes dépend de l'analyse spécifique des caractéristiques de chaque instrument émis par l'émetteur. Un instrument est considéré comme un instrument de capitaux propres s'il n'inclut aucune obligation contractuelle de verser de la trésorerie ou un autre actif financier. En particulier, un instrument dont le remboursement est à l'initiative de l'émetteur et dont la rémunération est subordonnée au versement d'un dividende est classé en capitaux propres.

En analysant les documents de référence des sociétés du SBF 120, les noms exacts des titres hybrides utilisés et mentionnés dans les annexes ont été recensés. Le tableau 14 récapitule la liste des titres hybrides avec les sociétés concernées.

**Tableau 14 – Liste des sociétés qui utilisent des titres hybrides**

Titres	Sociétés émettrices
TSDI (Titres subordonnés à durée indéterminée)	Accor – Air France-KLM – ArcelorMittal - Arkéma – Danone – Korian – Orange – Total – URW - Vinci
TSSDI (Titres super subordonnés à durée indéterminée)	Casino – EDF – Engie – Fnac Darty – Solvay - Véolia
TDIRA (Titres à durée indéterminée remboursable en actions)	Orange
TP (Titres participatifs)	Engie - Peugeot – Renault – Saint Gobain – Sanofi
BSA (Bons de souscription)	CGG – DBV Techno – Genfit – Peugeot – Publicis - Ubisoft
Put sur minoritaires	ADP – Alstom – Casino – Danone – EssilorLux – Ingénico – JCDecaux – Kéring – Nexity – Sopra Steria – Total – Valéo – Vicat – Vivendi – Wendel
Emprunt perpétuel	Saint Gobain
Emprunt subordonné	Europ M GRP – Michelin
ORA (Obligation remboursable en action)	Alstom

<sup>3</sup> Les actions de préférence (actions de performance, ADVD, etc.) qui relèvent de la catégorie des titres hybrides ne sont pas concernées dans le cadre de la présente étude car elles ne posent aucun problème de comptabilisation. Elles sont traitées comme des actions ordinaires. Il en est de même pour les ADR (*American Depositary Receipts*) émis par des sociétés cotées aux Etats-Unis comme Sanofi ou pour les ADS (*American Depositary Shares*) comme DBV Techno ou pour les FDR (*Fiduciary Depositary Receipts*) émis par SES Global.

OCA (Obligation convertible en action)	Aperam – ArcelorMittal – Iliad – STMicroelectronics – Valéo – Vallourec
OCRN (Obligation convertible remboursable en numéraire)	Carrefour – Michelin
OE (Obligation échangeable)	Orange – Wendel
OBSA	Publicis – Vivendi
ORANE	Publicis
ORDINANE	Korian – Quadient
ORDINAN	Eramet
OBSAAR	Orpéa
OCEANE	Air France-KLM – Airbus – Capgémmini – CGG – Elis – Engie – Faurecia – Genfit – Ingénico – Korian – Michelin – Nexans – Nexity – Orpéa – Peugeot – Publicis – Rémy Cointreau – Safran – Soitec – Ubisoft – Véolia
ORNANE	Air France-KLM – Cap Gémmini – Covivio – Nexity – Orpéa - URW
ORNAE	Seb

Nous remarquons qu'il n'est plus fait mention dans les documents de référence de titres comme les certificats pétroliers, les certificats d'investissement, etc.

Plusieurs observations et constats statistiques peuvent être faits.

**Premier constat.** Le poids des TSDI, TSSDI, TDIRA et TP dans le financement reste assez faible au regard du poids des capitaux propres et des dettes financières de long terme. Au 31 décembre 2018, 17 sociétés présentent dans les capitaux propres de leurs comptes des TSDI et TSSDI, et quatre sociétés (4% de l'indice CAC 40) utilisent encore des TP. Le tableau 15 résume ces statistiques.

**Tableau 15 – Utilisation des TSDI/TSSDI/TP**

	<b>2018</b>
Montant cumulé des TSDI/TSSDI émis en Mds €	34,15 Mds €
Pourcentage TSDI/TSSDI dans les capitaux propres - moyenne	13.39%
Pourcentage TSDI /TSSDI en rapport aux les dettes financières de LT	19.66%
Société émettant le plus de TSDI/TSSDI (en % des Capitaux propres)	Air France/KLM avec 21.61%
Société émettant le plus de TSDI/TSSDI (en €)	EDF avec 10,1 Mds €
Rémunération moyenne des TSDI/TSSDI	3.94%
Montant cumulé des TP émis en Mds €	793 M€
Société émettant le plus de TP	Renault

**Deuxième constat.** Il n'est pas possible de relier un secteur d'activité à l'utilisation ou non des financements par instruments hybrides. On peut seulement constater que de nombreuses sociétés relevant du secteur informatique (Alten, Altran, Atos, Dassault Systèmes, etc.) ne se financent par aucun de ces instruments même s'il y a des exceptions (Capgemini, Sopra Stéria, etc.).

**Troisième constat.** On peut relever une constance dans le temps en matière de politique financière vis à vis des instruments financiers. En effet, les mêmes sociétés utilisent de manière récurrente le même type d'instruments de financement. Par exemple, URW a émis des ORNANE à plusieurs reprises : en 2012, 2014, 2015 ; Total dispose de 6 émissions de TSDI en 2018 dans ses comptes consolidés, réalisées au cours des années antérieures ; Orpéa utilise des emprunts obligataires plus complexes que la moyenne des sociétés ; etc.

**Quatrième constat.** Il n'existe pas de différence significative entre les entreprises à actionnariat familial et les entreprises de type managérial concernant l'utilisation des titres hybrides. Sur un échantillon de 107 groupes, et compte tenu des montages financiers avec la mise en place de sociétés holding, il n'est pas possible de faire une telle identification. On peut dénombrer autant de cas dans les deux formes de structures. En revanche, on peut relever que les sociétés qui émettent des titres hybrides – notamment ceux qui concernent directement les capitaux propres – ont pu connaître, à un moment donné, soit des difficultés financières (CGG, EDF, etc.), soit des problèmes de gouvernance (Air France-KLM, Orange, etc.), soit des

conséquences d'un contrôle, liées à des opérations de fusions/acquisitions/scissions (Accor, Danone, etc.).

**Cinquième constat.** L'affichage des instruments hybrides dans les comptes consolidés et sociaux est soit explicite et clair, soit porte parfois à confusion. Par exemple, Accor affiche ses TSDI sur une ligne spécifique dans les capitaux propres de ses comptes consolidés et les présente sur une ligne Autres fonds propres dans ses comptes individuels. En revanche, Engie n'affiche pas directement ses TSDI dans les capitaux propres (il convient de dépouiller les annexes pour comprendre qu'il y a eu des émissions) et les présente en dettes financières dans les comptes individuels. Ainsi, se pose la question des clauses insérées dans les différents types de TSDI afin de savoir de quelles catégories ils relèvent. Autre exemple : URW affiche clairement dans ses comptes sociaux sur des lignes distinctes « Autres fonds propres », les ORA et les titres hybrides (TSDI), et les ORNANE et autres emprunts obligataires dans les « dettes financières ». Dans les comptes consolidés d'URW, il est possible de lire dans les capitaux propres une ligne « Titres hybrides » qui regroupe ORA et TSDI. Quant à la majorité des groupes examinés, il n'est pas possible d'extraire une information en lecture directe. Il n'y a que 25% des sociétés qui émettent des TSDI et assimilés, qui dévoilent sur une ligne à part entière dans les capitaux propres l'existence de tels titres. Il s'agit d'Accor, d'Air France – KLM, d'Orange et d'URW. Les autres n'affichent strictement rien en lecture directe du bilan. Une analyse approfondie des annexes s'impose par conséquent. La question est de savoir si cette opacité d'affichage dans les comptes relève de critères esthétiques (liés à un souci de communication ?), d'un manque de pédagogie (de la direction financière ou du comité d'audit ?), d'un manque de clarté et de précision (de la part de l'IASB ?), ou d'autres critères plus intentionnels de la direction générale ?

**Sixième constat.** Peu de sociétés expliquent dans les documents de référence leurs motivations sur l'utilisation de telle ou telle catégorie de titres hybrides. Nous n'avons pu trouver que quelques groupes (tableau 16) qui justifient leurs raisons dans les annexes.

**Tableau 16 – Motifs invoqués à l'utilisation de titres hybrides**

Sociétés	Instruments	Motifs invoqués
EDF	TSSDI	« EDF réaffirme son attachement au financement par les titres hybrides, en tant que composante permanente de la structure de son capital, afin de financer ses actifs en construction »

ERAMET	ORDINAN	« Cette opération a permis de renforcer la structure du bilan du groupe Eramet. »
ENGIE	TSSDI	« SUEZ cherche à optimiser de manière continue sa structure financière par un équilibre entre son endettement financier net et ses capitaux propres totaux tels que figurant dans l'état de situation financière consolidé. L'objectif principal du Groupe en termes de gestion de sa structure financière est de maximiser la valeur pour les actionnaires, de réduire le coût du capital, de maintenir une bonne notation tout en assurant la flexibilité financière désirée afin de saisir les opportunités de croissance externe créatrices de valeur. Le Groupe gère sa structure financière et procède à des ajustements en regard de l'évolution des conditions économiques. Les objectifs, politiques et procédures de gestion sont demeurés identiques depuis plusieurs exercices ».
GENFIT	OCEANE	- « achever le programme de développement clinique de phase III d'elafi branor dans la NASH et de poursuivre son plan d'investigation pédiatrique dans la même pathologie ; - préparer, sous réserve des résultats de l'essai pivotale de phase III, sa demande d'autorisation de mise sur le marché ; - préparer l'éventuelle commercialisation d'elafibrane dans certaines pathologies et/ou dans certains territoires géographiques ; - financer la phase de développement industriel du nouveau test de diagnostic <i>in vitro</i> dans le cadre de la poursuite de son programme de biomarqueurs ; et renforcer le portefeuille de produits de la Société grâce à des accords de licence ( <i>licensing-in</i> ) ou à des stratégies de combinaisons de produits dans les aires thérapeutiques d'intérêt de la Société ».
ORPEA	OBSAAR	- « Poursuivre sa stratégie de désintermédiation et d'optimisation de sa structure financière ; - optimiser le profil de l'endettement à hauteur de 140 M€ en rallongeant la maturité d'une partie de la dette et en réduisant parallèlement le coût de cet endettement ; - renforcer les moyens de poursuivre le développement d'Orpea, et ce, à travers une ressource à long terme et à coût réduit ; - potentiellement de renforcer, à terme, les fonds propres de la société ».
SOLVAY	TSSDI	« Le Groupe gère sa structure de financement avec l'objectif de sauvegarder sa capacité à poursuivre ses activités, d'optimiser le rendement pour les actionnaires, de maintenir sa notation « Investment-grade » et de minimiser le coût de l'endettement. La structure capitalistique du Groupe consiste en capitaux propres, y compris les obligations hybrides perpétuelles et en dette nette. Les obligations hybrides perpétuelles sont néanmoins considérées comme une dette dans les mesures sous-jacentes du Groupe ».

**Septième constat.** Les titres hybrides peuvent faire l'objet de regroupement en fonction de leurs modes d'enregistrement comptables. Si l'approche demeure juridique selon le PCG, elle

reste à l'appréciation de l'émetteur – et de l'auditeur – en normes IFRS en fonction des clauses insérées dans l'instrument.

**Tableau 17 – Enregistrement comptable des titres hybrides**

Titres	En IFRS	En PCG Français
TSDI	Capitaux propres	Autres fonds propres
TSSDI*	Capitaux propres	Autres fonds propres
TDIRA	Capitaux propres/Dettes financières	Autres fonds propres
TP (Titres participatifs)**	Dettes financières Retraitement possible depuis IFRS 9 en Capitaux Propres	Autres fonds propres
BSA (Bons de souscription)	Capitaux propres	Capitaux propres
Put sur minoritaires	Tout dépend si l'émission du Put est avant ou après 2010	Dettes financières
Emprunt perpétuel	Dettes financières	Dettes financières
Emprunt subordonné	Dettes financières	Dettes financières
ORA	Capitaux propres	Dettes financières
OCA	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
OCRN	Dettes financières	Dettes financières
OE (Obligation échangeable)	Dettes financières	Dettes financières
OBSA	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
ORANE***	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
ORDINANE	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
ORDINAN	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
OBSAAR	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
OCEANE	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
ORNANE	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières
ORNAE	Capitaux propres/Dettes financières	Dettes financières

\* Les TSSDI posent des interrogations au niveau des comptes individuels. Par exemple, dans le document de référence 2018 d'Engie, p.363 il est dit : « Conformément à l'avis de l'Ordre des Experts Comptables n° 28 publié en octobre 1994, les titres super subordonnés sont classés en dettes financières ». Dans le document de référence 2017 du groupe Casino, p.141 il est mentionné : « Les titres "super subordonnés" à durée indéterminée (TSSDI) et l'émission obligatoire hybride présentent les caractéristiques des "Autres fonds propres". D'où l'importance de la connaissance des clauses juridiques.

\*\* Les TP sont inscrits dans les comptes individuels de Renault et Saint Gobain en Autres fonds propres selon le PCG. En revanche en 2018, Renault les inscrit en Capitaux Propres alors que Saint Gobain les inscrit en Dettes financières.

\*\*\* Des exceptions peuvent avoir lieu. Publicis mentionne p.189 du document de référence 2018 dans ses comptes consolidés que l'ORANE émise est comptabilisée comme son OCEANE et son OBSA, c'est-à-dire avec une partie en dettes financières, ce qui est une interprétation d'IAS32.

Par conséquent, l'application des normes IFRS au regard des enregistrements en PCG a tendance à faire mécaniquement augmenter les capitaux propres.

### 3.3. Illustrations extraites des documents de référence

En consultant les annexes des états financiers des documents de référence, il est possible de mettre en exergue certaines définitions, justifications et/ou explications concernant les instruments financiers recensés (tableau 18).

**Tableau 18 – Extraits des documents de référence au sujet des titres hybrides en IFRS**

Titres	Justifications
<p><b>TSDI</b> <i>(Titres subordonnés à durée indéterminée)</i></p>	<p>Les titres subordonnés à durée indéterminée sont comptabilisés conformément à la norme IAS 32 et en prenant en compte leurs caractéristiques spécifiques. Ils sont comptabilisés en capitaux propres à leur coût historique lorsqu'il existe un droit inconditionnel d'éviter de verser de la trésorerie ou un autre actif financier sous forme de remboursement ou de rémunération du capital. Les coupons versés aux porteurs des titres sont comptabilisés directement en déduction des capitaux propres. L'émetteur comptabilise l'effet d'impôt en compte de résultat. Ces versements sont fiscalement déductibles (Accor, 2017).</p>
<p><b>TSSDI</b> <i>(Titres super subordonnés à durée indéterminée)</i></p>	<p>Les émissions de TSSDI ne sont pas comptabilisées dans l'endettement financier puisqu'elles réunissent les conditions prévues par IAS 32 pour être comptabilisées en capitaux propres (Engie, 2018).</p> <p>Conformément à la norme IAS 32.11 et compte tenu de ses caractéristiques intrinsèques (absence de remboursement obligatoire, absence d'obligation de payer un coupon, sauf en cas de distribution de dividendes aux actionnaires ou de rachat de ses propres instruments), cet instrument est comptabilisé en capitaux propres (Véolia, 2018)</p>
<p><b>TDIRA</b> <i>(Titres à durée indéterminée remboursable en actions)</i></p>	<p>Certains instruments financiers du Groupe contiennent à la fois une composante de dette financière et une composante de capitaux propres. Il s'agit des <b>Titres à Durée Indéterminée Remboursables en Actions (TDIRA)</b>. La composante dette est évaluée à sa valeur de marché en date d'émission, laquelle correspond à la valeur des flux de trésorerie contractuels futurs actualisés au taux de marché en vigueur à la date d'émission pour des instruments similaires présentant les mêmes conditions mais sans option de conversion ou de remboursement en actions. Cette composante dette est ensuite comptabilisée au coût amorti. La composante capitaux propres, calculée à l'origine par différence entre le nominal de l'instrument et la juste valeur de la composante dette, ne varie pas sur la durée de vie de l'instrument (Orange, 2018, p. 207)</p>
<p><b>TP</b> <i>(Titres participatifs)</i></p>	<p>Les passifs financiers et les dettes de Financement comprennent les titres participatifs. Les titres participatifs sont des titres de dettes subordonnées cotés et rémunérés selon une clause de rémunération variable indexée sur le chiffre d'affaires. Les titres participatifs sont évalués au coût amorti, lequel est obtenu en actualisant les coupons d'intérêts prévisionnels des titres participatifs au taux</p>

	d'intérêt effectif des emprunts. Il a été considéré que le taux de rémunération contractuel minimum des titres, à savoir 9 %, était la meilleure estimation du taux d'intérêt effectif à la date d'émission (1983 et 1984). L'indexation est désormais intégrée dans l'estimation du taux d'intérêt effectif avec une réestimation périodique du coût amorti comptabilisée en résultat financier (Renault, 2018, p. 359)
<b>BSA</b> <i>(Bons de souscription)</i>	Un <b>bon de souscription d'actions</b> permet d'acheter une action de société à un prix déterminé à l'avance et jusqu'à une certaine date. Les BSA sont émis par la société elle-même. Un BSA ne donne pas forcément accès à une action. Un BSA peut permettre aussi d'acheter une ou plusieurs actions ou il faut plusieurs BSA pour acquérir une action. Le détenteur d'un Bon de Souscriptions d'Actions n'a aucune obligation d'acheter l'action. L'exercice des BSA impacte les capitaux propres à hauteur de la trésorerie perçue au titre de ces BSA.
<b>Put minoritaires</b> <i>sur</i>	Une <b>option de vente</b> accordée à des tiers détenant des intérêts minoritaires sur tout ou partie de leur participation, est considérée comme une dette financière pour l'émetteur. Elle est constatée pour un montant correspondant à la valeur actuelle du prix d'exercice de l'option, en contrepartie d'une diminution des capitaux propres attribuables aux intérêts minoritaires. L'écart entre la valeur actuelle du prix d'exercice de l'option accordée et la valeur comptable des intérêts minoritaires est porté en capitaux propres – part du Groupe, en diminution des réserves consolidées. Le montant de la dette financière est ajusté à chaque clôture pour refléter les évolutions du prix d'exercice de l'option, en contrepartie des capitaux propres (Accor, 2017).
<b>Emprunt perpétuel</b>	En 1985, la Compagnie de Saint-Gobain a émis 25 000 <b>titres perpétuels</b> , de 5 000 écus de nominal, aujourd'hui de 5 000 euros. Au cours du temps, le Groupe a racheté et annulé 18 496 titres. Le nombre de titres en circulation au 31 décembre 2018 est donc de 6 504 pour un montant nominal de 33 millions d'euros, enregistré en dettes financières. La rémunération de ces titres est à taux variable (moyenne des taux interbancaires offerts par cinq banques de référence pour des dépôts en euro à six mois). Le montant versé par titre en 2018 s'est élevé à 0 euro. Ces titres ne sont pas remboursables et leur rémunération est assimilée à des frais financiers (St Gobain, 2018, p. 260).
<b>Emprunt subordonné</b>	Le 1er octobre 2014, Orange SA a émis l'équivalent de 3 milliards d'euros de <b>titres subordonnés</b> de dernier rang, en euros et en livres sterling, en trois tranches. Orange SA dispose en effet d'options de rachat de chacune de ces tranches respectivement à compter du 1er octobre 2021, du 1er octobre 2026 et du 1er avril 2023 et en cas de survenance de certains événements définis contractuellement. Des clauses de <i>step-up</i> prévoient un ajustement du coupon. À chaque date d'intérêt, la rémunération peut être payée ou reportée à la convenance de l'émetteur. Les coupons reportés sont capitalisés et deviennent exigibles en cas de survenance de certains événements définis contractuellement et sous le contrôle de l'émetteur (Orange, 2018, p. 224)
<b>ORA</b> <i>(Obligations remboursable en action)</i>	Au 31 mars 2017, le nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation au cours de l'exercice s'élevait à 219 322 035 après prise en compte de l'effet dilutif des obligations remboursables en actions. Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2017, 504 <b>obligations remboursables en actions (ORA)</b> ont été remboursées par émission de 31 actions d'une valeur nominale de € 7 par action. Les 77 050

	obligations remboursables en actions et non encore remboursées au 31 mars 2017 représentent 4 839 actions à émettre.(Alstom, 2016, p.66)
<b>OCA</b> <i>(Obligations convertibles en action)</i>	On September 19, 2013, Aperam issued a U.S.\$200 million <b>convertible and/or exchangeable debt</b> instrument with a contractual maturity of 7 years. From June 1, 2017, to October 10, 2017, U.S.\$198 million of Bonds were early converted following notice of conversion received from bondholders and 9,446,550 shares were created and delivered to bondholders against their conversion notices. The remaining U.S.\$2 million were repaid in cash on October 10, 2017 (Aperam, annual report, p.144)
<b>OCRN</b> <i>(Obligations convertibles remboursables en numéraire)</i>	Le 22 mars 2018, Carrefour a procédé à une émission d' <b>obligations convertibles remboursables en numéraire</b> d'un montant nominal de 500 millions de dollars américains et d'une maturité de 6 ans, assorties d'un coupon de 0 %. L'exercice du droit de conversion sera dénoué exclusivement en numéraire et ne donnera pas lieu à l'émission d'actions nouvelles ou à la remise d'actions existantes. En application de la norme IFRS 9, les options de conversion incorporées dans la dette obligataire s'analysent comme des dérivés et ont fait l'objet d'une comptabilisation séparée à l'origine. Les variations ultérieures de la juste valeur de ces options sont comptabilisées en résultat et se compensent avec les variations de la juste valeur des options d'achat portant sur les actions Carrefour achetées concomitamment à l'émission des obligations. La dette obligataire hors composante optionnelle est comptabilisée au coût amorti (Carrefour, 2018, p. 295)
<b>OE (Obligation échangeable)</b>	Le Groupe avait émis le 27 juin 2017 des <b>obligations échangeables</b> en titres BT pour un nominal de 517 millions de livres sterling (soit 585 millions d'euros au cours indicatif BCE du jour), portant un coupon de 0,375 % et ayant pour sous-jacent 133 millions d'actions BT sur la base d'un cours de référence de 2,88 livres sterling par action. Les obligations arrivent à maturité en juin 2021 et sont remboursables sur demande des investisseurs depuis le 7 août 2017 en numéraire, en titres BT ou en une combinaison des deux, au choix d'Orange. Le montant remboursé correspondra au nominal augmenté le cas échéant de la performance du cours de BT au-delà de 3,89 livres sterling par action (soit 135 % du cours de référence) (Orange, 2018, p. 259).
<b>OBSA</b> <i>(Obligations à bons de souscription d'actions)</i>	Pour les <b>emprunts avec bons de souscription d'actions (OBSA)</b> , la composante dette et la composante capitaux propres sont séparées dès leur comptabilisation initiale. La juste valeur de la composante dette à l'émission est déterminée en actualisant les flux de trésorerie futurs contractuels en utilisant le taux de marché applicable pour un emprunt obligataire qui aurait été souscrit par la société aux mêmes conditions mais sans option de conversion. La valeur de la composante capitaux propres est déterminée à l'émission par différence entre la juste valeur de la composante dette et la juste valeur de l'emprunt obligataire. La valeur de l'option de conversion n'est pas revue au cours des exercices ultérieurs. Les frais d'émission sont répartis entre la part dette et la part capitaux propres sur la base de leurs valeurs comptables respectives au moment de l'émission. La composante dette est ensuite évaluée sur la base du coût amorti (Publicis, 2018, p.189).
<b>ORANE</b> <i>(Obligations remboursables en actions)</i>	Pour les <b>emprunts remboursables en actions (Oranes)</b> , la composante dette et la composante capitaux propres sont séparées dès leur comptabilisation initiale. La juste valeur de la composante dette à l'émission est déterminée en actualisant les flux de trésorerie futurs contractuels en utilisant le taux de marché applicable pour un emprunt obligataire qui aurait été souscrit par la société aux mêmes conditions

<i>nouvelles ou existantes)</i>	mais sans option de conversion. La valeur de la composante capitaux propres est déterminée à l'émission par différence entre la juste valeur de la composante dette et la juste valeur de l'emprunt obligataire. La valeur de l'option de conversion n'est pas revue au cours des exercices ultérieurs. Les frais d'émission sont répartis entre la part dette et la part capitaux propres sur la base de leurs valeurs comptables respectives au moment de l'émission. La composante dette est ensuite évaluée sur la base du coût amorti (Publicis, 2018, p.189).
<b>ODIRNANE</b> <i>(obligations à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou actions nouvelles et/ou existantes)</i>	Le 16 juin 2015, Neopost S.A. a émis une <b>Obligation à Durée Indéterminée à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (ODIRNANE)</b> pour un montant notionnel de 265 millions d'euros représentant 4 587 156 titres d'une valeur nominale de 57,77 euros. Cette obligation est cotée sur le marché libre de Francfort « Freiverkehr ». Le ratio de conversion a été porté à 1,301 à compter du 3 août 2018, faisant suite à la distribution de l'acompte sur dividendes de 0,80 euro effectuée le 6 février 2018. Au 31 janvier 2019, le montant des coupons courus non échus s'élève à 1,1 million d'euros et constitue une dette courante. Pour le calcul du résultat dilué par action, seuls sont pris en considération les instruments ayant un effet dilutif sur ce dernier, c'est-à-dire qui ont pour effet de réduire le résultat par action. Il a été considéré que l'ODIRNANE avait un effet dilutif en raison de sa présentation en instruments de capitaux propres (Quadiant, 2018, p. 168).
<b>ODIRNAN</b> <i>(obligations à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou actions nouvelles)</i>	L' <b>ODIRNAN</b> est un instrument perpétuel sans maturité, les détenteurs ne disposant pas d'option de remboursement de l'instrument en numéraire à leur main. L'instrument est remboursable en cas de liquidation de l'entreprise avec paiement des coupons courus et le cas échéant différés. Le paiement des coupons est laissé à la main d'Eramet et peut être différé tant qu'Eramet n'a pas décidé une distribution de dividendes depuis l'avant-dernière date de paiement des intérêts (ou depuis la date d'émission pour les deux premières dates de paiement). En cas de non-paiement des coupons, ceux-ci resteront dus et constitueront des arriérés portant intérêt au taux applicable servant à la détermination des coupons des obligations.  Le coupon est fixe à un taux nominal annuel de 4 % jusqu'en octobre 2022 et variable à compter du 5 octobre 2022, au taux d'Euribor 6 mois, plus une marge de 1 000 points de base (clause de « <i>step-up</i> »). En cas de changement de contrôle d'Eramet, le taux d'intérêt annuel sera majoré de 500 points de base sauf remboursement anticipé au gré de la société dans les 45 jours du changement de contrôle (Eramet, 2018, p.98)
<b>OBSAAR</b> <i>(obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables)</i>	La société ORPEA a procédé au cours du second semestre 2009 à l'émission d'un <b>emprunt obligataire sous forme d'OBSAAR</b> d'un montant nominal de 217 M€ et d'un montant net en IFRS de 209 M€ (212 M€ - 3 M€ de bons). Les BSAAR attachés aux obligations ont été valorisés à leur juste valeur et comptabilisés en capitaux propres pour 3 M€. Cet emprunt a été amorti en 2012 comme il le sera en 2013 à hauteur de 20 % du nominal l'an et en 2014 et 2015 à hauteur de 30 % l'an. Le taux de rémunération à l'émission est EURIBOR 3 mois + 137 points de base hors frais. À son échéance, le 14 août 2015, cet emprunt a été intégralement remboursé (Orpéa, 2015, p. 172)
<b>OCEANE</b> <i>(obligations à option de</i>	L'Océane est qualifiée d'instrument financier composé et entre dans le champ d'application d'IAS 32 qui impose de comptabiliser séparément au bilan la composante capitaux propres (l'option d'achat que le porteur détient en vue de

<i>conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes)</i>	convertir son obligation en action) et la composante dette (l'engagement contractuel de remettre de la trésorerie). Elis a procédé le 6 octobre 2017 à une émission d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions Elis nouvelles ou existantes (« Océanes ») à échéance 6 octobre 2023. Le montant nominal de l'emprunt s'élève à 400 millions d'euros et il est représenté par 12 558 869 obligations d'une valeur nominale de 31,85 euros. Les obligations ne portent pas intérêt (zéro-coupon). La juste valeur de la composante dette équivaut à 345,1 millions d'euros à l'origine et a 54,9 millions d'euros pour la composante optionnelle (avant impôt différé) (Elis Groupe, 2018, p. 213)
<b>ORNANE</b> (Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes)	Le 9 juillet 2013, ORPEA a procédé au lancement d'un emprunt sous forme d'Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (ORNANE) ayant pour date de jouissance le 17 juillet 2013 et pour échéance le 1er janvier 2020. Le montant nominal de l'emprunt s'élève à 198 M€, soit 4 260 631 obligations d'une valeur nominale unitaire de 46,56 €. Les obligations portent intérêt au taux fixe de 1,75 % l'an sur toute la durée de l'emprunt, payable semestriellement à terme échu.  Le contrat d'ORNANE offre aux obligataires la possibilité d'obtenir la conversion de leurs obligations en numéraire ou en actions nouvelles à compter de la date d'émission et jusqu'au 18e jour de bourse (exclu) précédant le 1er janvier. Toutefois, ORPEA peut exercer un droit de remboursement anticipé si le cours de l'action excède de 130 % de la valeur nominale de l'obligation, mais uniquement à compter du 1er février 2017. Le droit d'attribution constitue un dérivé selon la norme IAS 39. En effet, ORPEA bénéficie d'une option d'achat sur ses propres titres en cas de dépassement du seuil de 130 % du cours de référence, mais sur une période d'exercice plus limitée et l'obligataire, bénéficiant en cas de remboursement anticipé à l'initiative d'ORPEA d'un droit d'exercice, est titulaire d'une option d'achat croisée lui permettant de sécuriser son gain (Orpéa, 2015, p.172).
<b>ORNAE</b> (Obligations à Option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Existantes)	Le 17 novembre 2016, dans le cadre du financement de l'acquisition de WMF, la société a émis des Obligations à Option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Existantes (ORNAE) pour un montant de 150 millions d'euros. Conformément aux termes du contrat d'émission, si le cours de conversion était atteint, les titres de capital pouvant être délivrés aux porteurs de ces ORNAE ne pourraient être que des actions existantes de la société (SEB, 2018, p.284)

#### 4. Le cas des banques et des sociétés d'assurances

Il est impossible de faire des statistiques sur un échantillon aussi faible (11 entités) que celui du secteur de la banque assurance présent dans les indices CAC 40 et SBF 120 pour plusieurs raisons :

- L'écart de taille entre les entités est trop disparate (le total du bilan en 2018 de BNP-Paribas est de 2041 Mds € contre 7,2 Mds € pour Coface, soit 291 fois supérieur) ;

- Certaines des entités ne sont en fait que des filiales. Elles sont donc déjà consolidées (ex : ALD filiale de la Société Générale ; Amundi filiale du Crédit Agricole ; Coface filiale de Natixis) ;
- Le mélange des activités (banque et assurance) chez certains en comparaison à d'autres (exemple : Axa fait de la banque-assurance alors que la Coface ne fait que de l'assurance ou Scor de la réassurance) ;
- Les normes prudentielles (les accords de Bâle pour les banques et de Solvabilité pour les assurances) qui impactent certaines structures financières au regard d'autres (exemple : BNP-Paribas a un modèle économique différent de celui de Rothschild & Cie ; métiers différents entre Amundi et Scor) ;
- Les normes réglementaires comme Bâle III ou Solvency II imposent des niveaux de fonds propres et donc l'utilisation d'instruments comportant des clauses très spécifiques qu'il n'est pas possible de rencontrer au niveau des sociétés industrielles et commerciales (cf voir l'exemple 7 en annexe concernant AXA).
- Les instruments de financement ne sont pas exactement les mêmes. Par exemple, BNP-Paribas a émis « *en décembre 2007 des Convertible And Subordinated Hybrid Equity-linked Securities (CASHES). Les CASHES ont une durée indéterminée mais peuvent être échangés en actions Ageas (anciennement Fortis SA/NV) à la seule discrétion du détenteur. Le principal de ces titres ne sera jamais remboursé en espèces. Le seul recours dont disposent les titulaires des CASHES est limité aux actions Ageas détenues par BNP Paribas Fortis et nanties au profit de ces titulaires* », document de référence 2018, p. 217.
- La subtilité des clauses et/ou des termes employés ou la sous-catégorisation des titres hybrides. Par exemple, Natixis fait la différence entre les dettes subordonnées à durée déterminée et les dettes subordonnées à durée indéterminée. « *Les dettes subordonnées se distinguent des créances ou des obligations émises en raison du remboursement qui n'interviendra qu'après le désintéressement de tous les créanciers privilégiés ou chirographaires mais avant le remboursement des prêts et titres participatifs et des titres supersubordonnés. Les contrats d'émission de dettes subordonnées ne comprennent pas de clause prévoyant un remboursement anticipé en cas de non-respect d'un ratio financier* », Document de référence 2018, p. 341. Mais au sein des dettes subordonnées à durée déterminée, on trouve des TSDD et des emprunts subordonnés à DD alors qu'au sein des dettes subordonnées à durée indéterminée, on trouve des TSSDI, des TSDI et des emprunts subordonnés.

- Les clauses juridiques, qui ont une importance cruciale pour les enjeux en matière de classification, sont plus complexes que pour les sociétés industrielles. Par exemple, Crédit Agricole mentionne dans son document de référence 2018 p. 317, « *Les émissions des TSR (titres subordonnés remboursables) sont réalisées soit sur le marché français, en vertu du droit français, soit sur les marchés internationaux en vertu du droit anglais, du droit de l'État de New York (États-Unis) ou japonais. Le remboursement des TSR interviendra après désintéressement des créanciers privilégiés et chirographaires (y compris les créanciers des obligations senior préférées et non préférées), mais avant le remboursement des prêts participatifs accordés à Crédit Agricole S.A. et des titres participatifs émis par lui ainsi que des titres "super-subordonnés" (les "TSS" – "Émissions de titres super-subordonnés (TSS))" ».*

Il est possible de constater que les « grandes » banques et compagnies d'assurance émettent toutes des instruments hybrides (typologie de dettes subordonnées) dans une optique de financement et de respect de contraintes réglementaires. Les volumes ne sont en rien comparables aux sociétés industrielles et commerciales.

## **5. Synthèse et discussion de l'étude**

L'étude statistique des structures financières des sociétés appartenant aux indices CAC 40 et SBF 120 réalisée entre 2010 et 2018 appelle les constats suivants :

- La dette globale médiane des sociétés s'est accrue fortement sur la période ;
- en moyenne, les dettes financières de court terme et de long terme ont augmenté, mais pas de manière proportionnelle sur la période ;
- les dettes financières de court terme sont beaucoup plus importantes pour les sociétés du CAC 40 que pour celles de l'indice NEXT 80 ;
- le poids des actionnaires minoritaires s'est renforcé fortement à partir de 2013 ;
- il n'y a que 53 % des sociétés de l'indice SBF 120 qui ont utilisé au moins un instrument hybride sur la période ;
- l'utilisation de titres subordonnés reste principalement entre les mains des grands acteurs industriels (EDF, Engie, Total, etc.) et financiers (Axa, BNP-Paribas, etc.) ;
- les titres subordonnés ont en moyenne un poids relativement faible au regard du montant des capitaux propres et des dettes financières ;

- les OCEANE sont les dettes obligataires les plus utilisées – qui nous intéressent dans la présente étude pour les aspects comptables – par les sociétés du SBF 120.

La question de savoir si un instrument hybride doit être comptabilisé soit en fonds propres, soit en dettes financières, amène en amont plusieurs interrogations :

- Quels sont les principaux titres hybrides utilisés dans le monde ? Peut-on trouver des titres qui pourraient être similaires afin de faire des études comparatives ?
- Quelles sont les raisons qui conduisent les dirigeants à recourir aux instruments hybrides ?
- Pourquoi certaines sociétés dans certains secteurs y ont recours alors que d'autres relevant du même secteur ne s'en servent pas du tout ?
- Existe-t-il des phases de vie (croissance, fusion, restructuration ; etc.) durant lesquelles le recours à de tels instruments est plus fréquent ?
- Y-a-t-il des spécificités sectorielles à l'utilisation des titres hybrides ?
- Devrait-on dissocier dans la réflexion du normalisateur comptable, la situation des sociétés industrielles et de services, des sociétés relevant du secteur bancaire et assurantiel qui sont soumises à des contraintes réglementaires ?

Parmi les titres hybrides les plus utilisés dans le monde, les obligations convertibles sont les instruments les plus répandus tant en volume traité qu'en nombre de pays émetteurs. De ce fait, la littérature académique évoque trois grands champs explicatifs à l'utilisation des obligations convertibles (voir Dutortoir *et al.*, 2014) :

- Les études qui cherchent à comprendre les motivations des dirigeants à émettre des titres hybrides en général et des obligations convertibles en particulier. Les théories financières issues de l'approche néoclassique, ne fournissent aucune explication à ces titres complexes, les occultant même de leur champ. Il faut attendre les années 80-90 pour voir émerger quelques courants théoriques (Green, 1984 ; Mayers, 1988 ; Stein, 1992 ; Isagawa, 2000 ; etc.) visant une explication souvent parcellaire. Toutes ces théories tournent autour de la notion générale de gouvernance (Corporate Governance) et plus particulièrement d'asymétrie d'information, d'enracinement et de contrôle.
- Les études qui se focalisent sur les caractéristiques techniques des obligations convertibles et qui examinent les conséquences des clauses financières (mécanisme d'options, de *set-up*, etc.). La plupart de ces études occultent les mécanismes juridiques

et fiscaux qui sont pourtant fondamentaux car les comparaisons internationales sont complexes de ce point de vue.

- Les études qui comparent l'enrichissement des actionnaires/créanciers avec les divers instruments financiers et qui se positionnent plutôt du côté des investisseurs et non du côté des émetteurs (ce qui n'est pas la position de notre étude).

En conclusion, si l'on fait abstraction du cas particulier du secteur de la banque et de l'assurance qui est soumis à d'autres problématiques et contraintes, l'enjeu concernant la distinction entre les instruments de dettes ou de capitaux propres est d'un point de vue théorique, une question de contrôle et donc de gouvernance.

## **6. Bibliographie**

- Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J., Veld, C., (2014a), What we do and do not Know about Convertible Bond Financing? *Journal of Corporate Finance*, 24, p.3-20.
- Green, R., (1984), Investment Incentives, Debt, and Warrants, *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 115-136.
- Isagawa, N., (2000), Convertible Debt: An Effective Financial Instrument to Control Managerial Opportunism, *Review of Financial Economics*, 9, pp. 15-26.
- Mayers, D., (1998), Why Firms issue Convertible Bonds: the Matching of Financial and Real Investment Option, *Journal of Financial Economics*, 47, p. 83-102.
- Stein, J., (1992), Convertible Bond as "Back Door" Equity Financing, *Journal of Financial Economics*, 32, p. 3-21.

## 7. Annexe : explications et exemples de comptabilisation

Il est possible de mettre en exergue certains instruments financiers qui se différencient en matière d'enregistrement comptable entre les référentiels internationaux (IFRS) et français (PCG).

### Cas 1 : Groupe ACCOR – Document de référence 2017, p. 316-317

#### Comptes consolidés

<i>Passif (en millions d'euros)</i>	<i>Notes</i>	<i>Déc. 2016</i>	<i>Déc. 2017</i>
Capital	13	854	870
Primes et réserves	13	3 651	3 287
Résultat de l'exercice		265	441
Capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires		4 771	4 598
<b>Titres subordonnés à durée indéterminée</b>	<b>13</b>	<b>887</b>	<b>887</b>
Capitaux propres part Groupe		5 658	5 485
Intérêts minoritaires	13	267	341
Capitaux propres	13	5 925	5 826
Dettes financières à long terme	11	2 176	2 768
Dettes financières à court terme	11	733	237

#### 13.1.4 Titres subordonnés à durée indéterminée

Le 30 juin 2014, AccorHotels a réalisé une émission obligataire hybride perpétuelle d'un montant de 900 millions d'euros. Ces titres, d'une maturité perpétuelle, disposent d'une première option de remboursement le 30 juin 2020. Ils sont assortis d'un coupon à 4,125 % jusqu'à cette date, avec une réinitialisation du taux tous les 5 ans. Des clauses de « step-up » prévoient un ajustement du coupon de 25 bps en juin 2020 et de 275 bps en juin 2040. AccorHotels n'a une obligation de verser des coupons qu'en cas de versement de dividendes. En raison de ses caractéristiques propres, et conformément à la norme IAS 32, cette émission a été comptabilisée en capitaux propres pour un montant de 887 millions d'euros, net des frais d'émission. Les coupons éventuels versés au titre de ces instruments sont également comptabilisés en capitaux propres. Sur l'exercice 2017, la rémunération des porteurs s'est élevée à 37 millions d'euros.

Au 31 décembre 2017, la dette nette du Groupe s'établit à 1 888 millions d'euros et s'analyse comme suit : (en millions d'euros)

	<i>Déc. 2016</i>	<i>Déc. 2017</i>
Emprunts obligataires	2 635	2 748
Dettes bancaires	67	30
Dettes obligataire et bancaire	2 702	2 779
Autres dettes financières	172	202
Instruments dérivés passifs	34	24
<b>Dettes financières brute</b>	<b>2 908</b>	<b>3 005</b>
Dont part non courante	2 176	2 768
Dont part courante	733	237
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1 169	1 063
Autres actifs financiers courants	42	30
Instruments dérivés actifs	15	24
Actifs financiers	1 226	1 117
<b>DETTE NETTE</b>	<b>1 682</b>	<b>1 888</b>

## Comptes individuels

Passif (en millions d'euros)	Notes	Déc. 2016	Déc. 2017
Capital	(13-14)	854	870
Primes d'émission, de fusion	(13-14)	2 612	2 473
Réserve légale	(13)	71	71
Réserves réglementées	(13)	9	9
Autres réserves	(13-14)	11	11
Report à nouveau	(13)	-	-
Résultat de l'exercice	(13)	(9)	3 698
Provisions réglementées	(7-13)	8 –	
<b>Capitaux propres</b>		<b>3 556</b>	<b>7 132</b>
<b>Produits des émissions de titres participatifs</b>	<b>(15)</b>	<b>894</b>	<b>894</b>
<b>Autres fonds propres</b>		<b>894</b>	<b>894</b>
Provisions pour risques	(7)	49	68
Provisions pour charges	(7)	79	68
Provisions pour risques et charges		128	136
Autres Emprunts obligataires	(12-16-17)	2 594	2 564
Emprunts et dettes auprès des établ. de crédit	(12-17)	306	478
Emprunts et dettes financières divers	(12-17-19)	1 928	2 833

### Autres fonds propres

Conformément à sa politique d'accroissement et de pérennisation de ses ressources, Accor a procédé à la mise sur le marché d'une émission obligataire hybride perpétuelle de 900 millions d'euros en 2014. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l'initiative du Groupe avec une première possibilité le 30 juin 2020. (en millions d'euros).

Devises	Montant initial	TF/TV	Taux	Capital restant dû 31/12/2016	31 déc. 2017
Emp. Obligataire Hybride juin 2014	Euros 900	Fixe	4,125 %	900	900
Prime d'émission sur l'Emprunt Obligataire Hybride	Euros			(6)	(6)
<b>AUTRES FONDS PROPRES</b>				<b>894</b>	<b>894</b>

Ainsi le Groupe Accor a émis un TSDI de 900 M€ en valeur nominale, avec une prime d'émission de 6 M€. Le montant de 894 M€ apparaît en Autres Fonds Propres dans les comptes individuels de la mère selon le PCG alors qu'il est enregistré en comptes consolidés en IFRS en capitaux propres pour un montant de 887 M€.

Suite à la crise du Coronavirus, le conseil d'administration d'Accor a décidé le 2 avril 2020 de ne pas verser les 280 M€ de dividendes au titre de l'exercice 2019 et d'allouer 25 % de ce montant à un fonds pour aider ses salariés et franchisés. Par voie de conséquences, le groupe n'a aucune obligation de rémunérer le TSDI le 30 juin 2020 ni de faire un remboursement par anticipation de cet instrument. Les détenteurs du TSDI sont soumis à la décision du conseil d'administration. Il s'agit bien d'un contrat asymétrique entre émetteur et détenteur qui n'est autre qu'un instrument de gouvernance par la dette.

## Cas 2 : Groupe CASINO – Document de référence 2017, p. 117 à 154

### Comptes consolidés

Passifs (en millions d'euros)	Notes	2017	2016
Capital social	12.2	170	170
Primes, titres auto-détenus et autres réserves		7 414	8 280
<b>Capitaux propres part du Groupe</b>		<b>7 584</b>	<b>8 450</b>
Intérêts ne donnant pas le contrôle	12.7	5 473	5 990
Capitaux propres	12	13 057	14 440

### 12.5. TSSDI Comptes Consolidés p. 117

En début d'année 2005, le Groupe a émis 600 000 titres "super subordonnés" à durée indéterminée (TSSDI) représentant une valeur de 600 millions d'euros. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l'initiative du Groupe et sa rémunération est subordonnée au versement d'un dividende au titre des actions ordinaires au cours des 12 derniers mois. Ces titres portent intérêt au taux de *Constant Maturity Swap* à 10 ans + 100 bp (le taux ne peut pas excéder 9 %). En 2017, le coupon moyen s'est établi à 1,71 %.

Le Groupe a procédé le 18 octobre 2013 à la mise sur le marché d'une **émission obligataire hybride perpétuelle** de 750 millions d'euros portant sur 7 500 titres. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l'initiative du Groupe avec une première possibilité le 31 janvier 2019. Ces titres portent intérêt avec un coupon à 4,87 % jusqu'à cette date. Ce taux sera ensuite revu tous les cinq ans.

En raison de leurs caractéristiques particulières, de durée et de rémunération, **ces instruments sont classés en capitaux propres**, pour un montant de 1 350 millions d'euros. Les frais d'émission nets de l'effet d'impôt ont été imputés sur les capitaux propres.

### Comptes sociaux p. 141

#### Capitaux Propres et Passifs

(en millions d'euros)	Notes	2017	2016
<b>Capitaux propres</b>	<b>10</b>	<b>7 874,4</b>	<b>7 825,4</b>
<b>Autres fonds propres</b>	<b>11</b>	<b>1 350,0</b>	<b>1 350,0</b>
Provisions	12	200,9	236,7
Emprunts et dettes financières	13	6 215,2	6 887,4

### Note 11. Autres fonds propres p.154

Les titres "super subordonnés" à durée indéterminée (TSSDI) et l'émission obligataire hybride présentent les caractéristiques des "Autres fonds propres" :

- émis pour une durée indéterminée, ils n'ont pas de date de remboursement déterminée ;
- ils constituent des engagements directs, non assortis de sûretés, et subordonnés de dernier rang.

Les intérêts à payer sont présentés dans la rubrique "Dettes financières diverses".

Ainsi, les 1350 M€ (le TSDI de 600 M€ + l'obligation perpétuelle de 750 M€) sont lisibles dans les comptes sociaux directement dans la rubrique Autres Fonds Propres. Les capitaux propres ne s'élèvent alors qu'à 7874,4 M€.

En normes IFRS, les capitaux propres font apparaître un montant de 13 057 M€, dont 7 584 M€ de capitaux propres part du groupe. Les 1 350 M€ sont compris dans ce dernier montant.

### Cas 3 : Groupe ORPEA – Document de référence 2015, p.117 à 154

#### Comptes consolidés

(en milliers d'euros)

	Notes	31/12/2015	31/12/2014
<b>PASSIF</b>			
Capital		75 342	69 460
Réserves consolidées		1 356 321	1 081 919
Écart de réévaluation		251 223	225 812
Résultat de l'exercice		126 634	120 777
<b>Capitaux propres – part du Groupe</b>		<b>1 809 520</b>	<b>1 497 968</b>
Intérêts minoritaires		190	379
<b>Capitaux propres de l'ensemble consolidé</b>		<b>1 809 710</b>	<b>1 498 346</b>
Dettes financières à long terme		3 218 989	2 479 025
<b>Variation de la juste valeur du droit d'attribution de l'ORNANE</b>		<b>72 993</b>	<b>29 993</b>
Provisions		86 243	50 645
Provisions retraites et engagements assimilés		51 215	46 136
Passifs d'impôt différé		851 714	790 096
<b>Passif non courant</b>		<b>4 281 153</b>	<b>3 395 894</b>
Dettes financières à court terme		314 218	321 669
Provisions		23 241	19 177
Fournisseurs et comptes rattachés		254 137	234 217
Dettes fiscales et sociales		215 141	244 490
Passif d'impôt exigible			3 579
Autres dettes et comptes de régularisation		273 724	368 816
<b>Passif courant</b>		<b>1 080 460</b>	<b>1 191 947</b>

#### Document de référence 2015 - Emprunts obligataires p. 172

**OBSAAR** : La société ORPEA a procédé au cours du second semestre 2009 à l'émission d'un emprunt obligataire sous forme d'OBSAAR d'un montant nominal de 217 M€ et d'un montant net en IFRS de 209 M€ (212 M€ - 3 M€ de bons). Les BSAAR attachés aux obligations ont été valorisés à leur juste valeur et comptabilisé en capitaux propres pour 3 M€. Cet emprunt a été amorti en 2012 comme il le sera en 2013 à hauteur de 20 % du nominal l'an et en 2014 et 2015 à hauteur de 30 % l'an. Le taux de rémunération à l'émission est EURIBOR 3 mois + 137 points de base hors frais. À son échéance, le 14 août 2015 cet emprunt a été intégralement remboursé.

**OCEANE** : La société ORPEA a procédé au cours du second semestre 2010 à l'émission de 4 069 635 obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) au prix unitaire de 44,23 €, pour un montant nominal total de 180 M€ et d'un montant net en IFRS de 173 M€. L'option de conversion a été comptabilisée en capitaux propres pour 3 M€. La conversion de l'OCEANE a été réalisée le 4 février 2015, conduisant à l'émission de 4 536 588 actions nouvelles, soit une augmentation du soit une augmentation du capital de 5,7 M€ et 173,2 M€ de prime d'émission.

(en milliers d'euros)

	Nombre cumulé d'actions	Montant du capital	Réserves liées au capital
<b>Capital au 31/12/2014</b>	<b>55 567 893</b>	<b>69 460</b>	<b>476 121</b>
Affectation du résultat			(35 000)
Exercice BSAAR	169 210	212	5 828
Exercice OCEANE	4 536 588	5 671	173 226
Augmentation de capital			
<b>Capital au 31/12/2015</b>	<b>60 273 691</b>	<b>75 342</b>	<b>620 175</b>

**ORNANE** : Le 9 juillet 2013, ORPEA a procédé au lancement d'un emprunt sous forme d'Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (ORNANE) ayant pour date de jouissance le 17 juillet 2013 et pour échéance le 1er janvier 2020.

L'ORNANE a été décomposée en :

- un dérivé incorporé constitutif du droit d'attribution d'actions, et dont la variation de la juste valeur depuis l'initiation, qui impacte le compte de résultat, est comptabilisée dans une rubrique bilantielle dédiée ;
- une dette financière comptabilisée au coût amorti sur la base de son taux d'intérêt effectif.

Le montant nominal de l'emprunt s'élève à 198 M€, soit 4 260 631 obligations d'une valeur nominale unitaire de 46,56 €. Les obligations portent intérêt au taux fixe de 1,75 % l'an sur toute la durée de l'emprunt, payable semestriellement à terme échu.

Le contrat d'ORNANE offre aux obligataires la possibilité d'obtenir la conversion de leurs obligations en numéraire ou en actions nouvelles, selon les conditions énumérées dans la note d'opération, à compter de la date d'émission et jusqu'au 18e jour de bourse (exclu) précédant le 1er janvier. Toutefois, ORPEA peut exercer un droit de remboursement anticipé si le cours de l'action excède de 130 % de la valeur nominale de l'obligation, mais uniquement à compter du 1er février 2017.

**Le droit d'attribution constitue un dérivé selon la norme IAS 39 dont la variation de la juste valeur doit être comptabilisée au compte de résultat.** En effet, ORPEA bénéficie d'une option d'achat sur ses propres titres en cas de dépassement du seuil de 130 % du cours de référence, mais sur une période d'exercice plus limitée et l'obligataire, bénéficiant en cas de remboursement anticipé à l'initiative d'ORPEA d'un droit d'exercice, est titulaire d'une option d'achat croisée lui permettant de sécuriser son gain.

Le contrat prévoit également des mécanismes classiques anti-dilution en cas d'augmentation de capital, de distributions de réserves (y compris des résultats des périodes 2012-2018), etc.

#### Variations de la juste valeur du droit d'attribution d'actions de l'ORNANE

La variation de la juste valeur du droit d'attribution d'actions de l'ORNANE depuis l'initiation évolue comme suit :

(en milliers d'euros)

Variation sur 2013	4 893
Variation sur 2014	25 100
Variation sur 2015	43 000
<b>Variation totale depuis l'initiation</b>	<b>72 993</b>

Au 31 décembre 2015, la variation de juste valeur comptabilisée en résultat financier s'élève à 43 M€. Sur la base des données au 31 décembre 2015, une variation de +/- 10 % du cours du titre ORPEA induirait une variation de la valorisation de l'option de +/- 7 M€ qui affecterait le compte de résultat. Si l'option venait à être exercée, en cas de franchissement du strike, elle donnerait lieu à attribution d'actions. Ces variations n'ont pas d'impact cash.

#### Autres emprunts obligataires :

En 2014, le Groupe a également procédé à l'émission d'un emprunt de type *Schuldscheindarlehen* pour un montant de 203 M€ et d'un emprunt obligataire sur le marché Euro PP avec émission de 520 obligations au prix unitaire de 100 000 €. Cet emprunt est remboursable *in fine* au 31 juillet 2021. En juillet 2015, le Groupe a émis de nouveaux emprunts de type *Schuldscheindarlehen* pour un montant de 350 M€.

## Cas 4 : URW (Unibail Rodamco Westfield), Document de référence 2017

### COMPTES CONSOLIDES

<b>Capitaux propres</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
(Part des Propriétaires de la société mère)	18 916,2	17 465,3
Capital	499,3	497,0
Primes d'émission	6 470,7	6 402,3
<b>Obligations Remboursables en Actions (ORA)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>
Réserves consolidées	9 715,9	8 349,3
Réserves de couverture et de change	(210,3)	(193,4)
Résultat consolidé	2 439,5	2 409,0
Participations ne donnant pas le contrôle	3 777,0	3 554,4
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>22 693,2</b>	<b>21 019,7</b>
<b>Passifs non courants</b>	<b>16 851,6</b>	<b>16 209,9</b>
Part non courante des engagements d'achat de titres de participations ne donnant pas le contrôle	-	40,9
Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (ORNANES)	1 020,5	1 049,4

Le détail des ORNANES au 31 décembre 2017 est présenté dans le tableau ci-dessous (M€)

	<i>Dettes à la JV</i>	<i>JV au compte de résultat</i>
ORNANES émises en 2012	0,3	1,6
ORNANES émises en 2014	525,3	23,2
ORNANES émises en 2015	495,2	(3,7)
<b>TOTAL</b>	<b>1 020,8</b>	<b>21,1</b>

### Comptes sociaux

<i>PASSIF (K€)</i>	<i>31/12/2017</i>	<i>31/12/2016</i>
<b>Capitaux propres</b>	<b>9 106 658</b>	<b>8 862 561</b>
Capital social	499 283	496 969
Primes d'émission, de fusion, d'apport	6 470 720	6 402 265
Réserve légale	49 697	49 347
Autres réserves	27 314	27 314
Report à nouveau	867 814	1 343 299
Résultat de l'exercice	1 191 830	543 367
<b>Autres fonds propres</b>	<b>1 150</b>	<b>1 161</b>
<b>Obligations remboursables en actions</b>	<b>1 150</b>	<b>1 161</b>
Provisions pour risques et charges	75 783	88 640
Dettes	16 086 932	15 452 396
Emprunts obligataires convertibles	1 000 276	1 007 841
Autres emprunts obligataires	10 855 110	9 769 379
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	104 213	102 527
<b>NOTE AUTRES FONDS PROPRES (K€)</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>
Obligations remboursables en actions	1 150	1 161
<b>TOTAL</b>	<b>1 150</b>	<b>1 161</b>

Suite à l'offre publique d'échange entre Unibail-Rodamco SE et Rodamco Europe BV, la société Unibail-Rodamco SE a émis 9 363 708 obligations remboursables en actions (ORA) à

196,60 euros (CA du 21 juin 2007) en rémunération des actions Rodamco Europe BV. Chaque ORA d'Unibail-Rodamco SE a été émise pour sa valeur nominale, soit une valeur unitaire équivalente à celle des actions Unibail-Rodamco SE émises en échange des actions Rodamco. En 2017, 59 ORAs ont été remboursées soit un total de 9 357 861 remboursements depuis l'émission. Le solde des ORAs en circulation au 31 décembre 2017 est de 5 847, remboursables en 7 309 actions

## Cas 5 : SOLVAY, Document de référence 2018, p. 259

### Obligations hybrides perpétuelles

Pour renforcer sa structure de capital, Solvay a émis des obligations perpétuelles super subordonnées sans date (« obligations hybrides perpétuelles ») de 1,2 milliard d'euros (1 194 millions d'euros nets de frais d'émission) en 2013 suite à l'acquisition de Chemlogics, de 1,0 milliard d'euros (994 millions d'euros nets de frais d'émission) en 2015 pour le financement de l'acquisition de Cytec, et de 300 millions d'euros (298 millions d'euros nets de frais d'émission) en novembre 2018.

Toutes les obligations hybrides perpétuelles sont classées en capitaux propres, étant donné l'absence d'obligation contractuelle inévitable de rembourser le principal et les intérêts, en particulier : aucune échéance, bien que l'émetteur dispose d'une option de rachat à chaque date de révision pour racheter l'instrument ; les paiements des intérêts peuvent être indéfiniment différés à la discrétion de l'émetteur. Les coupons liés aux obligations hybrides perpétuelles sont comptabilisés comme des opérations de capitaux propres et déduits des capitaux propres à leur déclaration :

- ils s'élèvent à 57 millions d'euros en 2018 contre 57 millions d'euros en 2017 pour l'émission de 1,2 milliard d'euros de 2013 (700 millions d'euros NC5.5 à 4,199 % et 500 millions d'euros NC10 à 5,425 %) ;
- ils s'élèvent à 55 millions d'euros en 2018 contre 55 millions d'euros en 2017 pour l'émission de 1,0 milliard d'euros de 2015 (500 millions d'euros NC5.5 à 5,118 % et 500 millions d'euros NC8.5 à 5,869 %).

Si Solvay avait choisi de ne pas payer d'intérêts aux détenteurs des obligations hybrides perpétuelles, tout paiement de dividende aux détenteurs d'actions ordinaires ou remboursement d'actions ordinaires aurait fait naître une obligation contractuelle de payer des intérêts précédemment non payés aux détenteurs des obligations hybrides perpétuelles.

Les impacts fiscaux liés aux obligations hybrides perpétuelles sont comptabilisés directement en capitaux propres.

## Cas 6 : Renault, Document de référence 2012 et 2018

### Titres participatifs

#### Document de référence 2012, p. 215 et 238

Les titres participatifs émis en octobre 1983 et en avril 1984 par Renault SA sont des titres perpétuels subordonnés. Ils font l'objet d'une rémunération annuelle d'un minimum de 9 %, composée d'une partie fixe égale à 6,75 % et d'une partie variable, fonction de l'évolution du chiffre d'affaires consolidé. Selon la norme IAS 39, la clause de rémunération variable des titres participatifs représente un dérivé incorporé. L'évaluation séparée de ce dérivé n'étant pas possible, le Groupe évalue donc à **la juste valeur l'intégralité des titres participatifs**. La juste valeur est la valeur de marché.

#### Document de référence 2018, p. 347

Après réexamen des modalités de comptabilisation des titres participatifs détenus par Renault SA dans le contexte de l'application de la nouvelle norme IFRS 9, il a été décidé de **procéder à un changement de méthode comptable volontaire**. Si les textes applicables selon IAS 39 ont été repris sans changement dans le cadre du passage à la norme IFRS 9, cette dernière norme introduit cependant l'obligation d'extraire, pour les instruments évalués à la juste valeur par résultat, la part de variation liée au risque de crédit propre de l'émetteur et de comptabiliser celle-ci en capitaux propres.

Compte tenu du caractère perpétuel et des caractéristiques des titres participatifs, il n'a pas été possible d'identifier de façon fiable et cohérente au sein de la juste valeur de ces titres cotés la simple composante de risque de crédit propre.

Les caractéristiques de rémunération de ces titres n'interdisent pas leur comptabilisation au coût amorti. En effet, la rémunération des titres participatifs intègre une indexation sur le chiffre d'affaires de Renault qui peut être analysée comme un dérivé ou non, suivant l'analyse faite de cette indexation comme une variable financière ou non, le choix entre ces deux alternatives étant un choix de méthode comptable. Lors de la première application du référentiel IFRS en 2005, le choix avait été fait de considérer l'indexation comme une donnée financière et les titres participatifs avaient été comptabilisés en juste valeur par résultat pour leur intégralité sans séparation du dérivé incorporé.

Il a été décidé d'opter à compter du 1er janvier 2018 pour la deuxième méthode (*i.e.* le chiffre d'affaires est considéré comme une variable non financière) et de **comptabiliser en conséquence les titres au coût amorti**. Le coût amorti a été obtenu en actualisant les coupons d'intérêts prévisionnels des titres participatifs au taux d'intérêt effectif des emprunts. Il a été considéré que le taux de rémunération contractuel minimum des titres, à savoir 9 %, était rétrospectivement la meilleure estimation du taux d'intérêt effectif à la date d'émission (1983 et 1984). L'indexation est désormais intégrée dans l'estimation du taux d'intérêt effectif avec une ré-estimation périodique du coût amorti selon B 5.4.6 d'IFRS 9 qui sera comptabilisée en résultat financier.

Ce changement volontaire de méthode comptable se justifie dans la mesure où nous ne pouvons pas déterminer la part de la variation de juste valeur correspondant au risque de crédit propre de l'émetteur, que nous n'avons identifié aucun autre émetteur de ce type d'instrument ayant retenu la comptabilisation à la juste valeur par le résultat et qu'il n'apparaît pas possible de rationaliser l'évolution de la valeur boursière de cet instrument avec l'évolution des sous-jacents. Il permettra une plus grande lisibilité du résultat financier et une meilleure comparabilité avec les autres émetteurs de ce type d'instrument.

S'agissant d'un changement de méthode volontaire, la période comparative 2017 est également modifiée ainsi que l'indicateur interne d'endettement financier net de l'Automobile (cf. 4.2.6.1.A4). La valeur comptable de ces **instruments de dette** comptabilisée au 31 décembre 2017 a été recalculée au 1er janvier 2017 et devient dans l'état de la situation financière le coût amorti de l'instrument de dette.

## Comptes consolidés

Passifs financiers (en M€)	31/12/ 2018	31/12/2017 ajusté	31/12/2017 non retraité
Titres participatifs Renault SA	277	273	554
Emprunts obligataires	5 246	4704	4704
Dette financière en JV des TP	479	554	554
Cours de bourse des TP	601 €	695 €	695 €

*Le montant des TP est de 554 M€ au 31/12/2017 avant retraitement ; le montant devient 273 M€ au 31/12/2017 après retraitement selon IFRS 9. On a un écart : 554 et 273 = 281 M€*

*Cela se traduit par une diminution de 281 M€ de dettes financières et par une augmentation des capitaux propres de 237 M€ (les 44 M€ d'écarts sont traités comme des impôts différés actifs)*

Les titres participatifs sont désormais comptabilisés selon la méthode du coût amorti tandis qu'ils étaient précédemment comptabilisés à la juste valeur par résultat (application du cours de Bourse à chaque date de clôture)

## Comptes individuels de Renault SA

p. 427 Document de référence 2018

Les titres participatifs sont comptabilisés en **autres fonds propres** à leur valeur nominale et ne font l'objet d'aucune réévaluation. Ils apparaissent dans les comptes de la SA Renault pour 130 M€ en 2017 et 2018

## BILAN PASSIF

*(en millions d'euros)*

	2018	2017
Capital 1 127 1 127		
Primes d'émission	4 782	4 782
Écart d'équivalence	5 901	5 672
Réserves légale et réglementées	113	113
Report à nouveau	8 173	8 263
Résultat de l'exercice	1 726	937
CAPITAUX PROPRES	21 822	20 894
<b>AUTRES FONDS PROPRES</b>	<b>130</b>	<b>130</b>
PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES	382	354
Emprunts obligataires	5 240	4 667

## Cas 7 : Axa, Document de référence 2018 p. 94

Le montant de dette hybride éligible au niveau 1 ne doit pas excéder 20 % du montant total des éléments de niveau 1.

### DESCRIPTIF DES OBLIGATIONS SUBORDONNÉES ÉMISES PAR LE GROUPE

Les obligations subordonnées émises par la Société sont prises en compte dans les fonds propres éligibles. Les obligations subordonnées émises depuis le 18 janvier 2015 ont été structurées pour être éligibles en fonds propres réglementaires en application de la réglementation Solvabilité II. Les obligations subordonnées émises avant le 18 janvier 2015 bénéficient pour la plupart des clauses de transition prévues par la Directive 2014/51/CE (Omnibus II) dans la mesure où ces instruments étaient précédemment éligibles sous le régime Solvabilité I et ont été émis avant la date d'entrée en vigueur du Règlement délégué (UE) 2015/35.

La Société a émis des **obligations subordonnées à durée déterminée (« TSR »)**, des **obligations subordonnées à durée indéterminée (« TSDI »)** et des **obligations super-subordonnées à durée indéterminée (« TSS »)**. Ces obligations contiennent des clauses ayant pour objectif de permettre à la Société de poursuivre son activité en cas de détérioration de sa situation financière.

Certains TSR comprennent des clauses permettant ou imposant à la Société de différer le paiement des intérêts. De plus, le remboursement de certains TSR à l'échéance est sujet à (i) l'approbation préalable de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») et (ii) l'absence d'événement (a) ne permettant pas au niveau de fonds propres de la Société et/ou du Groupe de satisfaire aux exigences réglementaires ou (b) qui au regard de la situation financière de la Société, lui imposerait de prendre des mesures spécifiques quant aux paiements dus au titre des TSR ou (c) affectant de manière défavorable la capacité de règlement des sinistres de ses filiales d'assurance.

En ce qui concerne les TSDI, la Société, dans certains cas, peut et, dans d'autres cas, doit suspendre le paiement des intérêts sous certaines conditions (par exemple aucun dividende déclaré ou payé sur les actions ordinaires lors de la précédente Assemblée Générale des actionnaires, une demande d'un régulateur au Groupe ou à l'une de ses principales filiales d'assurance de restaurer leur niveau de solvabilité). Le paiement de ces intérêts peut, dans certains cas, être dû (par exemple paiement d'un dividende, notification de la fin de la demande de restauration de la solvabilité, liquidation de la Société, remboursement du TSDI, etc.).

# ***Titres hybrides et référentiels comptables : une comparaison internationale***

**Résumé** : Ce papier est la version liminaire d'un contrat de recherche avec l'ANC sur la distinction entre capitaux propres et dettes. En marge du projet *Financial Instruments with Characteristics of Equity (FICE)* de l'IASB, il propose une revue des schémas juridiques, fiscaux et comptables de cinq pays actifs sur le marché des titres hybrides : Australie, Canada, Etats-Unis, France, Royaume-Uni. Suite à un état des lieux de leurs qualifications juridiques et fiscales, nous effectuons une étude comparative des méthodes de classement comptable et de leur valorisation. Nous en concluons que les US GAAP offrent le schéma comptable des titres hybrides le plus détaillé. Nous préconisons à l'IASB pour son projet FICE de réfléchir à la mise en œuvre d'une catégorie mezzanine pour classer les instruments financiers hybrides composés.

## **Classification JEL** :

Normes comptables – IFRS — Dettes –  
Fonds propres – Mezzanine

**Abstract** This paper is a preliminary version of a research contract supported by ANC related to the distinction between equity and debt. In line with the IASB project on Financial Instruments with Characteristics of equity (FICE), we undertake a comprehensive study of the legal, fiscal and accounting framework applied to hybrid securities among five representative countries: Australia, Canada, USA, France, United Kingdom. Having explained their domestic legal and tax qualifications, we compare the methods of their accounting classification and their valuation used. We conclude that the US GAAP offers the more detailed scheme for accounting hybrid securities. We thus recommend to the IASB for its FICE project the implementation of a mezzanine category in order to classify compound hybrid securities.

## **JEL Classification**:

Accounting standards – IFRS – Debt –  
Equity - Mezzanine

## 1. Introduction

De nos jours, une entreprise souhaitant recourir au marché obligataire afin de se financer aura tout intérêt à surveiller de près son niveau d'endettement. Un niveau de dettes trop élevé pourra avoir une influence négative sur sa notation (« rating »), la contraignant à augmenter le taux de rémunération attendu par les investisseurs. Les agences de notation telles que Standard and Poor's (S&P) considèrent généralement que 50% de l'encours d'une obligation hybride peut être assimilé à du capital (*equity*) (S&P, 2008). Ainsi, la dette contractée par l'émetteur ne fera augmenter son niveau d'endettement qu'à concurrence de la moitié de l'encours. Cet exemple simplifié illustre comment les entreprises peuvent utiliser les titres hybrides sans trop alourdir leur niveau d'endettement. Ces titres hybrides « à mi-chemin entre l'apport en société et la créance externe » (Geninet, 1987, p.41) font de l'actionnaire un bailleur de fonds et de l'investisseur un quasi-associé. Par ailleurs, pour répondre aux exigences des actionnaires relatives à l'amélioration de rendement dans un contexte de taux d'intérêt bas (Ragot et Thimann 2016)<sup>4</sup>, une des solutions pour les entreprises consiste à émettre davantage de titres hybrides pour augmenter les rendements offerts aux actionnaires.

Les raisons qui conduisent à émettre des titres hybrides sont variées et génèrent différents montages juridiques, fiscaux et financiers. Selon Aberbach (2009), ces titres hybrides bénéficient aux investisseurs dans la mesure où ils leur fournissent une protection en cas de banqueroute par rapport aux actions ordinaires. Ils offrent par ailleurs très souvent un rendement plus élevé que les titres de dettes classiques en permettant la déductibilité fiscale des intérêts et en évitant la dilution des actionnaires existants (Gissingner 2006). Les titres hybrides tels que les obligations convertibles constituent également un sujet de recherche controversé en finance d'entreprise car ils dépendent de l'environnement juridique, fiscal et comptable du pays d'émission (Dutordoir et al., 2014). Parallèlement, suite à la crise financière et à la mise en place de nouvelles réglementations bancaires, les enjeux juridiques, fiscaux et comptables des titres hybrides se sont complexifiés.

Il semble aujourd'hui possible d'apporter des réponses nouvelles sur le plan de la théorie financière aux financements par titres hybrides d'entités particulières telles que les établissements financiers soumis à des contraintes réglementaires. En revanche, il subsiste un

---

<sup>4</sup> « Le coût des fonds propres (rémunération exigée par les actionnaires) a cessé de diminuer en 2015 et se situe nettement au-dessus du rendement des fonds propres ce qui traduit une inquiétude des actionnaires sur la pérennité des modèles d'affaires actuels ». (Ragot et Thimann, 2016, p.216)

flou sur leur traitement juridique et fiscal. Dans ce cadre, le projet *Financial Instruments with Characteristics of Equity* (FICE), en cours de ratification par l'IASB, mérite une attention particulière pour deux raisons. D'une part, le souci d'amélioration des réglementations financières et bancaires concernant les émissions des titres hybrides occupent de plus en plus d'importance chez le régulateur. Dans un contexte international, ces réformes financières et comptables confirment la pertinence d'analyser l'intérêt économique de ces titres hybrides à travers la confrontation des principaux marchés concernés. D'autre part, cette évolution requiert d'étudier auparavant comment les modes de comptabilisation varient d'une législation à une autre. Au niveau du Royaume-Uni, le *Companies Act* (CA) de 2006 a établi une approche très juridique pour distinguer le capital en actions (fonds propres) du capital emprunté (dettes). Le capital emprunté, formé par les dettes, doit reposer sur des accords purement contractuels : il n'est pas considéré comme donnant accès à des droits d'actionnaires (sauf mention express). Cette distinction entre dettes et fonds propres n'a pas empêché toutefois le législateur britannique de laisser aux émetteurs une grande liberté de manœuvre en ce qui concerne la création d'instruments financiers hybrides. Le fait que l'autonomie et la flexibilité des parties soient l'un des piliers de la gouvernance des entreprises (Davies et Rickford, 2008) mène à une conception fondamentalement différente des instruments hybrides de celles des autres pays européens. En effet, si l'exercice du droit de conversion des obligations convertibles est une option offerte au détenteur de dette convertible, cette dernière sera traitée comptablement comme une dette ordinaire. Si la conversion est obligatoire, le classement en fonds propres devient néanmoins possible, même si cela se fait au détriment de la structure de risque de l'instrument de dette hybride. En outre, l'enregistrement comptable d'un tel instrument financier composé a subi d'importants changements depuis le remplacement de la norme FRS 25 par FRS 102 en 2015 qui s'aligne sur les recommandations de la norme IAS 32 *Financial Instruments: Presentation*. Toutefois, IAS 32 repose sur une définition générale de l'instrument financier qui « est un instrument de capitaux propres si et seulement si l'émetteur n'a aucune obligation contractuelle de remettre de la trésorerie ou un autre actif financier à des conditions qui lui seraient potentiellement défavorables ». Dès lors, les obligations perpétuelles non remboursables avec des paiements de coupons qui peuvent être différés à l'initiative de l'émetteur seront classées en capitaux propres. Or, un tel traitement comptable est-il réellement conforme à la réalité économique ?

Le doute paraît permis au sens où les agences de notation retiendront une approche plus basée sur les risques en considérant les obligations perpétuelles comme des quasi fonds propres

enregistrées pour moitié dans les capitaux propres (pas plutôt directement en dettes dans le projet FICE ?). Y aurait-il une faille dans le raisonnement de l'IASB si l'obligation de rembourser n'est qu'économique ? Au niveau national, c'est-à-dire au niveau du pays d'émission, quelles sont les bases du traitement comptable des titres hybrides à appliquer, si celles-ci sont formalisées ?

Si certains titres hybrides sont mieux compris que d'autres à ce jour (Dutordoir et *al.*, 2014), leur grande diversité et leur complexité interdisent toute généralisation d'explication et de réponse à ces questions. En outre, leur pluralité crée des divergences voire des incohérences au niveau du reporting dans les états financiers des comptes de groupe. Sachant que leurs structures financières peuvent être impactées par des modifications dans les normes comptables qu'elles appliquent, l'objectif de ce papier est d'examiner en détail les enjeux liés à la comptabilisation des titres hybrides au sein des principales économies développées.

Effectivement, même si les US GAAP, les IFRS ou les normes comptables nationales ont convergé au cours des dernières années, elles retiennent des définitions et surtout des mécanismes de comptabilité différents qui conduisent les sociétés à réaliser des arbitrages financiers différents selon le champ normatif qui est le leur. Par exemple, les US GAAP ont toujours attaché beaucoup d'importance à la distinction capitaux propres/dettes et ont privilégié historiquement, en cas de doute, la classification en dettes. De nombreux instruments classés en capitaux propres en IFRS sont ainsi considérés comme de la dette en US GAAP. Le cas des obligations perpétuelles est éclairant car selon la norme SFAS 150<sup>5</sup>, les paiements d'intérêts effectués sont considérés comme contenant une part de remboursement du principal. Si cette approche paraît adaptée pour les obligations dites perpétuelles, elle trouve ses limites en matière d'obligations convertibles. Ces obligations, pouvant être réglées contre une remise de trésorerie, peuvent être traitées comme un cas spécifique<sup>6</sup>, en étant scindées en une composante dette et une composante de fonds propres. Dans ce cas, les composantes seront soumises à la comptabilisation séparée à la juste valeur (APB 14-1)<sup>7</sup>. Ce traitement rejoint celui préconisé par IAS 32 au sens où un instrument financier composé<sup>8</sup>, ayant des composantes de dettes et de

---

<sup>5</sup> SFAS 150 "Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity"

<sup>6</sup> EITF 90-19: « Convertible Bonds with Issuer Option to Settle for Cash upon Conversion ».

<sup>7</sup> APB14-1 "Accounting for Convertible Debt Instruments That May Be Settled in Cash upon Conversion (Including Partial Cash Settlement)"

<sup>8</sup> Il s'agit par exemple des actions préférentielles avec option de rachat « *redeemable preferred stock* », dont les dividendes sont versés uniquement à la discrétion de l'émetteur ou les différents types d'obligations convertibles.

capitaux propres, doit avoir une comptabilisation distincte pour chaque composante. La composante de dettes est reconnue à la juste valeur, calculée à travers l'actualisation des flux de trésorerie à un taux du marché pour les instruments de dettes similaires. Quant à la composante des capitaux propres, elle est mesurée comme un montant résiduel, par différence entre la valeur nominale et la valeur actualisée.

En écho au projet *FICE* mené par l'IASB et à la vue de l'importance du classement des titres hybrides en fonds propres ou en dettes pour les sociétés, notre papier propose une étude préalable des différents schémas juridiques, fiscaux et comptables de cinq pays représentatifs : Australie, Canada, Etats-Unis, France, Royaume Uni organisée en deux grands axes :

- le recours au financement hybride est analysé à travers un état des lieux juridiques et fiscaux adoptées par chaque pays. La question de la fiscalité à travers la déductibilité des intérêts des financements hybrides se pose immédiatement ;

- un comparatif des textes comptables australiens, américains, britanniques, français, canadiens, traitant la question de l'enregistrement comptable des instruments hybrides va permettre d'évaluer les disparités des structures financières des firmes.

La suite de ce papier est organisée de la manière suivante. La section suivante offre un panorama du marché des titres hybrides dans un contexte international. La troisième section dresse une typologie des différents titres hybrides utilisés, en abordant une double perspective juridique et fiscale. Un constat sur le mode de comptabilisation au niveau des cinq pays sélectionnés (Australie, Canada, Etats Unis, France, Royaume Uni) est présenté dans une quatrième section. Enfin, la cinquième section conclut le papier en proposant la mise en place d'une catégorie intermédiaire dite « mezzanine » afin d'aboutir à davantage d'harmonisation dans le traitement comptable des instruments financiers hybrides.

## **2. Présentation générale du marché des titres hybrides**

Les titres hybrides ont connu une croissance considérable depuis les années 90 (+400% en dix ans)<sup>9</sup> en particulier sur les marchés américain et européen. Leur histoire peut être scindée en deux périodes, avant et après la crise financière de 2008 (Eiger *et al.* 2015). En 2008/2009, très peu d'émissions ont eues lieu en Europe en raison d'une crainte de faillite des institutions

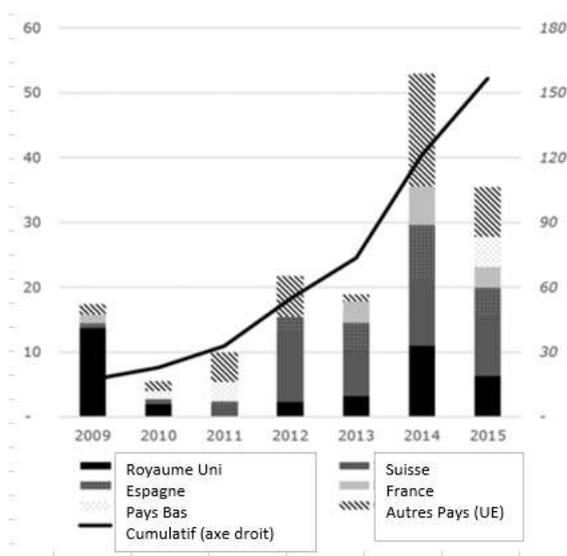
---

<sup>9</sup> D'après Deutsche Bank Securities [www.dbconvertibles.com](http://www.dbconvertibles.com), Stefanini (2006).

financières. Après la crise financière, la valeur des émissions des titres hybrides a de nouveau pris un rythme accéléré pour toutes les formes d'organisations.

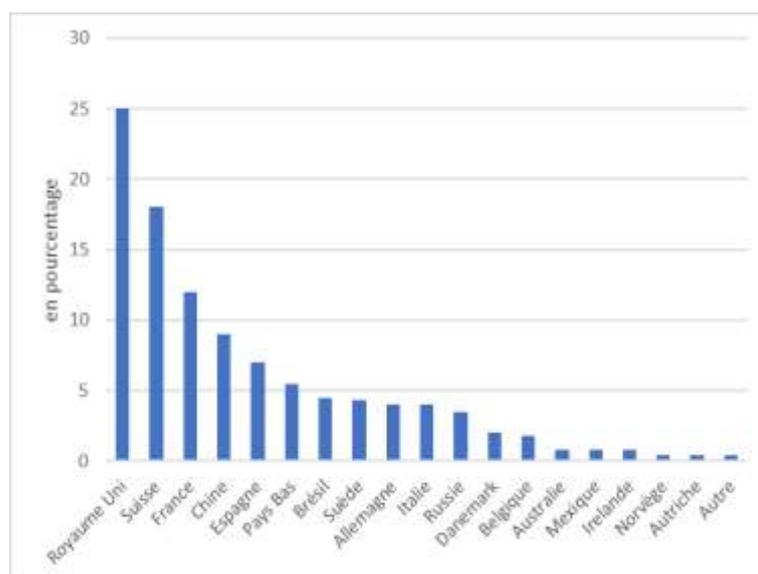
Comme le montrent les graphiques 1 et 2, les obligations convertibles contingentes (*Contingent Convertible bonds : Cocos*), dont les émissions sont en croissance depuis 2009, témoignent d'un grand intérêt pour les banques européennes, notamment britanniques espagnoles et françaises. Au croisement des obligations et des actions, les Cocos aident les banques à renforcer leur capital réglementaire pour répondre aux contraintes plus strictes en matière de fonds propres. Ces obligations, contrairement aux obligations classiques, sont converties en actions au cas où un événement précis survient, par exemple en cas de détérioration du ratio *Core Tier 1 ratio* (Attia et Fleuret, 2011).

**Graphique 1** – Emissions des obligations convertibles contingentes européennes (2009-2015)



Source : Boermans et Van Wijnbergen (2017)

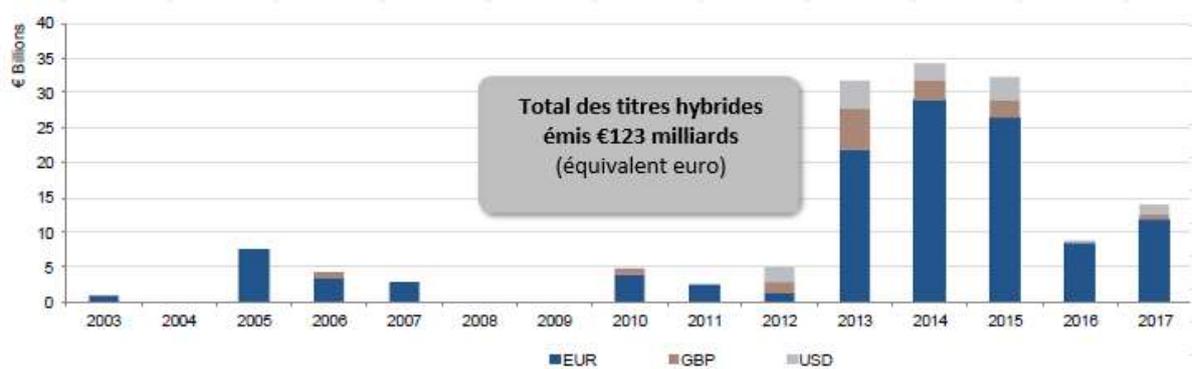
**Graphique 2 - Répartition des émissions des CoCos (2009-2015)**



Source : PIMCO

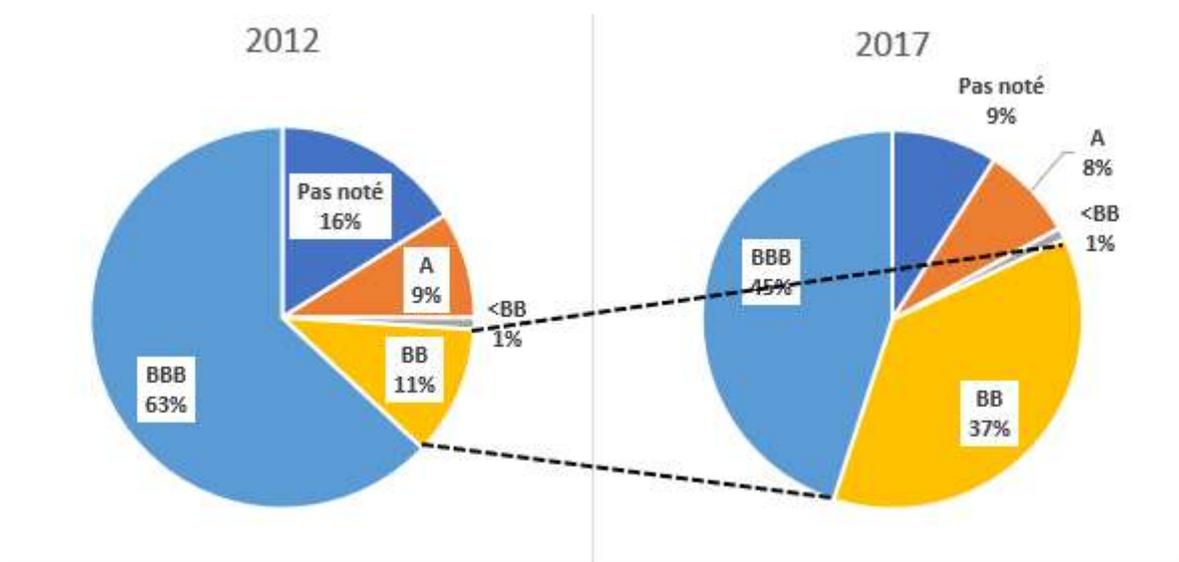
Selon Dealogic (in Bolger, 2015), les émissions des titres hybrides par les entreprises européennes non financières se sont élevées à €38 milliards en 2014 en comparaison à €351 millions en 2008. Cette évolution est également marquée par une absence d'émissions autour de l'activité financière (cf. graphique 3). Comme l'atteste le graphique 4, cette absence a été remédiée par une croissance conséquente des émissions à partir de 2010 ainsi que l'amélioration de la notation accordée à ces titres hybrides par les agences notation.

**Graphique 3 – Les émissions des titres hybrides par les entreprises en Europe**



Source : Bloomberg, Société Générale Cross Asset Research

**Graphique 4** – Evolution de la notation des titres hybrides européens entre 2012 et 2017



Source : Bloomberg, Société Générale Cross Asset Research

Cette croissance ne se limite pas à une zone géographique. A travers un échantillon de plus de 3000 observations étalées sur 10 pays, Flores *et al.* (2016) estiment des émissions de titres hybrides à hauteur de 39,7 milliards d’euros entre 2005 et 2015 (voir tableau 1).

**Tableau 1.** Montants d’émission des titres hybrides entre 2005-2015

Autriche	€ 923,498,246
Australie	€ 10,648,648,650
France	€ 20,479,260,331
Allemagne	€ 3,800,095,041
Hong Kong	€ 6,322,314,050
Luxembourg	€ 537,190,083
Pays-Bas	€ 1,180,272,727
Singapore	€ 1,546,791,953
Espagne	€ 2,393,946,397
Suisse	€ 1,648,068,079
<b>Total</b>	<b>€ 49,480,085,557</b>

Source : ASX Hybrids Market update, Flores *et al.* (2016)

Fait notable, la comptabilisation des titres hybrides avec la mise en place d'IAS 32 a en Australie contribué à l'essor du marché des titres hybrides permettant au marché australien de tripler de volume entre 2005 à 2015. (MacKenzie, 2006 ; Carlin *et al.*, 2006). Si les titres à revenus fixes (*income securities*)<sup>10</sup> étaient la forme dominante des titres hybrides jusqu'au début des années 2000 (Carlin *et al.*, 2006), les actions préférentielles et obligations convertibles avec ou sans clause de réinitialisation<sup>11</sup> dominant maintenant très largement.

### 3. Typologie des titres hybrides : une perspective juridique et fiscale

Lors du choix de classification d'un instrument financier hybride entre fonds propres et dettes, une attention doit être portée avant tout à la finalité économique sous-jacente. Par exemple, si l'exercice du droit de conversion est une option offerte au détenteur d'une dette convertible, cette dernière sera traitée comme un passif ordinaire, au motif que cela permet à l'investisseur de participer à la hausse de la valeur des capitaux propres et à l'émetteur d'économiser des liquidités en payant un coupon moindre. Si la conversion est obligatoire, le classement en fonds propres devient possible, même si cela se fait au détriment de la structure de risque de l'instrument de dette hybride. Pour autant, l'influence de la qualification juridique des instruments hybrides par rapport à leur traitement comptable et fiscal est loin d'être neutre (Barsch 2012).

En France, pour qu'un instrument soit qualifié de dettes il faut qu'à l'échéance il soit fait livraison de trésorerie ou d'un autre actif financier. Sur le marché américain, les définitions officielles des titres hybrides renvoient à la définition des titres convertibles. Selon la SEC, un instrument convertible « *Convertible Security* », est un instrument financier (souvent une obligation ou une action de préférence) qui peut être converti contre un autre type d'instrument financier (typiquement des actions ordinaires de la société émettrice). L'avantage majeur pour les entreprises émettrices provient du fait que les coupons ou dividendes sont d'un montant faible en comparaison des instruments financiers non convertibles. La faiblesse du taux d'intérêt résulte de la valeur de l'option de conversion que propose l'entreprise émettrice. Dans

---

<sup>10</sup> Les titres financiers à revenus fixes sont des titres perpétuels avec paiement d'intérêt ou de coupons à intervalles réguliers, qui ne sont remboursables que si l'émetteur exerce l'option de remboursement. Autrement dit, le caractère perpétuel de ces titres fait qu'ils ressemblent à des titres de propriété.

<sup>11</sup> Sont incluses dans cette catégorie composite, cinq types de titres hybrides à savoir : Stapled Exchangeable Preferred Securities (StEPS), Convertible Adjustable Rate Securities (CARS), Subordinated Adjustable Income Non-Refundable Tier 1 Securities (SAINTS), Preferred to Ordinary With Exchange and Reset Securities (POWERS), Floating IPO Exchangeable Reset Securities (FLIERS) (voir Carlin *et al.*, 2006).

la plupart des cas, le détenteur de l'instrument convertible décide le moment de la conversion. Dans d'autres situations, l'entreprise émettrice dispose du droit de déterminer la conversion. Dans une autre acception (PwC 2017), les instruments financiers convertibles sont des instruments de dettes ou de fonds propres, qui oblige ou autorise l'investisseur à convertir l'instrument contre uniquement des instruments de fonds propres de l'émetteur. Certains instruments sont convertibles seulement à l'occasion d'un événement spécifique (*IPO* – introduction en bourse). Ces titres hybrides sont alors définis comme des produits financiers qui en combinant les caractéristiques de plusieurs types de valeurs mobilières, se situent entre la dette pure et le capital d'une entreprise. Les ressources qui émanent de ces titres hybrides sont souvent qualifiées de quasi-fonds propres<sup>12</sup>. La plupart des textes nationaux proposent de classer les titres de créances en deux sous catégories : les titres de capital hybrides et les titres de créances hybrides. Ce point nous permettra d'établir les principales divergences/convergences de définition entre les pays étudiés : Australie, Canada, Etats-Unis, France et Royaume-Uni.

### **3.1 Différences de qualifications juridiques des titres hybrides**

#### *3.1.1. Les titres de capital hybride*

Les actions de préférence constituent la forme privilégiée de titres de capital car elles sont un instrument de gestion et d'optimisation des fonds propres (Martin *et al.* 2012). En effet, les actions de préférence offrent « *sur fonds de liberté contractuelle, de nouvelles possibilités de distinction des rapports qu'entretiennent capital et pouvoir dans les sociétés par actions* », comme le soulignent Bandrac *et al.* (2001, p.12). En particulier, les actions de préférence sont intéressantes dans le cadre des sociétés non cotées en matière de gouvernance (actionnaires impliqués dans la gestion, actionnaires purement financiers). Elles peuvent prendre différentes formes : avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature à titre temporaire ou permanent. Elles ne permettent ni le paiement d'un intérêt fixe ni de verser un dividende en l'absence de bénéfice distribuable.

Dans le cadre des IFRS, la norme IAS 32 introduite par le règlement (CE) n°2237/2004 de la Commission du 29 décembre 2004, fixe les principes fondamentaux en ce qui concerne leur classement en tant que passifs ou capitaux propres. « *Une action préférentielle qui prévoit un rachat obligatoire par l'émetteur, à un montant déterminé ou déterminable ou qui confère au*

---

<sup>12</sup> Selon cette perspective, une obligation convertible constitue un titre hybride, puisque le titre de dette que représente l'obligation convertible peut être transformé en titre de capital.

*porteur le droit d'exiger de l'émetteur le rachat de l'instrument à compter d'une date déterminée, à un montant déterminé ou déterminable, est un passif financier* ». Un instrument de fonds propres est donc un contrat qui traduit un intérêt résiduel dans l'actif de l'entreprise. Or, si IAS 32 a le mérite de fixer des principes généraux de classification des actions de préférence, il n'en demeure pas moins vrai que leur qualification juridique dépend de leur nature et de la juridiction du pays d'appartenance de la société émettrice qui elle, est souvent non cotée.

En France, l'article L.228-11 du Code de commerce (*cf.* tableau 2) prévoit que les sociétés par actions sont autorisées à créer des actions de préférence « *avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent* » avec la suppression des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et des certificats d'investissement, « *la summa divisio des titres de capital réside dans les actions ordinaires et les actions de préférence* » (Bonneau 2004, p.151).

**Tableau 2.** Tableau synoptique des principaux titres hybrides : traitement juridique et fiscal

Instrument financier	Définition juridique			Traitement juridique	Traitement fiscal
	Code du Commerce	Code Monétaire et Financier	Autres		
<b>Actions de préférence</b> ( <i>Preference Shares</i> )	Article L.228-11		Article 31 de l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004	Actions bénéficiant de « droits particuliers », « de toute nature »	Aucune particularité par rapport aux actions ordinaires
<b>Titres participatifs</b> ( <i>Participation Certificates</i> )	Article L.228-36 et L.228-37	Articles L.211-1, II, 2 et L213-32	Loi n°83-1 du 3 janvier 1983	Titres de créances à durée indéterminée (remboursables à la liquidation de la société) et assortis d'une clause participative	Leur rémunération est une charge de l'exercice lors de la rémunération versée.
<b>Titres subordonnés</b> ( <i>Subordinate Securities</i> )	Article L228-97		loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985	Titres de créances représentatifs de capitaux stables et permanents	Leur rémunération est assimilée au versement d'intérêts d'une dette ordinaire. Fiscalement déductible.
<b>Prêts participatifs</b>		L.313-13 à L.313-20	Loi n°78-741 du 13 juillet 1978 Loi n°2005-882 du 2 août 2005	Moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation.	Les sommes versées en rémunération des prêts participatifs sont fiscalement déductibles pour la société émettrice.
<b>Obligation convertible en actions (OCA)</b>	L228-92		Décret n°53-811 du 3 septembre 1953	Les OCA sont des dettes jusqu'au moment de leur conversion.	Leur rémunération est inscrite comme charge de l'exercice selon la méthode de l'engagement. Fiscalement déductible.
<b>Obligation remboursable en actions (ORA)</b>		Article L228-91		Les ORA sont qualifiés de titres de capital différé.	Les ORA sont traitées comme des obligations jusqu'au remboursement, puis comme des actions après conversion.
<b>Bon de souscription en actions (BSA)</b>	L228-91		Loi du 3 janvier 1983  Loi du 14 décembre 1985	Bon immédiatement négociable, ouvrant droit à souscription pour une augmentation de capital de la société émettrice	Les BSA ne perçoivent pas de rémunération. Ils ne sont pas soumis à une quelconque fiscalité.
<b>Obligation à bons de souscription d'actions (OBSA)</b>	L228-91		Loi n°83-1 du 3 janvier 1983	Les OBSA sont qualifiées de titre de capital potentiel.	Aucune particularité fiscal.
<b>Obligation échangeable en actions (OEA)</b>	L228-91			Les OEA comportent une option d'échange en titre de capital (actions) de la société émettrice.	Aucune particularité fiscale.

Aux Etats-Unis, quatre catégories de titres de capital peuvent être distinguées :

- les actions de préférence classées en dettes au regard de l'application de la norme ASC 480 ;
- les actions de préférence remboursables contre de la trésorerie ou toutes autres classes d'actifs « *redeemable preferred stock for cash or other assets* » ;
- les actions de préférence convertibles « *convertible preferred stock* » ;
- les actions de préférence perpétuelles ou les actions de préférence remboursables au choix de l'émetteur.

Au Royaume-Uni, la terminologie des titres de capital est issue du droit commun. Le *Companies Act (CA) de 2006* a établi une approche très formalisée pour distinguer le capital en actions (fonds propres) du capital emprunté (dettes). Le capital emprunté, formé par les dettes, doit reposer sur des accords purement contractuels et n'est pas considéré comme donnant accès à des droits d'actionnaires si cela n'est pas expressément mentionné. La distinction entre dettes et fonds propres n'a pas empêché toutefois le législateur britannique de laisser aux émetteurs une grande liberté de manœuvre en ce qui concerne la création d'actions préférentielles - qualifiées d'hybrides - en raison du fait que l'autonomie et la flexibilité des parties soient érigées comme un des piliers de la gouvernance des entreprises (Davies et Rickford, 2008). Trois formes d'actions préférentielles ont été créées et utilisées notamment par les sociétés non financières :

- les actions de préférence (*preference shares*) ;
- les actions de préférence rachetables (*redeemable shares*) ;
- les actions de préférence assorties de droits de souscription privilégiés (*shares with preferential subscription rights*).

Au Canada, les actions préférentielles sont des titres hybrides avec des caractéristiques soit de dettes, soit de fonds propres alors que les obligations convertibles sont juridiquement des titres de dettes disposant de quelques caractéristiques de fonds propres. Par exemple, les actions de préférences représentent un titre de propriété sans date de maturité. En revanche, et tel un instrument de dettes, une action de préférence qui n'a pas de droit de vote a un rendement fixe déterminé au moment de l'émission. Une partie importante des actions de préférence sur le marché canadien sont émis par les institutions financières.

Le tableau 3 présente les caractéristiques des quatre grands types d’actions de préférence proposés par les sociétés canadiennes.

**Tableau 3.** Actions de préférence sur le marché canadien

<b>Actions de préférence perpétuelles</b>	Pas de date de maturité Dividendes fixes Possibilité seulement de les rembourser à la demande de la société émettrice
<b>Actions de préférence à taux flottant</b>	Le taux des dividendes est indexé à un taux de référence
<b>Actions de préférence à taux réinitialisés</b>	Dividendes fixes jusqu’à la date de réinitialisation En l’absence de demande de remboursement par l’entreprise émettrice, l’actionnaire peut soit de mettre à jour le taux de dividendes, soit d’échanger ses actions contre des actions de préférence à taux flottant.
<b>Actions de préférence rétractiles (remboursables ou convertibles)<sup>13</sup></b>	L’actionnaire a le droit de demander l’échange de ses actions à une date déterminée. Cet échange peut être contre espèces ou contre des actions ordinaires.

Source : Auteurs

En Australie, les différentes catégories de titres de capital ne sont pas inscrites dans cadre juridique précis même si trois grandes catégories d’actions préférentielles peuvent distinguées (Carlin *et al.* ; 2008) :

- les actions préférentielles émises dans le cadre d’un regroupement d’entreprises ;
- les actions préférentielles émises suite à une acquisition inversée (*reverse acquisition*) ;
- Les actions préférentielles échangeables émises suite à une acquisition inversée.

### 3.1.2. Les titres de créances assimilés à des fonds propres

Les titres hybrides non dilutifs peuvent être aussi appelés titres de créances assimilés à des fonds propres - similaires aux titres de capital sans être toutefois dilutifs. En France, ils sont définis comme des instruments financiers suivant les quatre critères :

- **Subordination** : en cas de liquidation de la société, ces titres ne sont remboursés qu’après les autres dettes mais avant les capitaux propres ;
- **Maturité** : très longue (au minimum 25 ans) voire perpétuelle ;

<sup>13</sup> Ce type d’actions de préférence représente 58.3% de l’ensemble du marché des actions de préférence au Canada. La valeur totale de celui-ci s’élève à \$ 14 milliards (selon La Banque de Montréal, 2012).

- **Engagement** : en cas de remboursement du titre, la société émettrice s'engage contractuellement à remplacer cette émission par une émission du même type ouverte à l'ensemble des porteurs de titres hybrides ;
- **Rémunération** : le coupon est fixe pendant une certaine période, puis à l'arrivée d'un *call* prévue lors de l'émission de l'emprunt<sup>14</sup>, une clause *step-up* rend le paiement des coupons variable ou bien progressif<sup>15</sup>.

Différents textes de lois français ont contribué à l'émergence de plusieurs types de titres de créances assimilés à des fonds propres que l'on retrouve aussi dans les autres pays étudiés. Le premier d'entre eux à avoir été créé par la loi du 3 janvier 1983 est le **titre participatif**, qui apparaît pour la première fois en mai 1983 lors d'une levée de fonds du groupe Saint Gobain (Cordier, 1989, p.148). Définis juridiquement par l'article L.228-36 du Code de commerce, les **titres participatifs** correspondent à des valeurs mobilières négociables dont la rémunération comporte une partie fixe et une partie variable - calculée par référence à des éléments relatifs à l'activité ou aux résultats de la société - et liée au nominal du titre<sup>16</sup>. La loi réserve leur émission à certaines catégories de personnes morales<sup>17</sup> en particulier les SA et les SARL constituées sous forme de société coopérative. Les titres participatifs ne sont remboursables qu'à la liquidation de la société ce qui permet à la société émettrice de disposer de fonds assimilables à des titres de capital (Briatte, 2017, p.435). En raison de leur intéressement aux résultats ou à l'activité de l'émetteur, les titulaires des titres participatifs peuvent obtenir les documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires (C.Com., art. L228-37, al.5).

Le **titre subordonné**<sup>18</sup> constitue une seconde forme de titres de créances assimilés à des fonds propres. En cas de faillite de l'émetteur, son remboursement n'est pas prioritaire. Il intervient juste avant celui des porteurs de titres participatifs ou d'actions. En contrepartie de ce risque d'illiquidité, leur rémunération est plus élevée que celle des créanciers obligataires. Ces titres de créances sont représentatifs de capitaux stables et permanents. Ils offrent l'opportunité aux émetteurs de renforcer leurs fonds propres à moindre coût qu'une émission de titres en capital

---

<sup>14</sup> Le *call* correspondant à une option d'achat, c'est-à-dire à un bon de souscription : un titre qui permet de souscrire, pendant une période donnée, dans une proportion et à un prix fixé à l'avance un autre titre financier.

<sup>15</sup> Ces coupons peuvent être différés en fonction du contrat d'émission en cas de non-paiement des dividendes.

<sup>16</sup> L'article 242-1 du décret du 2 mai 1983 (D. n°83-363) précise que l'assiette de la partie variable ne peut être supérieure à 40% du montant du nominal du titre.

<sup>17</sup> Sociétés par actions appartenant au secteur public, sociétés anonymes coopératives, établissements publics de l'Etat à caractère industriel et commercial, banques mutualistes ou coopératives, etc.

<sup>18</sup> Le terme « subordination » provient des *subordinated debts* ou *subordinated loans* très répandus dans l'ingénierie financière anglo-saxonne (Faugerolas, 1991, p.84).

et sans effet dilutif pour les actionnaires de contrôle (Nizard, 2006, p.47). La subordination crée une hiérarchie dans l'ordre des créanciers prévue à l'article L.228-97 du Code de Commerce. On distingue ainsi les **titres super-subordonnés (TSS)** des titres subordonnés. La loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>19</sup> a modifié l'article L.228-97 du Code de commerce donnant ainsi la possibilité de convertir les **TSS** en titres de capital (Briatte, 2017, p.437). Autre variante, **les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI)**, appelés parfois obligations perpétuelles (Cozian et Viandier, 1987), se rapprochent de titres de capital au niveau du remboursement qui n'intervient qu'à la dissolution de la société (après désintéressement de tous les autres créanciers) et de la rémunération. Concernant ce dernier point, une clause de subordination peut faire dépendre le versement des intérêts de l'existence d'un bénéfice distribuable et de la distribution de dividendes aux actionnaires (Briatte, 2017, p.438). Les **titres subordonnés remboursables (TSR)** sont apparus sur le marché français en 1988. Contrairement aux TSDI, ils ont une échéance connue mais restent subordonnés ; leurs détenteurs étant indemnisés après tous les autres en cas de faillite de l'émetteur. L'avantage pour les entreprises émettrices est la déduction des intérêts sur leurs TSR de leurs bases imposables. Les banques en restent les principales émettrices. A titre d'exemple, le Crédit agricole a émis, en décembre 2010, pour plus de 550 millions de TSR, à taux fixe (4,05%), à échéance 2020. Son cours était de 90%, ce qui fait un rendement réel de 4,5%. La banque se réservait la possibilité de procéder à tout moment à des rachats de titres en bourse. La banque a procédé au remboursement anticipé de ces titres au nominal au 30 juin 2015. Le point commun de ces titres subordonnés est que la contrepartie reste le taux d'intérêt, supérieur à celui des obligations classiques équivalentes d'Etats ou d'entreprises. Comme le fait remarquer Briatte (2017, p.437), ce type de titre a été conçu principalement pour améliorer les ratios prudentiels des banques et consolider sa base de fonds propres.

Enfin, **les prêts participatifs**<sup>20</sup> sont un autre moyen pour une société financière ou non de consolider ses fonds propres. Créés dans les années 1980 par l'Etat français pour renforcer les capitaux propres des entreprises récemment nationalisées sans céder de droits de vote (Vernimmen, 2018, p.548), ce titre est proche des TSS. Il s'agit d'un emprunt subordonné de dernier rang dont la rémunération est composée d'une partie fixe et d'une partie variable

---

<sup>19</sup> Loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003, sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés.

<sup>20</sup> Créé par la loi n° 78-741 du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises. Il est aujourd'hui régi par les articles L.313-13 à L.313-20 du Code Monétaire et Financier.

(éventuellement) en fonction des performances opérationnelles de l'émetteur<sup>21</sup>. Ils sont assimilés à des fonds propres par la loi<sup>22</sup> : « *Au regard de l'appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, ils sont assimilés à des fonds propres* ». Cette assimilation n'a qu'une portée financière car juridiquement les prêts participatifs constituent une dette de l'entreprise (Madignier, 1983, p.88). Classés en quasi fonds propres, ils améliorent la structure financière d'une entreprise et ont été souvent utilisés lors de la crise de 2008 pour servir de support aux prêts de l'Etat en faveur des entreprises en difficulté.

Au Royaume Uni, les titres de créances participatives (*participating debt instruments*) et les participations tacites (*silent partnership*) sont des titres hybrides de créances, assimilés à des fonds propres, qui sont peu utilisées par rapport aux actions préférentielles. Il n'y a que peu souvent besoin d'enregistrer les titres hybrides en dettes au bilan selon la perspective du droit des sociétés anglais. Le prérequis pour loger ces titres au sein du compartiment des fonds propres de l'entreprise repose sur sa capacité à pouvoir racheter du capital en actions engagé. Pour des objectifs comptables notamment, le rachat se fait souvent par le biais de l'exercice d'une option d'achat détenu par l'émetteur (Barden et al. 2007 ; Sinclair et Christomo 2008). Le recours à des taux d'intérêt croissants (*interest step-up securities*) mais modérés vise à sécuriser les intérêts des investisseurs. Là encore, les droits des investisseurs en titres hybrides sont sujets à la barrière du capital légal : le rachat, au moins pour ce qui est des sociétés cotées, peut seulement être financé par les profits ou les produits issus d'une nouvelle émission d'actions (cf. Section 687, Sec. 709 et Sec. 714 CA). De manière occasionnelle, les options de rachat accompagnent des clauses de conversion obligatoires, permettant la conversion en actions ordinaires dans le cas de difficultés financières.

En Australie, en reprenant les travaux de Carlin *et al.* (2016), nous pouvons distinguer six formes de titres hybrides de créance assimilables à des titres de fonds propres :

- les titres financiers perpétuels à coupon progressif (*perpetual step-up securities*) qui versent des coupons qui augmentent lorsque l'émetteur choisit de ne pas rembourser le principal à une certaine date<sup>23</sup> ;
- les titres avec options d'achat d'actions émises pour couvrir des frais de levée de fonds ;

---

<sup>21</sup> Il peut être assorti d'une rémunération calculée sur les résultats de l'entreprise.

<sup>22</sup> Art. 25 de la loi n°78.741 du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises.

<sup>23</sup> Ici, l'augmentation des intérêts liés aux coupons peut être vue comme une caractéristique de dette non échue.

- les prêts finançant un programme d'actions faisant partie de la rémunération des employés (*loan funded share plan*);
- les titres avec options d'achat d'actions émises pour le paiement de services rendus par un conseiller/consultant ;
- les titres avec options d'achat d'actions émises comme partie de la rémunération des employés ou du directeur ;
- les titres avec options d'achat d'actions émises gratuitement.

### 3.1.3 Les titres de créances assimilés aux titres de capital

En France, la forme la plus connue de ces titres de créances assimilés aux titres de capital est l'**obligation convertible en actions (OCA)**. Il s'agit d'une obligation émise par l'entreprise et qui donne droit à son détenteur de l'échanger contre des actions pendant une période déterminée et à certaines conditions. Sur le plan historique, le premier texte législatif créant les OCA date du décret du 3 septembre 1953. Juridiquement, les **OCA** sont des dettes jusqu'au moment de leur conversion. Elles furent aussi prises en compte par la loi du 24 juillet 1966 qui créa le cadre juridique des **obligations échangeables (OEA)**. A l'échéance, soit le cours de l'action sous-jacente a progressé et les investisseurs demandent le remboursement en actions, la dette comme les actions sous-jacentes disparaissent du bilan ; soit les investisseurs ne demandent pas l'échange et la dette est remboursée. Selon la théorie de l'agence (Mayers, 1998), les OCA/OEA sont un mode de résolution des conflits entre actionnaires et créanciers. Par ailleurs, leur émission permet d'éviter une augmentation de capital au sens de la théorie du signal (Stein, 1992).

La loi n°83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne instaure une autre catégorie : les **obligations à bons de souscription d'actions (OBSA)**. Ces titres de créances, parce qu'ils sont assimilables à une option d'achat (*call*), peuvent être perçus comme un moyen de résoudre les conflits actionnaires/créanciers/dirigeants. En particulier, les **bons de souscription d'actions (BSA)** sont détachables des obligations et immédiatement négociables. Ils donnent le droit de souscrire à une augmentation de capital durant un délai déterminé, de la société émettrice et peuvent être cotés en bourse. Ils ne reçoivent ni dividendes ni rémunération. Les **OBSA** sont des titres de capital potentiel car l'accès au capital est de nature optionnelle, une faculté étant offerte au porteur entre le remboursement en trésorerie et l'accès au capital à titre de remboursement. Cela représente un moyen de financement immédiat pour l'émetteur avec cependant un risque de

dilution potentiel pour les actionnaires anciens. Enfin, **les obligations remboursables en actions (ORA)** sont des titres de créances donnant accès au capital social car leur remboursement s'effectue par attribution d'actions. Les agences de notation les assimilent ainsi à des fonds propres. Les **ORA** sont considérées fiscalement comme des obligations jusqu'à leur remboursement, puis ultérieurement comme des actions<sup>24</sup>.

Toutes ces catégories de titres de créances complexes ont ensuite été reprises dans la loi n°85-1321 du 14 décembre 1985 qui a libéralisé l'émission de ces valeurs mobilières<sup>25</sup> (Briatte, 2017, p.440). Enfin l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 institua le principe de liberté d'émission et une unification du régime juridique de ces titres complexes. Comme le précise Briatte (2017, p.441) le législateur accorde une grande liberté au niveau de ces produits excepté la transformation d'un titre de capital en titre de créance (article L.228-91, alinéa 5 du Code de commerce).

En Australie, les travaux de Carlin *et al.* (2016) nous permettent de distinguer cinq types de titres de créances assimilés à des fonds propres : (1) billets, obligations ou dettes subordonnés convertibles avec ou sans clause de réinitialisation ; (2) titres convertibles en actions avec un taux ajustable de dividende (*Convertible Adjustable Rate Securities (CARES)*) ; (3) prêt convertible en actions détenu par un investisseur significatif ; (4) prêt ou facilité de crédit convertible en cas de levée de fonds ; (5) actions préférentielles émises lors de la conversion d'obligations convertibles de sociétés financières. En particulier, les titres convertibles avec clause de réinitialisation (*reset convertible preference shares/notes*) sont prisés des émetteurs. Elles permettent à l'émetteur d'exercer une option de remboursement du principal à une date prédéterminée ou de modifier des conditions d'émission. Au cas où le porteur n'accepte pas les modifications, l'émetteur décide si l'échange des titres se fera par conversion en actions ordinaires ou par versement d'espèces. Quant au porteur, il peut choisir ou non de les convertir en actions ordinaires ou recevoir des espèces à l'échéance.

Au Royaume Uni, on distingue trois formes principales de titres hybrides de créances assimilés à des fonds propres régis par le droit commun britannique : (1) obligation convertible

---

<sup>24</sup> « L'ORA n'est pas un produit très attractif sur les marchés financiers. Elle est plutôt utilisée dans des montages très spécifiques pour les entreprises non cotées, souvent avec une préoccupation fiscale ou juridique » (Vernimmen, 2018, p.549).

<sup>25</sup> Cette loi a également donné la possibilité de créer des bons de souscriptions autonomes.

(*convertible bond*) ; (2) obligation convertible non rémunérée (*convertible loan note*) ; (3) obligation échangeable (*exchangeable bond*).

Au Canada, les obligations convertibles (*convertible debentures*) sont les titres de créances assimilés à des fonds propres les plus échangés. Il s'agit de titres de créances (en référence aux paiements d'intérêts programmés) disposant de caractéristiques de fonds propres liées à des modalités de remboursements précises (ex : dates de maturité prolongées ou perpétuelles, le droit de rembourser les instruments à la demande de l'émetteur)<sup>26</sup>.

Aux Etats-Unis, la *Securities Exchange Commission* (SEC)<sup>27</sup> assimile un titre de créance convertible (*convertible security*) à un instrument financier *i.e.* une obligation ou une action de préférence, convertissable en un autre instrument financier (ex : en actions ordinaires de la société émettrice). Dans la plupart des cas, le porteur de ce titre hybride décide du moment de la conversion. Plus rarement, la société émettrice dispose, au contraire, d'un droit de décider les conditions de la réalisation de la conversion.

### **3.2 Différences de traitement fiscal des titres hybrides**

En France, les titres hybrides sont exclus des capitaux propres du fait de leur nature juridique (règlement 2014-03 du 5 juin 2014 de l'ANC modifié par le règlement 2015-06 du 9 novembre 2015 et le code général des impôts). Ils peuvent cependant être inscrits en « quasi fonds propres » si certaines conditions sont respectées :

- s'il n'existe pas de date de maturité ou si le remboursement est sous le contrôle de l'émetteur (*call émetteur*) ;
- si le remboursement se fait par un autre instrument de capitaux propres (obligations remboursables en actions).

Pour les autres cas, ces titres sont classés en dettes, il en est de même si les clauses de révision des intérêts (*step-up*) constituent une clause de remboursement obligatoire. Comptablement et fiscalement, les intérêts sont une charge de l'exercice et sont comptabilisés en tant que tels même si le paiement est différé et la date de celui-ci est inconnue. On respecte donc les principes de la comptabilité d'engagement qui fait apparaître des intérêts courus.

---

<sup>26</sup> La valeur du marché canadien des obligations convertibles dépasse désormais 9,15 million d'euros (soit 14 milliards de dollars canadiens).

<sup>27</sup> La SEC impose aux entreprises nationales de présenter leurs états financiers en normes US GAAP. Quant aux entreprises étrangères dont les instruments financiers sont négociés sur une des bourses aux Etats Unis, elles sont autorisées (sans obligation) à utiliser les normes IFRS pour présenter leurs états financiers consolidés.

En Australie, les titres (actions ou obligations) hybrides convertibles considérés comme des fonds propres au niveau comptable le sont comme des dettes au niveau fiscal (Mackenzie, 2006) jusqu'au début des années 2000. Après une série de recommandations de la *Ralph Review*, la nouvelle loi *Business Tax System (Debt and Equity) Bill 2001* a donné lieu à une nouvelle approche fiscale pour classer les titres convertibles en dettes ou en fonds propres. L'introduction de cette loi est d'ailleurs le point de départ de la quasi disparition des titres à revenus fixes (*income securities*) et de l'essor des actions préférentielles et obligations convertibles (Fenech *et al.*, 2016). Pour qu'un titre hybride soit qualifié de dettes au niveau fiscal, à la fois un système et un mécanisme de financement sont requis. Le système de financement doit rentrer dans le champ d'application de la Section 995-1 de l'*Income Tax Assessment Act 1997 (ITAA 1997)* après). Quant au mécanisme de financement, il regroupe l'ensemble des obligations contractées par l'émetteur et implique l'existence d'un bénéfice financier (ex : paiement de coupons) qui doit être indépendant de la performance économique. Par ailleurs, le titre hybride doit avoir une maturité inférieure à 10 ans et l'option de conversion en actions (*resp.* remboursement du principal du titre) doit être uniquement le fait du porteur (*resp.* de l'émetteur). Un titre hybride est qualifié de fonds propres au niveau fiscal s'il passe le test de fonds propres présenté à la Subdivision 974-C de l'*ITAA 1997*. S'il donne lieu au versement d'un rendement financier dépendant de la performance économique de l'entreprise, il est considéré comme un titre participatif et donc comme un outil de fonds propres. En outre, si l'émetteur garde le contrôle de la conversion du titre, alors celui-ci passe le test de fonds propres. Si le titre hybride est émis à perpétuité (*perpetual securities* et *perpetual step up securities*), il est considéré comme avoir passé à la fois les tests de qualification de dettes et de fonds propres. Dans ce cas, les règles fiscales stipulent que le titre est présumé être une dette.

Au Royaume Uni, le système fiscal opère une distinction claire entre traitement des dettes et des fonds propres. Les paiements d'intérêt lié aux dettes sont déductibles des impôts pour les débiteurs et taxable pour les crédateurs. Le débiteur peut déduire les impôts sur les paiements d'intérêt au taux de base de l'impôt sur les revenus de l'épargne alors qu'il n'y a pas de déductibilité des impôts sur les dividendes (Penney, 2000). Plus généralement, selon les règles établissant les relations de prêt, le traitement fiscal des dettes suit leur traitement comptable. Par contre, les dividendes et les autres sortes de distribution ne sont pas déductibles des impôts. Le bénéficiaire de distribution qualifiée bénéficie d'un crédit d'impôt égal à 1/9<sup>ème</sup> du montant de la distribution. Si le bénéficiaire est une société résidente au Royaume-Uni, la distribution

est la plupart du temps déductible de l'impôt sur les sociétés (cf. Section 1285 *Corporation Tax* 2009 et *Finance Act* 2015).<sup>28</sup>

Le point de départ de la distinction entre dettes et fonds propres en termes de fiscalité est la forme juridique de l'instrument financier en question. Cependant, sa qualification peut être complètement inversée étant donné son traitement comptable ou ses caractéristiques économiques sous-jacentes<sup>29</sup>. Fait notable, les tribunaux anglais et le législateur sont beaucoup plus susceptibles de requalifier les dettes comme des fonds propres plutôt que l'inverse (Penney, 2000). Du point de vue fiscal, l'aspect le plus important de la classification d'un instrument financier hybride comme dette ou comme fonds propres est la nature du rendement (Southern 2000). La question clé est de savoir ici s'il s'agit d'un intérêt déductible des impôts pour l'émetteur, ou une distribution non déductible pour l'émetteur mais exonéré pour l'investisseur. En rapport à cela, la loi fiscale britannique considère une notion très restreinte des paiements d'intérêts déductibles. En l'absence d'une définition statutaire, les tribunaux britanniques ont défini le paiement des intérêts ou des coupons (ex : portant sur des obligations) comme la rémunération du temps pendant lequel l'argent est utilisé (Southern 2017). Cela signifie qu'ils sont essentiellement calculés par rapport à la valeur temps d'un certain montant d'argent emprunté. Le fait que leur paiement soit contingent à la rentabilité de l'emprunteur ne l'empêche pas d'être qualifié d'intérêt (Southern 2000). En effet, l'intérêt payable au porteur est exonéré d'impôts si le paiement d'intérêts est cumulatif (car l'emprunteur a suffisamment de profits pour les payer). En revanche, un paiement d'intérêts liés aux coupons non cumulatif implique leur non déductibilité.

Le traitement fiscal des actions de préférence obéit à leur forme juridique (référence au droit des sociétés). En conséquence, le traitement fiscal des actions de préférence ou préférentielles rachetables ne diffèrent pas de celui des actions ordinaires. Précisément, les dividendes de ces actions sont exonérés de l'impôt sur les sociétés et l'exemption de participation substantielle s'applique à la vente de ces mêmes actions permettant donc l'exonération des plus-values de taxes. Exception faite, les actions de préférence conçues de telle façon à ce qu'elle rapporte un rendement récurrent et identique assimilable à un intérêt, sont traitées fiscalement dans le cadre d'une relation de créancier à débiteur, au regard de l'application des règles portant sur les « actions représentant des passifs » (Southern, 2017). Il est important toutefois de noter que la

---

<sup>28</sup> Ici, la distinction entre revenus et plus-value en capital est importante. Une plus-value relevant d'une vente d'actions d'une autre société est exonérée de taxes si les critères les plus stricts d'exemption de participation substantielle, contenu dans la Section 7AC du *Tax Chargeable Gains Act* (TCGA) 1992 sont tous remplis.

<sup>29</sup> Il est donc possible que les actionnaires puissent être traités en tant que créanciers du point de vue des règles de relation de prêt et les paiements d'intérêt sur les débentures puissent être qualifiés de distribution.

portée de cette législation fiscale anti-évitement est relativement limitée. Elle couvre uniquement les quasi-prêts (*quasi loans*) traités comptablement comme des passifs financiers plutôt qu'en fonds propres, et pour lesquels la génération d'un avantage fiscal doit être l'un des objectifs principaux d'un tel investissement.

En ce qui concerne les titres de créances convertibles, le classement de la dette n'affecte pas son traitement fiscal. Dans le cadre du système fiscal britannique, un créancier subordonné au montant emprunté, qui est remboursé après que d'autres créanciers le soit reste un créancier et est taxé en conséquence (Tiley 2008). Cela signifie que pour des raisons d'alignement fiscal, les obligations convertibles sont divisées et séparées en deux parties : partie dette et partie fonds propres. La partie dette est taxée comme s'il existait une relation de prêt ordinaire si bien que les paiements des intérêts (coupons) de l'obligation sont déductibles de l'impôt. Exception faite du cas où l'obligation convertible n'est pas cotée sur une bourse de valeurs mobilières reconnue et qu'elle n'est pas émise dans des conditions raisonnablement comparables aux conditions d'émission d'obligations cotées sur ces mêmes bourses, dans ce cas les paiements des intérêts sont traités comme une distribution. La partie fonds propres, *i.e.* le droit de convertir le titre obligataire en actions, est taxée en tant que contrat dérivé indépendant de la partie dette (Section 585 CTA 2009).

Par ailleurs, l'U.E. a mis en œuvre des exigences réglementaires plus strictes en termes de fonds propres à respecter par les banques (directive CRD IV) et les assureurs (Solvabilité II) en réponse à la crise financière de 2008. Selon CRD IV entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2014, le risque des actifs pondérés des banques doit comprendre à minima 4.5% de fonds propres durs (*Common Equity Tier 1* (CT1)) et 1.5% de fonds propres supplémentaires (*Additional Tier 1 Capital* (AT1)). Or, les paiements d'intérêt liés aux instruments de capital AT1 réalisés par les banques sont restés exonérés de l'impôt. En sus, ni la conversion des instruments de capital AT1 en actions ordinaires des banques, ni la réduction du montant du principal des instruments de capital AT1 ne peut déclencher leur imposition à l'impôt sur les sociétés<sup>30</sup>. A noter enfin que l'émission des instruments de capital AT1 reste exemptée de taxes sur le capital, de droits de timbres et de droits d'enregistrements sous CRD IV.

---

<sup>30</sup> Les obligations convertibles contingentes *Additional Tier One* (AT1) constituent un cas spécial. Alors qu'un paiement cumulatif d'intérêts (coupons) sera généralement déductible, un paiement non-cumulatif pourrait être une distribution de par sa dépendance au résultat. L'administration fiscale britannique a toutefois statué sur ce cas spécial et rejeté l'idée d'une dépendance au résultat. Ainsi, l'exonération fiscale des intérêts du coupon est permise au cas où leur paiement est retardé jusqu'à la liquidation de la banque (Hannam 2008).

Dans un contexte d'opérations transnationales, l'utilisation d'instruments financiers hybrides peut donner lieu à un arbitrage entre des régimes fiscaux différents s'appliquant à l'émetteur et à l'investisseur. Pour le cas d'un émetteur résident britannique et d'un investisseur non résident britannique, un avantage fiscal peut être obtenu par le recours à un instrument hybride classé comme une dette au Royaume Uni et comme fonds propres par la juridiction du pays de l'investisseur. En rapport à ce désaccord entre les deux juridictions, le rendement de l'instrument financier sera très souvent déductible de l'impôt au Royaume-Uni et considéré comme exempt de taxe pour l'investisseur<sup>31</sup>. Par contre, si le récipiendaire des paiements d'intérêts d'une obligation remboursable en actions est une société résidente britannique, ces intérêts sont requalifiés en distribution au cas où leur paiement excède un rendement commercialement raisonnable. Cela signifie que, dans le contexte des impôts sur les sociétés, la classification du rendement de certaines dettes hybrides en distribution s'applique, de prime abord, aux transactions transnationales (Gosh, 2008).

#### **4. Etat des lieux des différents schémas de comptabilisation des titres hybrides**

Dans cette section, nous procédons à un comparatif des textes comptables australiens, américains, britanniques, français, canadiens, traitant la question de l'enregistrement des instruments hybrides. Dans un premier temps, nous étudions comment ils proposent de classer les titres hybrides entre dettes et fonds propres et considèrent l'emploi de la juste valeur pour valoriser les instruments financiers composés à la lumière du référentiel IFRS. Nous analysons, dans un second temps, de quelle manière les sociétés émettrices traduisent dans leurs comptes les principes énoncés par les référentiels comptables nationaux et IFRS.

#### **4.1 Australie**

##### *4.1.1 Comptabilisation des titres hybrides de créances*

Le traitement comptable des titres hybrides en dettes ou en fonds propres obéit, depuis 2013, aux règles des normes australiennes AASB 132 *Financial Instruments Disclosure and Presentation* et AASB 139 *Financial Instruments : Recognition and Measurement* qui sont les déclinaisons respectives des normes IAS 32 et IAS 39<sup>32</sup>. A partir du 1er Janvier 2018, la norme AASB 9 *Financial Instruments* remplace AASB 132 et AASB 139, mais le traitement

---

<sup>31</sup> Le *Finance Act 2005* contient une disposition spécifique qui prévoit que l'exonération fiscale peut être refusée si l'objectif principal de l'utilisation de ces instruments est d'obtenir l'avantage fiscal britannique.

<sup>32</sup> Plus précisément IAS 39 *Financial Instruments : Recognition and Measurement*.

comptable des principales catégories de titres hybrides : en particulier les titres perpétuels à coupon progressif ou convertibles reste inchangé (RSM, 2018).

Prenons l'exemple d'une obligation convertible pour illustrer la logique de traitement comptable de titres hybrides qualifiés d'instruments financiers composés. Le qualificatif de composé est ici utilisé pour parler de la comptabilité séparée de la composante dette et celle de l'option de conversion. L'application des normes AASB 132 et AASB 139 (et donc par extension de IAS 32 et IAS 39) fait que la composante dette est comptabilisée et valorisée initialement à la juste valeur. Elle est ensuite amortie au cours de son existence selon l'emploi de la méthode du taux d'intérêt effectif (*effective interest method*). L'option de conversion peut être traitée en tant que capitaux propres (ou un passif financier) selon qu'elle passe le test appelé « **fixé pour fixé** » (*fixed for fixed*) (ou non). Pour être classée comme instrument de capitaux propres, l'option de conversion doit contenir un montant fixe d'espèces échangé pour un nombre fixe d'actions. Dans le cas inverse, si l'option de conversion ne satisfait pas au test « **fixé pour fixé** », elle sera alors classée comme un passif financier. Être classée comme instrument de capitaux propres pour une dette (ou une action préférentielle) convertible signifie que la valeur de l'option est déterminée au début de son existence et qu'elle ne sera jamais revalorisée ultérieurement. Cette valeur est calculée comme la différence résiduelle entre la contrepartie reçue de la dette convertible et la juste valeur de la composante dette.

La réalisation du test « **fixé pour fixé** » peut s'avérer toutefois complexe et donner lieu à des interprétations parfois subjectives. Toute dette convertible aura souvent un ratio de conversion ou une caractéristique similaire déterminant la façon dont le nombre d'instruments de capitaux propres issus de la conversion peut être calculé. Ainsi, si le nombre d'instruments de capitaux propres à émettre est fixé relativement au montant de liquidités, l'option de conversion pourra être traitée comme un instrument de fonds propres.

En revanche, d'autres mécanismes de conversion peuvent clairement échouer au test de qualification « **fixé pour fixé** ». Par exemple, une option de conversion qui donne le droit au détenteur à un nombre variable d'actions égal à une valeur fixe en euros échouera au dit test, puisque le nombre d'actions à émettre variera inversement au prix de l'action de l'entité. De même, un mécanisme prévoyant que le nombre d'actions est variable, mais qui est sujet à un plancher (*floor*) et/ou à un plafond (*cap*) de quantité d'actions à émettre échouera au test.

En outre, tout mécanisme offrant une alternative de paiements en espèces (cash), où le cash ou un instrument autre que l'action puisse être émis pour payer l'option de conversion, ne pourra être considéré sous l'angle des capitaux propres. Cela s'applique quel que soit l'option d'émettre du cash est détenue par le porteur ou l'émetteur. Néanmoins, des mécanismes qui changent le nombre d'actions à émettre peuvent ne pas échouer au test « **fixé pour fixé** » au cas où les droits des porteurs d'obligations sont maintenus par rapport à ceux des actionnaires existants. Par exemple, des ratios de conversion qui prévoit une augmentation du nombre d'actions à émettre en cas de scission d'actions ou d'émissions d'action gratuite.

Quant à la composante dette, elle doit être reconnue initialement à la juste valeur, très souvent différente de sa valeur nominale. Elle devra être valorisée sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie contractuels étant donné le taux d'intérêt qui s'appliquerait pour une dette non convertible au profil similaire. De cette manière, déterminer la valorisation de la dette induit une interprétation nécessaire, particulièrement si la dette convertible est émise par des startups, qui peuvent ne pas avoir un accès rapide à des instruments de dettes « vanilles » comparables. L'approche retenue sera l'application d'un taux d'actualisation sur la partie dette en référence à sa valeur nominale dans la majorité des cas. Ce taux d'actualisation sera appliqué sur l'ensemble de la maturité du prêt en utilisant la méthode du taux d'intérêt effectif si bien que la valeur comptable et la valeur nominale seront égales à la date du remboursement du principal. La partie non actualisée de la dette sera comptabilisée comme une charge financière en tant que charge d'intérêts notionnels.

En cas d'échec au test « **fixé pour fixé** », l'option de conversion doit être traitée comme un passif financier. Sa valeur au commencement de la dette est déterminée de la même façon qu'une option de conversion traitée comme un instrument de capitaux propres mais sera bien malgré tout enregistré comme un élément du passif financier de l'entité. Selon AASB 139, l'option de conversion répond à la définition d'un produit dérivé et doit être évaluée à la juste valeur via le compte de résultat. Autrement dit, cela signifie que la juste valeur de l'option doit être déterminée à chaque date de clôture comptable, avec une plus- ou moins-value comptabilisée au compte de résultat. A la date de la conversion de la dette convertible, la composante dette est décomptabilisée comme passif financier pour être comptabilisée *a contrario* comme capitaux propres. Si l'option de conversion n'avait pas été traitée comme un passif financier, et donc mesurée à la juste valeur, elle aurait dû être transférée au niveau des fonds propres alors qu'aucun gain ou perte de valeur liée à la conversion n'aurait été inscrite au

bilan. Si l'option de conversion avait été reconnue précédemment comme instrument de capitaux propres, elle n'est pas réévaluée mais pourra être réaffectée à ce moment. Il peut s'agir par exemple d'un montant reconnu précédemment dans une réserve d'instruments convertibles séparée du reste mais qui peut être transféré au niveau du capital-actions émis.

Lorsque la dette convertible est émise dans une devise étrangère autre que la devise dans lequel l'émetteur opère, l'option de conversion ne répond pas à la définition d'un instrument de capitaux propres car le test « **fixé pour fixé** » ne peut être satisfait. Même si le montant en devises à payer est fixé au sein du pays dans lequel l'émission a lieu, l'évolution des taux de change induira un montant variable libellé en devises de l'émetteur. Dans ce cas, l'option de conversion de la dette convertible en une monnaie étrangère est traitée comme un passif financier dérivé, comptabilisé à la juste valeur au niveau du compte de résultat.

D'autres instruments de dettes n'offrent pas d'option de convertibilité mais donnent lieu plutôt à une conversion automatique en actions à une date future prédéterminée. Dans ce cas, le traitement comptable dépend des termes de la conversion et du fait qu'une obligation de payer les intérêts existe ou non. Si la dette, convertie en une quantité fixe d'actions, ne produit pas d'intérêt, celui-ci pourra donc être traité comme un élément de fonds propres au début de l'existence de la dette (puisque'il n'existe pas d'obligation contractuelle pour l'émetteur de verser des espèces). Si des paiements d'intérêts ont lieu en contrepartie, ils doivent être comptabilisés en tant que passif financier à leurs valeurs actualisées : le solde de capital sera traité comme instrument de capitaux propres dès le début de vie de la dette. Si la dette convertible est convertie en un nombre variable d'actions, le test « **fixé pour fixé** » n'est pas respecté et l'ensemble du titre sera comptabilisé dans la catégorie des passifs financiers.

D'autres cas spécifiques liés au traitement des dettes convertibles peuvent se présenter. En premier lieu, un ratio de conversion prédéfini peut être modifié lorsqu'une étape a été franchie, comme par exemple le dépassement d'un certain prix de l'action. Le ratio de conversion pourra ainsi évoluer à condition que la société émette des actions à des prix inférieurs. Ces clauses sortent du champ d'application des règles associées au test « **fixé pour fixé** » de la norme AASB 132 si bien que l'option de conversion sera ici traitée comme un passif financier dérivé. En second lieu, certaines dettes peuvent devenir convertibles si et seulement si des événements futurs se produisent. Par exemple, une dette ne devient convertible qu'au moment où les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé de bourses de valeurs. De tels

instruments devront être encore traités en tant que dette convertible et l'option de conversion pourrait avoir une valeur qui sera alors reconnue comme un instrument financier dérivé ou un instrument de capitaux propres selon la nature de l'option de conversion.

D'autres titres de créances assimilés à des titres de capital proposent des conditions où l'émetteur de l'obligation a le droit de déterminer si les titres de dettes seront convertis en actions. Plusieurs formes de ces titres liés à une « **option d'achat de l'émetteur** » sont exposées notamment dans le Panel A du tableau 4. S'ils confèrent des droits supplémentaires à l'émetteur, leur option de conversion représente un actif financier pour lui et sera alors comptabilisée à la juste valeur via le compte de résultat.

#### *4.1.2 Exemple de comptabilisation des titres hybrides de capital et de créances*

Le tableau 4 recense différentes méthodes de traitement comptable utilisées par des sociétés australiennes pour les trois grandes catégories de titres hybrides mentionnées *supra* (titres de capital, titres de créances assimilés à des fonds propres ou à du capital).

Si globalement le schéma de classification dettes/ fonds propres et de comptabilisation à la juste valeur obéit aux principes des normes IFRS (IAS 32 et IAS 39), il apparaît notamment que l'information sur les effets de dilution potentiels de titres de créances avec option de conversion sont insuffisamment renseignés.

Nom de l'instrument financier hybride	Sociétés étudiées	Traitement comptable de l'instrument financier hybride	Information contenue dans les états financiers	Commentaires
<i>Panel A : Titres du capital hybride</i>				
Actions préférentielles émises dans le cadre d'un regroupement d'entreprises	DATETIX GROUP LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Les actions préférentielles émises sont la contrepartie de l'acquisition. Elles sont converties en actions ordinaires lorsque le prix de l'action dépasse un niveau fixé à l'avance et que des seuils de performance économique sont atteints. Le crédit servant à financer l'opération, est prélevé dans la réserve de fonds propres.	Notes complémentaires sur : - la date de règlement ; - les droits par catégorie d'actions concernées ; - la période d'acquisition des droits.  Publication des méthodes et des paramètres utilisés pour valoriser les actions.	- Aucune réévaluation ultérieure des actions dans la mesure où elles font partie des fonds propres. - Aucune information ultérieure n'apparaît sur l'exactitude des calculs de la juste valeur initiale des actions.
Actions préférentielles émises suite à une acquisition inversée (reverse acquisition) (réf. IAS 22 & IFRS 3)	ZYBER HOLDINGS LTD (Rapport annuel 2016, 2017 & Prospectus 2015)	Les actions préférentielles émises sont la contrepartie de l'acquisition inversée.  Pas d'entrée distincte pour l'émission des droits attachés aux actions (évalués à zéro)	Informations relatives aux conditions de l'émission publiées dans le prospectus.  Notes complémentaires sur les actions émises et les conditions de performance devant être remplies dans le rapport.	Commentaires sur le traitement comptable portant à confusion. Dans le rapport, il est dit que les actions sont évaluées à zéro mais une autre section indique que la juste valeur des actions est une contrepartie de la transaction dans le prix d'acquisition.
Actions échangeables émises suite à une acquisition inversée (réf. IAS 22 & IFRS 3)	ZYBER HOLDINGS LTD (Rapport annuel 2016, 2017 & Prospectus 2015)	Les actions préférentielles sont émises par une filiale au bénéfice des précédents actionnaires de l'acquéreur légal dans le cadre de l'acquisition inversée.  Paiement sur la base d'actions réglées en instruments de capitaux propres (incluses dans les réserves)	Publication dans le prospectus.  Notes complémentaires sur les actions émises et sur les conditions de l'échange.	Ces actions font partie normalement des intérêts minoritaires. Elles devraient apparaître dans les réserves au cas où les actions peuvent être, à tout moment, converties en actions de la société holding.

**Tableau 4** – Exemples de comptabilisation de titres hybrides par des sociétés australiennes et qualité de l’information financière

Nom de l’instrument financier hybride	Sociétés étudiées	Traitement comptable de l’instrument financier hybride	Information contenue dans les états financiers	Commentaires
<i>Panel B : Titres de créances assimilés à des fonds propres</i>				
Billets, obligations, dettes subordonnés convertibles	IAG LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Éléments de dette comptabilisés comme passif financier au sein du bilan, valorisés initialement à la juste valeur puis au coût amorti.	Notes complémentaires informant sur les billets, obligations, ou dettes concernés : par exemple, conditions et caractéristiques de conversion.	Information sur les potentiels effets dilutifs limité à l’utilisation de la méthode “comme si” la conversion eût été effectuée au niveau du BPA <sup>33</sup> dilué.
Prêt convertible en actions détenu par un investisseur significatif	ADAVALE RESOURCES LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Décomposé en une composante dette et une autre fonds propres. La composante dette est calculée à partir d’un taux d’intérêt notionnel de 30%. Les intérêts courus dans le compte de résultat sont basés sur les intérêts notionnels.	Notes complémentaires détaillant le taux d’intérêt couru, la période maximale pendant lequel le prêt est remboursé, le fait qu’il soit garanti ou non, et le nombre fixé d’actions convertissables.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Paramètres servant à valoriser les composantes dette et fonds propres ne sont pas basés sur des données observables.</li> <li>- Information sur les potentiels effets dilutifs limités à la méthode “comme si” la conversion eût été effectuée pour obtenir le BPA dilué ;</li> <li>- Changement de valeur de la partie fonds propres en cours d’année non renseigné.</li> </ul>
Titres convertibles en actions avec un taux ajustable de dividende ( <i>CARES : Convertible Adjustable Rate Securities</i> )	RAMSAY HEALTH CARE (Rapport annuel 2016, 2017)	Comptabilisés comme fonds propres en tant qu’actions préférentielles à dividende non cumulatif. Les distributions sont classées comme des dividendes.	Notes complémentaires indiquant les caractéristiques de l’instrument hybride telles que le taux dividende obtenu par la formule : taux de marché + marge.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le BPA est indiqué dans le rapport après paiement des dividendes de ces titres ;</li> <li>- Publication des effets de dilution potentiels au niveau du dilué “comme si” la conversion en actions eût été effectuée ;</li> <li>- Pas d’informations sur les changements de valeur de l’instrument au cours de l’année.</li> </ul>
Prêt ou facilité de crédit convertible en cas de levée de fonds	ADAVALE RESOURCES LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Pas de comptabilisation séparée du prêt ou emprunt.	Notes complémentaires indiquant le montant emprunté, la durée et le rythme de	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pas de dilution dans le BPA calculé puisque le prêt ou la facilité de crédit ne sont pas considérés comme dilutifs ;</li> </ul>

<sup>33</sup>Bénéfice Net Par Action (en anglais *Earnings per Share (EPS)*)

		Renseignement du nombre d'actions émises au moment où les produits sont reçus.	décaissement du prêt ou de la facilité de crédit.	- Pas de renseignements détaillés sur le prêt ou la facilité de crédit.
<b>Nom de l'instrument financier hybride</b>	<b>Sociétés étudiées</b>	<b>Traitement comptable de l'instrument financier hybride</b>	<b>Information contenue dans les états financiers</b>	<b>Commentaires</b>
<i>Panel B (suite) : Titres de créances assimilés à des fonds propres (cas des obligations convertibles contingentes (Cocos) des sociétés financières)</i>				
Actions préférentielles émises lors de la conversion d'obligations convertibles de sociétés financières	WESTPAC (Rapport annuel 2016, 2017)  NATIONAL AUSTRALIA BANK (Rapport annuel 2016, 2017)	Comptabilisées comme dette au sein du bilan et valorisée initialement à la juste valeur puis au coût amorti. Les dividendes payés au porteur sont traités comme des intérêts.	Notes complémentaires indiquant certaines caractéristiques telles que le déclenchement de la conversion, le dividende attaché ( <i>cum dividend</i> ), niveau du taux d'intérêt.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Partie du capital <i>Tier 1</i> des banques. Celles-ci peuvent donner (ou ne pas donner) d'informations sur la juste valeur et le coût amorti.</li> <li>- Informations sur les potentiels effets dilutifs limités à la méthode "comme si" la conversion eût été effectuée pour obtenir le BPA dilué (si pas de conversion, réalisé à la juste valeur).</li> </ul>

Nom de l'instrument financier hybride	Sociétés étudiées	Traitement comptable de l'instrument financier hybride	Information contenue dans les états financiers	Commentaires
<i>Panel C : Titres de créances assimilés à du capital</i>				
Options d'achat d'actions émises pour couvrir des frais de levée de fonds	DATETIX GROUP LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Ces options sont valorisées à la juste valeur contribuant à la réduction du capital en actions ordinaires et à l'augmentation des réserves de fonds propres.	Publication du coût de l'émission d'actions ainsi que de la méthode et des paramètres utilisés pour valoriser les actions (y compris les hypothèses de date d'exercice de l'option)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Informations sur les potentiels effets dilutifs au niveau du BPA dilué et du prix d'exercice.</li> <li>- Pas d'informations sur les changements de valeur pour l'année.</li> </ul>
Prêt finançant un programme d'actions faisant partie de la rémunération des employés ( <i>loan funded share plan</i> )	VOCUS COMMUNICATIONS LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Les employés bénéficient d'un recours limité à des prêts pour acquérir des actions dans une entité cotée ; ces actions sont détenues par une filiale jusqu'à ce que des conditions spécifiques soient respectées et que le prêt a été repayé. Les actions détenues par la filiale sont ici des actions propres et déduites du « capital d'apport ».	Information dans le rapport sur les rémunérations et note portant sur la nature et la structure du programme (actions détenues, et prêts contactés par les employés, actions détenues par la filiale, dépense de rémunération pour l'année, nombre de nouvelles actions émises via le programme avec leur prix d'émission et leur juste valeur).	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Information limitée sur le mode de comptabilisation appliqué :</li> <li>- Hypothèse de paiement exprimée sur la base d'actions réglées en instruments de capitaux propres utilisant une valeur d'option incorporée (<i>embedded option</i>) ;</li> <li>- Le traitement du BPA dilué n'est pas renseigné et peu d'informations permettant d'évaluer l'effet dilutif sur le programme d'achat d'actions.</li> </ul>
Options d'achat d'actions émises comme partie de la rémunération des employés ou du directeur	ADAVALE RESOURCES LTD (Rapport annuel 2016, 2017)  DATETIX GROUP LTD (Rapport annuel 2016)	Paiement sur la base d'actions réglées en instruments de capitaux propres	Information dans le rapport sur les rémunérations et note détaillant le total d'actions sur lequel portent les options, les dépenses de rémunération pour l'année, et le nombre de nouvelles actions émises via l'exercice des options.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Paramètres clés utilisés pour valoriser les options ne se basent pas sur des données de marché ;</li> <li>- Peu d'informations sur les conditions d'acquisition ;</li> <li>- Publication des effets de dilution potentiels au niveau du BPA dilué et du prix d'exercice ;</li> </ul>

	LITHIUM POWER INTERNATIONAL LTD (Rapport annuel 2016, 2017) VOCUS COMMUNICATIONS LTD (Rapport annuel 2016, 2017)		Renseignement sur la méthode et les paramètres utilisés pour valoriser les options d'achat.	- Pas d'informations sur les changements de valeur pour l'année.
Options d'achat d'actions émises pour le paiement de services rendus par un conseiller/consultant	LITHIUM POWER INTERNATIONAL LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Paiement sur la base d'actions réglées en instruments de capitaux propres	Informations contenues dans le rapport de gestion du Conseil d'Administration et notes complémentaires sur : - les actions avec une option d'achat en cours ; - les charges annuelles correspondantes ; - le nombre d'actions émises suite à l'exercice des options ; - le modèle de valorisation des options et les valeurs des paramètres clés de ce modèle utilisées.	- Valeurs des paramètres clés du modèle utilisées pour valoriser les options ne se basent pas sur des données observables ; - Publication des effets de dilution potentiels au niveau du BPA dilué et du prix d'exercice ; - Pas d'informations sur les changements de valeur des options au cours de l'année.
Options d'achat d'actions émises gratuitement associées à des options d'émission d'actions	LITHIUM POWER INTERNATIONAL LTD (Rapport annuel 2016, 2017)	Pas d'enregistrements comptables séparés pour les options. Seule l'émission d'actions effectuée est comptabilisée.	- Informations générales contenues dans le rapport de gestion du Conseil d'Administration ; - Notes complémentaires sur les options gratuites délivrées et le nombre de ces options en circulation.	- Pas de détails fournis sur la comptabilisation des options ; - Publication des effets de dilution potentiels au niveau du BPA dilué et du prix d'exercice ; - Pas d'informations sur les changements de valeur des options au cours de l'année.
-				

## 4.2. France

### 4.2.1 Comptabilisation des titres de créances assimilés à des fonds propres

En France, les **titres participatifs** sont inscrits dans le compte 1671 du PCG et ont un caractère de quasi fonds propres. Leur rémunération est basée sur une part fixe et sur une part variable, cette dernière étant fonction du chiffre d'affaires, de la production ou du résultat. Les titres subordonnés sont des obligations de caractère perpétuel en trainant une rémunération perpétuelle ; ils sont classés en autres fonds propres si leur rémunération est due même en l'absence de bénéfices ou en cas d'insuffisance de ceux-ci. A défaut du respect de cette condition, ils sont classés en capitaux propres. Les **titres subordonnés** sont inscrits dans les quasi fonds propres. Les agences de notation retraitent les émissions de titres subordonnés en deux parties, une en termes de dette et l'autre en termes de capitaux propres.

### 4.2.2 Comptabilisation des titres de créances assimilés à des titres de capital

Une obligation convertible en action (**OCA**) est une obligation émise par l'entreprise et qui donne droit à son détenteur de l'échanger contre des actions pendant une période déterminée et à certaines conditions.

En normes françaises, les **OCA** sont comptablement classées en dettes au compte 161 "emprunts obligataires convertibles" du PCG et, si elles sont converties deviennent des capitaux propres classiques. En normes IFRS, les **OCA** s'analysent comme des instruments composés. Une composante dette (la valeur actuelle des flux d'intérêts et de remboursement actualisée à un taux normal d'endettement) et une composante fonds propres (la valeur de l'option de conversion). Alors que la seconde composante reste figée, la première (la composante dette) est revalorisée chaque année de la différence entre la valeur faciale de la dette et la valeur initialement comptabilisée (méthode du coût amorti).

Quant aux obligations remboursables en actions (**ORA**), elles sont considérées comptablement comme des obligations jusqu'au remboursement et après coup comme des actions. En normes françaises, elles figurent en « autres fonds propres » du bilan et les intérêts versés en charges financières au compte de résultat, elles sont comptabilisées au compte 167 "emprunts et dettes assorties de conditions particulières" du PCG. Ce compte est catégorisé au bilan dans les autres fonds propres. En normes IFRS, on ventile la valeur d'émission entre la valeur actuelle des intérêts qui figure en dettes et le solde en capitaux propres.

Les bons de souscription d'actions (**BSA**) sont comptabilisés dans le compte de passif 1045 "bons de souscriptions d'actions" du PCG (sous compte de prime liée au capital).

Ils resteront dans ce compte qu'ils soient utilisés ou non. Le bon n'a pas à être comptabilisé de manière séparée, il s'agit donc d'une comptabilisation classique de l'emprunt.

#### 4.2.3 Exemples de comptabilisation

Le 18 octobre 2013, la société CAP GEMINI SA (Document de référence 2016, page 247) a procédé au lancement d'un emprunt sous forme d'**obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ORNANE)** ayant pour date de jouissance le 25 octobre 2013 et pour échéance le 1 janvier 2019. Le montant nominal de l'emprunt s'élève à 400 000 000 euros, représenté par 5 958 587 obligations d'une valeur nominale de 67,13 euros. Les obligations ne portant pas intérêt et devant être remboursées au pair le 1<sup>er</sup> janvier 2019. Le 5 octobre 2016 la société a annoncé qu'elle entendait procéder au remboursement anticipé de la totalité des obligations en circulation. Dans le cadre de ce remboursement les porteurs de 5 934 131 ORNANE ont exercé leur droit, il leur a été remis 398 358 000 euros et 640 184 actions existantes ; le 21 novembre la société a intégralement remboursé le solde des ORNANE en circulation. Depuis la date d'émission, les ORNANE figuraient en **quasi fonds propres**.

Le 1<sup>er</sup> octobre 2014, la société ORANGE SA (Document de référence 2016, page 245) a émis l'équivalent de 3 milliards d'euros de **titres subordonnés** de dernier rang en euros. Orange dispose d'une option de rachat à compter du 1er octobre 2021. Des clauses de *step up* prévoient un ajustement du coupon de 25 bps et 2026 et de 75 bps en 2046. Ces titres sont classés en **autres fonds propres**, les intérêts comptabilisés en charge, les intérêts courus non échus figurent au passif du bilan en dehors de la rubrique « autres fonds propres ».

Entre le 1er avril et le 17 avril 2015, la société AIR FRANCE SA (Document de référence 2016, page 261) a émis des **obligations subordonnées perpétuelles (TSDI)** pour 600 millions d'euros. Ces titres, d'une maturité perpétuelle, disposent d'une première option de remboursement en octobre 2020 au gré de la société. Ils portent un coupon annuel de 6,25% dont la première échéance a été payée le 1<sup>er</sup> octobre 2015 et comptabilisée en charges pour 18 millions d'euros. Ils sont présentés en **autres fonds propres**.

En 2014, la société ACCOR HOTELS (document de référence 2016, page 270) a émis un **emprunt obligataire hybride à maturité perpétuelle**. Cette émission d'un montant de 900

millions d'euros prévoit une première option de remboursement le 30 juin 2020 et prévoit un coupon de 4,125% jusqu'à cette date avec une réinitialisation du taux tous les cinq ans par la suite. Le montant de l'emprunt est comptabilisé en « **autres fonds propres** » net de la prime d'émission soit 894 millions d'euros ; les intérêts sont constatés en charges.

En 2017, la société ENGIE (annonce publiée par la société le 11/04/2017) a annoncé le placement de **titres super subordonnés à durée indéterminée** hybrides pour un montant de 600 millions d'euros. Ces obligations offrent un coupon initial fixe de 2,875% révisé pour la première fois sept ans après l'émission sur la base du taux de swap à 5 ans puis tous les 5 ans. Ces titres sont classés en **quasi fonds propres** dans les comptes sociaux, le communiqué de presse précise que ces titres seront comptabilisés en **fonds propres** à 100% en IFRS et à 50% par l'agence de notation Moody's.

De manière générale, les titres subordonnés et ses variantes sont comptabilisés en autres fonds propres pour des sociétés ayant adopté les IFRS, mais leur traitement dans les comptes sociaux peut différer comme le suggère l'exemple de la société ENGIE.

## 4.3 Canada

### *4.3.1 Principes de comptabilisation des obligations convertibles et actions préférentielles*

L'application des IFRS au Canada est plus large qu'en Europe et s'applique à la plupart des entités économiques. Les IFRS sont obligatoires pour la majorité des sociétés cotées, nationales ou étrangères, ainsi que pour les sociétés financières depuis 2011 et facultatifs pour les entreprises à but lucratif et capital fermé (ou PCGR "NC - ECF"). Si les sociétés sont aussi listées auprès de la « US SEC », celles-ci peuvent aussi utiliser les US GAAP.

Les obligations convertibles au Canada sont comptabilisées en conformité aux IFRS, (IAS 32 et IAS 39), d'où la séparation des composants dettes et fonds propres. Quant aux actions de préférence, selon la norme IAS 32, celles-ci peuvent être classées en dettes ou en fonds propres en fonction de leurs caractéristiques. Les actions de préférences obligatoirement échangeables ou convertibles contre espèces sont comptabilisées en tant que dettes. Par contre, les actions de préférence sans date de maturité et sans obligation contractuelle de la part de l'entreprise émettrice sont comptabilisées en tant que fonds propres.

#### 4.3.2 Exemple de comptabilisations d'obligations convertibles

BORALEX est une société productrice d'électricité vouée au développement et à l'exploitation de sites de production d'énergie renouvelable au Canada. Ci-dessous un extrait de son bilan consolidé de l'exercice 2016 (préparé en conformité aux normes IFRS).

Les obligations convertibles de BORALEX sont listées à la *Toronto Stock Exchange (TSX)*. Ces instruments sont divisés en composants dettes et fonds propres en conformité avec la substance du contrat initial. Au moment de l'émission, la juste valeur du composant dettes a été mesurée en utilisant le taux d'intérêt dominant pour les dettes non convertibles similaires. Ce montant est reconnu parmi les dettes au coût amorti en utilisant la méthode de l'intérêt effectif jusqu'à la conversion ou la maturité de l'obligation. Comme le suggère la Figure 1, la composante fonds propres est déterminée par soustraction du montant de la dette de la juste valeur totale de l'instrument financier composé. Ce montant, après l'incidence fiscale, est comptabilisé en fonds propres et n'est plus réévalué.

**Tableau 5** - Extrait du rapport annuel 2016 - Boralex

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Non-current debt	\$ 1,439	\$ 1,276
convertible debentures	\$ 135	\$ 133
Deferred income tax liability	\$ 70	\$ 88
Decommissioning liability	\$ 34	\$ 32
Other non-current financial liabilities	\$ 31	\$ 37
Other non-current liabilities	\$ 27	\$ 44
<b>Non-current liabilities</b>	<b>\$ 1,736</b>	<b>\$ 1,610</b>

#### 4.3.2 Exemple de comptabilisations d'actions préférentielles

BELL CANADA est l'une des principales compagnies de télécommunications du Canada. Elle a émis des actions de préférence convertibles qui sont classées parmi les fonds propres au 31 décembre 2016. Elles n'ont pas de droits de vote mai en contrepartie, elles permettent à l'actionnaire de demander la conversion ou l'échange de ses actions de préférence contre une autre classe ou type d'actions.

**Tableau 6 - Extrait du rapport annuel 2016 – Bell Canada**

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Equity</b>		
<b>Equity attributable to BCE shareholders</b>		
Preferred shares	\$ 4,004	\$ 4,004
Common shares	\$ 18,370	\$ 18,100
Contributed surplus	\$ 1,160	\$ 1,150
Accumulated Other comprehensive income	\$ 46	\$ 119
Deficit	\$ (6,040)	\$ (6,350)
<b>Total equity attributable to BCE shareholders</b>	<b>\$ 17,540</b>	<b>\$ 17,023</b>

#### **4.4 Royaume Uni**

##### *4.4.1 Principes généraux*

Les prescriptions de IAS 32.28, FRS 25.28 puis FRS 102.22 imposent que les obligations convertibles aient une comptabilisation séparée (Barden et al. 2007 ; Chopping, 2010 ; Ernst and Young 2016), *i.e.* un traitement indépendant du montant du principal et du droit de conversion. En particulier, le montant du principal est traité généralement comme un titre de dette puisqu'il constitue une obligation financière pour l'émetteur de remettre des liquidités. Au cas où seulement la conversion est obligatoire ou subordonnée au choix de l'émetteur, alors l'obligation de remettre des liquidités peut être évitée et l'instrument financier peut être qualifié de fonds propres (Barden et al. 2007). Le droit de conversion de l'émetteur est ici considéré comme un outil de fonds propres. A ce titre, notons que les droits de préemption sur les nouvelles émissions d'actions détenus par les investisseurs dépendent ici du type d'actions pour lesquelles la débenture peut être convertie. En accord avec ceci, un droit de préemption est uniquement accordé par le *Companies Act (CA)*, au cas où le droit de conversion fait référence au capital engagé en actions (*CA Sec. 560 §1*).

De manière générale, l'approche retenue pour classer et valoriser les instruments financiers hybrides selon la norme FRS 102 diffère assez sensiblement de FRS 25 sans en rejeter les principes énoncés ci-dessus. Elle élargit toutefois le spectre des instruments hybrides couverts aux obligations utilisées par les banques dans le cadre de leur gestion de leurs fonds propres (*Additional Tier One (AT 1)*). Elle repose également sur un travail de différenciation entre instruments financiers de base (*'basic'*) et complexes (*'nonbasic'*), laquelle détermine in fine le type de valorisation : à la juste valeur ou au coût amorti.

#### 4.4.2 Actions de préférence et ses variantes

Le paragraphe FRS 102.22 intègre les actions de préférence non-convertible et non remboursable au gré du porteur dans la définition des instruments financiers de base (cf. Section 11 “Basic Financial Instruments” de FRS 102). En particulier, FRS 102.22.5 requiert que de tels instruments soient valorisés en tant que fonds propres à la juste valeur par le biais du compte de résultat (FVTPL) après sa comptabilisation initiale ou au coût amorti (i.e. moins dépréciation) si la juste valeur ne peut être établie de manière fiable. Par ailleurs, le traitement comptable des actions de préférence peut dépendre du statut juridique des actions de préférence notamment celles comportant une clause obligatoire de remboursement (cf. FRS 102.22.5(e)). Celles-ci ne seront pas enregistrées comme fonds propres par l’émetteur mais comme passif financier (dette) au bilan.

#### 4.4.3 Obligations convertibles

Le traitement comptable des obligations convertibles de base (*basic*) et des instruments hybrides composés (*non basic*) suit les prescriptions de la Section 12 “Other Financial Instrument Issues” de FRS 102 dans son intégralité, à condition que la composante conversion donne lieu au versement d’un rendement variable délivré au détenteur (cf. FRS 102.22.5(e)). Plus particulièrement, ils doivent être évalués à la juste valeur par le biais du compte de résultat et FRS 102.22.13 précise que pour les obligations convertibles et ses variantes contenant une partie dette et fonds propres, l’entité doit allouer les produits entre la composante dette et celle fonds propres. Pour faire cette allocation, l’entité doit déterminer, dans un premier temps, le montant de la composante dette à la juste valeur d’une obligation (ou passif) similaire qui n’offre pas d’option de conversion en actions ou en fonds propres associés équivalents. Dans un second temps, l’entité doit allouer le montant résiduel en tant que fonds propres. Par exemple, la société CENTRICA Plc. a émis en avril 2015 une obligation de £750 million ne payant pas d’intérêts avant son expiration. A l’échéance, CENTRICA se doit de délivrer autant d’instruments de fonds propres d’un montant équivalent à £800 million. Bien que l’obligation soit convertible en actions, il ne s’agit pas d’un instrument composé (*non basic*) car il n’y a pas de composante fonds propres attachée. Autrement dit, CENTRICA a émis une obligation qui fournit un rendement équivalent à £50 million soit la différence entre les produits issus de l’émission de l’obligation et le montant dû à la maturité de l’obligation (£800 million - £750 million = £50 million) donnant lieu à un versement d’un montant fixe aux porteurs des titres obligataires. Le lien de subordination aux fonds propres de l’émetteur ne rend ce rendement

variable à aucun moment si bien que la composante « passif » de l'obligation convertible peut être qualifiée ici de base (*basic*).

#### *4.4.4 Instruments hybrides utilisés par les sociétés financières pour la gestion de leur capital réglementaire*

Avant l'introduction de Bâle III et la directive CRD IV, les titres hybrides détenus par les banques étaient normalement qualifiés de fonds propres étant donné l'objectif de capital réglementaire et de dettes pour des raisons fiscales. De par l'établissement de critères plus stricts pour que ces instruments hybrides soient qualifiés de fonds propres sous CRD IV, une incertitude quant à leur traitement fiscal est apparue. Puisque ces mêmes instruments pouvaient être requalifiés comme des instruments de fonds propres au niveau fiscal, les banques pourraient ne plus être éligibles à la déductibilité de l'impôt sur les intérêts payés et auraient à ôter la retenue d'impôt des intérêts payés. Au final, cela aurait rendu ces instruments moins attractifs pour les émetteurs (les banques) ainsi que pour les détenteurs. Pour couper court à cette incertitude, les autorités britanniques ont autorisé, dès l'introduction de CRD IV, les banques à traiter comptablement et fiscalement les instruments hybrides utilisés à des fins de capital réglementaire comme des dettes.

## **4.5 Etats-Unis**

### *4.5.1 Comptabilisation des dettes convertibles*

Selon les conditions et le modèle comptable de la dette convertible (*cf.* Figure 1), celle-ci peut être classée soit en intégralité en dettes, soit en classification dédoublée en composante dette et en option de conversion. Plusieurs modèles de comptabilisation sont proposés.

#### **Modèle comptable 1 : Comptabilisation en dettes – Appliquer l'option de la juste valeur**

Il s'agit d'un choix irrévocable (sauf événement exigeant la réévaluation) au moment de la comptabilisation initiale de l'instrument de dette. C'est une option réservée aux instruments qui seront classés en intégralité en dettes. Le montant de la dette selon l'option de la JV est déterminé selon la norme ASC 820 « *Fair Value Measurement* ». Ce montant peut différer des sommes collectées au moment de l'émission de l'instrument de dette. Les frais d'émission ne peuvent pas être reportés à une date ultérieure. Les charges d'intérêts ainsi que les changements de la JV en fonction de la norme ASC 825.

#### **Modèle comptable 2 : Comptabilisation séparée dette option de conversion**

L'option de conversion est considérée comme une dérivée selon la norme comptable ASC 815. La juste valeur de l'option de conversion est déterminée et déduite du montant de la dette convertible. L'option de conversion est ensuite comptabilisée en tant que dettes à la juste valeur. Les changements de la juste valeur sont reconnus dans le compte de résultat. La dette convertible restante est amortie comme une dette non convertible classique.

### **Modèle 3 : Diviser l'instrument en composante dettes et fonds propres selon les critères d'allocation de la caractéristique de conversion contre espèces**

La juste valeur de la composante dette est déterminée en comparaison à un instrument financier de dettes similaire sans option de conversion. La différence entre les sommes collectées et la composante dette est enregistrée en fonds propres sans évaluation ultérieure. La composante dette est amortie et les intérêts sont calculés tout au long de la durée de vie estimative de l'instrument de dette.

### **Modèle comptable 4 : Comptabilisation en intégralité en dettes**

La dette convertible est reconnue, amortie et décomptabilisée comme une dette non convertible classique.

### **Modèle comptable 5 : Diviser l'instrument en composante dettes et fonds propres selon les critères d'allocation de la caractéristique de conversion avantageuse (BCF)**

Selon le glossaire principal de l'ASC (*Accounting Standards Codification*), une caractéristique de conversion avantageuse existe quand le prix de conversion est inférieur à la juste valeur des actions auxquelles l'instrument financier sera converti à la date d'engagement. Il s'agit d'une caractéristique non détachable. Il faut donc commencer par déterminer le montant de l'option de conversion avantageuse (*in-the-money amount of the conversion option*). Ensuite, il faut enregistrer cette option en fonds propres (sans évaluation ultérieure) et le reste en dettes. Les sommes inscrites en dettes seront amorties comme une dette non convertible classique.

#### *4.5.2 La comptabilisation des actions de préférence*

De manière générale, les actions de préférence sont classées en dettes selon les règles de la norme ASC 480 "*Distinguishing Liabilities from Equity*"<sup>34</sup>. Si l'action de préférence ne doit pas être classée en tant que dettes, selon ASC 480, celle-là peut être classée en tant que fonds

---

<sup>34</sup> Les actions de préférence perpétuelles et les actions de préférence remboursables au choix de l'émetteur constituent un cas particulier dans la mesure où elles sont classées en fonds propres.

propres ou quasi fonds propres. Par exemple, les actions de préférence remboursables contre argent ou autres classes d'actif « *redeemable preferred stock for cash or other assets* » sont classées en quasi fonds propres « *Mezzanine Equity* » si elles sont remboursables :

- à un prix déterminé et à une date déterminée ;
- au choix de l'actionnaire ;
- à la réalisation d'un évènement qui ne relève pas du contrôle de l'entreprise émettrice.

Les actions de préférence convertibles « *Convertible Preferred Stock* » sont également souvent classées en quasi fonds propres en fonction de leurs caractéristiques. La classification comptable des actions de préférence selon les US GAAP (normes ASC 480, ASC 825) peut être résumée dans le tableau 7.

**Tableau 7 - Classification des actions de préférence – US GAAP<sup>35</sup>**

Type	Dettes ou fonds propres	Fonds propres ou Quasi Fonds propres
Actions de préférence obligatoirement remboursables sans option de conversion substantielle « <i>Mandatorily redeemable without a substantive conversion option</i> »	Dettes	Non applicable
Actions de préférence obligatoirement remboursables avec option de conversion substantielle « <i>Mandatorily redeemable with a substantive conversion option</i> »	Fonds Propres	Quasi fonds propres « <i>Mezzanine Equity</i> »
Actions de préférence remboursables à la demande de l'actionnaire « <i>redeemable at the shareholder's option</i> »	Fonds Propres	Quasi fonds propres « <i>Mezzanine Equity</i> »
Actions de préférence éventuellement remboursables à la demande de l'actionnaire « <i>contingently redeemable at the shareholder's option</i> »	Fonds Propres	Quasi fonds propres « <i>Mezzanine Equity</i> »
Actions de préférence remboursables au choix de l'émetteur « <i>Redeemable (callable) at the issuer's option</i> »	Fonds Propres	Fonds propres « <i>Permanent Equity</i> »
Actions de préférence éventuellement remboursables au choix de l'émetteur « <i>Contingently redeemable (callable) at the issuer's option</i> »	Fonds Propres	Fonds propres « <i>Permanent Equity</i> »
Actions de préférence perpétuelles « <i>Perpetual preferred stock</i> »	Fonds Propres	Fonds propres « <i>Permanent Equity</i> »

<sup>35</sup> Financing Transactions Guide – PwC 2017 – USA

#### 4.5.3 Cas de comptabilisation des actions de préférence convertibles (quasi fonds propres)

Xerox est une entreprise américaine, basée dans le Connecticut, principalement reconnue comme étant l'inventeur du photocopieur xérogaphique et le premier fabricant d'imprimantes. Les actions de préférence convertibles émis par Xerox donnent le droit à l'actionnaire de demander le remboursement d'une partie ou de la totalité de ses actions. Du fait de la présence de cet attribut de conversion éventuelle, à la lecture du tableau 8, nous observons que les actions de préférence convertibles sont classées en quasi fonds propres (fonds propres temporaires) indépendamment des fonds propres classiques.

**Tableau 8 - Extrait du rapport annuel 2016 – Xerox**

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>\$ 13,090</b>	<b>\$ 16,075</b>
<b>Commitments and contingencies</b>		
Convertible preferred stock	\$ 214	\$ 349
Common stock	\$ 1,014	\$ 1,013
Additional paid-in capital	\$ 3,098	\$ 3,017
Retained earnings	\$ 5,039	\$ 9,686
Accumulated other comprehensive loss	\$ (4,348)	\$ (4,642)
<b>Xerox shareholders' equity</b>	<b>\$ 4,803</b>	<b>\$ 9,074</b>
Non Controlling interests	\$ 38	\$ 43
<b>Total equity</b>	<b>\$ 4,841</b>	<b>\$ 9,117</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>\$ 18,145</b>	<b>\$ 25,541</b>

Remarquons que les normes comptables américaines et internationales (IFRS) retiennent des définitions et surtout des mécanismes de comptabilité différents. La comparaison des normes permet de conclure que les US GAAP offrent, théoriquement, un schéma comptable des titres hybrides plus détaillé. Ce schéma se manifeste à travers la définition plus étroite des instruments financiers classés en passif financier et est renforcé par la sélectivité des titres considérés comme des instruments financiers composés. Par exemple, sous IFRS, toutes les dettes convertibles sont des instruments composés qui nécessiteront une comptabilisation distincte due à l'option de conversion. Ce n'est pas le cas pour les US GAAP, où l'option de conversion n'est pas toujours comptabilisée séparément. Ainsi, les différences dans le traitement de l'option de conversion provoquent des traitements comptables sensiblement différents entre les US GAAP et les IFRS, tels que les différences dans les charges d'intérêt, qui ne sont pas reconnues de manière identique dans les deux systèmes comptables.

## 5. Conclusion

Les entreprises utilisent les titres hybrides « à mi-chemin entre l'apport en société et la créance externe » afin de flexibiliser leur structure financière et ne pas trop alourdir leur niveau d'endettement. Si certains titres hybrides sont mieux appréhendés que d'autres à ce jour (Dutordoir *et al.*, 2014), leur grande diversité et complexité interdit cependant toute généralisation dans leur qualification juridique et fiscale. En sus, la complexité de ces instruments financiers (au sens d'IAS 32) crée des divergences au niveau international voire des incohérences au niveau de leur reporting. En ce sens, notre étude propose ainsi une revue des différents schémas juridiques, fiscaux et comptables de cinq pays parmi les plus actifs et représentatifs sur le marché des titres hybrides : Australie, Canada, Etats Unis, France, Royaume-Uni en marge du projet *Financial Instruments with Characteristics of Equity (FICE)* en cours de ratification. Pour ce faire, nous avons procédé en deux temps.

Dans un premier temps, nous avons dressé un état des lieux des qualifications juridiques et fiscales des titres hybrides adoptées par les pays étudiés. Sur le plan fiscal, nous avons remarqué des réponses relativement homogènes notamment au niveau de la déductibilité des intérêts des dettes et obligations hybrides. Sur le plan juridique, trois grandes catégories de titres hybrides se distinguent de notre analyse des définitions apportées par les juridictions étudiées : titres de capital, titres de créances assimilés à des fonds propres (« quasi fonds propres »), et titres de créances assimilés à des titres de capital.

Dans un second temps, nous avons effectué une étude comparative des méthodes de classement comptable des titres hybrides (entre dettes et fonds propres) et de leur valorisation à la juste valeur employées par les référentiels comptables IFRS et nationaux (Australie, Canada, France, Royaume Uni). Après avoir mis en exergue de réelles différences quant aux réponses qu'ils apportent notamment pour instruments financiers composés, notre étude permet de conclure que les US GAAP offrent, théoriquement, un schéma comptable des titres hybrides plus détaillé que les autres référentiels. Cela se manifeste au travers d'une définition plus étroite des instruments financiers classés en passif financier et au travers d'une plus grande sélectivité des titres hybrides considérés comme des instruments financiers composés.

En raison des difficultés rencontrées pour établir des principes univoques de classement des titres hybrides notamment en Europe, nous jugeons opportun, à l'heure où le projet IFRS

*Financial Instruments Characteristics of Equity (FICE)* est en cours, de réfléchir à la mise en œuvre d'une catégorie mezzanine pour classer les instruments financiers hybrides composés<sup>36</sup>. L'utilisation d'une catégorie mezzanine permettrait d'éviter l'allocation binaire, parfois aléatoire entre dettes et fonds propres et ainsi d'améliorer la qualité de l'information financière car la nature juridique voire même la substance économique des instruments financiers hybrides composés serait mieux reconnue. Selon cette approche « mezzanine », les fonds propres seraient constitués d'instruments financiers qui représentent une partie de la valeur résiduelle de la société et qui n'imposent ni obligation de transférer des apports en numéraire ou d'autres actifs. En revanche, les instruments financiers de dettes induiraient une obligation de règlement d'un montant fixe ou déterminé à l'avance de liquidités (intérêt des coupons) et/ou principal de l'obligation) au porteur. Ces instruments satisferaient ici la définition actuelle de paiement isolés du principal et des intérêts tel qu'il est spécifié par la norme IFRS 9, qui remplace IAS 39, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 au motif que les coupons payables au porteur reflètent le risque de crédit de la société émettrice et la valeur temps de l'argent. Dans cette logique, tout autre instrument financier hybride avec une structure plus complexe serait transféré dans la catégorie mezzanine. Celle-ci pourrait inclure les obligations convertibles, les actions préférentielles, les contrats dérivés indexés sur les propres actions de la société émettrice et éventuellement les obligations convertibles contingentes des sociétés financières. Un des principaux atouts de la catégorie mezzanine (ou fonds propres temporaires) est d'éviter la séparation des instruments financiers hybrides composés en deux composantes et de réduire significativement la complexité de leur traitement comptable voire d'aider au rapprochement des référentiels IFRS et US GAAP<sup>37</sup>.

Par ailleurs, les sociétés émettrices détenant plus d'un instrument hybride dans la catégorie mezzanine pourraient les faire apparaître par ordre de priorité de liquidation. Cette catégorie pourrait être aussi l'occasion de dévoiler des informations supplémentaires dans les états financiers permettant de mieux comprendre l'impact des instruments sur les risques de

---

<sup>36</sup> Dans un exposé sondage réalisé en 2015, l'IASB en vient à la conclusion que l'introduction d'une catégorie intermédiaire entre dettes et fonds propres rendrait le traitement comptable des instruments financiers dans le bilan et le compte de résultat plus complexe (IASB, 2015). Toutefois, cette conclusion a été critiquée comme par exemple par le comité de normalisation japonais (*Accounting Standards Board of Japan (ASBJ)*) qui y voit la possibilité de remédier au traitement des instruments financiers composés notamment hybrides (ASBJ, 2015).

<sup>37</sup> Sous US GAAP, les instruments financiers composés ne sont pas classés au sein d'une composante dette séparée d'une autre composante fonds propres. Par ailleurs, l'utilisation de la catégorie mezzanine n'est pas une idée nouvelle. Les sociétés déclarantes à la SEC avaient été obligées d'utiliser une catégorie mezzanine (ou de fonds propres temporaires) dans les années 80 suite à la publication de *Accounting Series Release No. 268, Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks"* (ASR 268) datant de 1979.

solvabilité et les effets potentiels de dilutions (ou les contraintes) pesant sur le poids et les rendements des actionnaires ordinaires. Dès lors, il pourrait être pertinent de distinguer l'aspect solvabilité de l'aspect valorisation (Ryan *et al.*, 2001) de façon à ce que :

- le passif soit envisagé selon une perspective de solvabilité et les fonds propres le soient selon une perspective de valorisation (par exemple, l'obligation de transférer des liquidités égales à la juste valeur du nombre fixé d'actions) ou alors ;
- les fonds propres soient envisagés selon une perspective de solvabilité et les passifs le soient selon une perspective de valorisation (par exemple, une obligation de transférer un montant variable d'action égal à un montant fixe en euros).

Cette distinction pourrait permettre de rapprocher les informations comptables des sociétés financières (devant respecter des critères de fonds propres réglementaires et de solvabilité (CRD IV et Solvabilité II)) de celles des sociétés non financières et fournir un complément d'informations au « *rating* » *i.e.* le risque de crédit estimé par les agences de notation. A noter également que sous IFRS 9, une société peut utiliser plusieurs approches pour évaluer si le risque de crédit s'est véritablement accru. Si certains facteurs ou indicateurs de risque ne pourraient être disponibles sur une base individuelle, IFRS 9 requiert désormais aux sociétés de procéder à cette évaluation sur une base collective, par groupes appropriés d'instruments financiers ou parties de portefeuilles d'instruments financiers (Deloitte 2014). La comptabilisation et la valorisation des instruments financiers hybrides composés au sein d'une catégorie spécifique dite « mezzanine » apparaissent, dès lors, judicieuses.

## 6. Bibliographie

- Aberbach, K. (2009). Treatment of hybrid securities. A chapter in Proceedings of workshop on "Challenges to improve global comparison of securities statistics". Washington DC: Bank for International Settlements.
- ASBJ (2015). Comment Letter on the IASB's ED. *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Tokyo: ASBJ.
- ASX (2017). Understanding Hybrid Securities. An attractive alternative for income. Australian Securities Exchange (ASX), Sydney.
- Attia, L., Fleuret, N. (2011). Traitement comptable des obligations convertibles contingentes ou "coco bonds. *Revue Française de Comptabilité* 446 : 38-40.
- Bandrac M., Birotheau P., Debin C. (2004). Le régime et l'émission des valeurs mobilières après les ordonnances de 2004. *Actes pratiques et ingénierie sociétair*e 77.
- Barden, P., Mitra, S., Rigelsford, K., (2007). UK GAAP 2007. Paperback.
- Barsch, S.-E., (2012). Taxation of Hybrid Financial Instruments and the Remuneration Derived Therefrom in an International and Cross-boarder Context. Mannheim: Springer.
- Bolger, A. (2015). Bond issuers increasingly turn to hybrids. *Financial Times*, février 2015.
- Bonneau T. (2004). La réforme du régime des valeurs mobilières : création d'une nouvelle catégorie d'actions. *Droit des sociétés* 8.

- Briatte, A.X. (2017). *Financement et pratique du crédit*, LexisNexis.
- Carlin, T.M., Finch, N., Ford, G. (2006). Hybrid financial instruments, cost of capital and regulatory arbitrage - an empirical investigation. *Journal of Applied Research in Accounting and Finance* 1(1): 43-55.
- Chopping, D., (2010). Applying GAAP 2010-2011. Paperback.
- Cordier, B. (1989), *Le renforcement des fonds propres dans les sociétés anonymes*. Doctorat en droit, Paris: Paris 1, Librairie générale de droit et de jurisprudence.
- Cozian M., Viandier A. (1987). Droit des sociétés. Litec.
- Davies, P, Rickford, J., (2008). An Introduction to the New UK Companies Act. *European Company and Financial Law Review* 5(1): 48-71.
- Deloitte (2014). Pleins feux sur les IFRS. L'IASB a terminé l'élaboration de l'IFRS 9 qui modifie le classement et l'évaluation des actifs financiers et instaure un modèle de dépréciation fondé sur les pertes attendues. Bureau Mondial des IFRS, Juillet 2014.
- Deloitte (2015). A Closer Look. 'Basic/Non Basic classification of debt instruments under FRS 102'. Deloitte Publications: 'UK GAAP Beyond the Detail'.
- Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J., Veld, C., (2014). What we do and do not know about convertible bond financing. *Journal of Corporate Finance* 24 (C) : 3-20.
- Eiger, D., Green, P., Humphreys, T., Jennings-Mares, J. (2015). Hybrid securities: an overview. Practical Law, Multi-jurisdictional guide 2015/2016.
- Ernst and Young (2014). FRS 102 Illustrative Financial Statements: "Complying with FRS 102 – The Financial Reporting Standard Applicable in the UK and Republic of Ireland, as issued in March 2013", Ernst and Young Publications.
- Ernst and Young, (2016). International GAAP 2016. John Wiley & Sons Ltd, London.
- Faugerolas, L. (1991). La subordination des créances. *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires* 42 : 84.
- Fenech, J-P., Fang, V., Brown, R. (2016). How accurately can convertibles be classified as debt or equity for tax purposes? Evidence from Australia. *Review of Law & Economics* 12: 153-164.
- Flores, E., Broedel Lopes, A., Carvalho N. (2016). Are hybrid financial instruments debt or equity? International evidence. Cahier de recherche, Université de Sao Paolo.
- Geninet M. (1987). Les quasi-apports en société. *Revue Sociétés*, 25.
- Gissinger P. (2006), « Les nouvelles générations de titres hybrides », *RTD finance* 2, p.98.
- Gosh, J., (2008). In *New tendencies in tax treatment of cross-border interest of corporations*, (Eds, Hanny, P.), 735-738.
- Hannam, J. (2008). Will it All End in Tiers? The Importance of Tier One Capital. *The Tax Journal* 9: 10.
- IASB, (2015). Exposure Draft ED/2015/3. *Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IFRS Foundation.
- Mackenzie, G. (2006). Taxation as a Driver for Designing Convertible Securities. *Journal of Applied Research in Accounting and Finance* 1: 1541–1577.
- Madignier A.M., (1983). Nature juridique des prêts participatifs in *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement* (Eds. Caussain, J-J., Mercada, B.), Feduci.
- Martin, D., Le Nabasque H., Mortier R., Fallet C., Pietrancosta A. (2012). Les actions de préférence. *Actes pratiques ingénierie sociétaire*, nov.-déc. 2012, Lexis Nexis.
- Mayers, D., 1998. Why firms issue convertible bonds: The matching of financial and real investment options. *Journal of Financial Economics* 47 : 83-102.
- Moody's Investors Service (2001). Special Comment – Aussie Hybrids: The Search for Equity-Like Instruments Continues. Moody's Global Credit Research.

- Nizard F., (2006). Le capital hybride innovant : aspects juridiques et internationaux. *Revue de Droit bancaire et financier* 1 : 47.
- Penney, M. (2000). "United Kingdom" in IFA, Tax treatment of hybrid financial instruments in cross-border transactions, Cahiers de Droit Fiscal International, Kluwer Law International, 645-646.
- Ragot X., Thimann C., Valla N., (2016). Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité, *Notes du conseil d'analyse économique* 36 : 1-12.
- Reserve Bank of Australia (2005). Financial Stability Review. Australian Government Printer, Sydney.
- RSM. (2016). How to account for Convertible Debt. Financial Insight, January 2018, RSM Australia.
- Sinclair, S., Crisostomo, M., (2008). Tier one hybrids for credit institutions, is convergence in regulation possible? *Capital Markets Law Journal* 3(4): 458-468.
- Southern D., (2000). Taxation of Corporate Debt, Foreign Exchange and Derivative Contracts Price Waterhouse Coopers Publications 83.
- Southern, D., (2017). Taxation of Loan Relationships and Derivative Contracts, Bloomsbury.
- Standard & Poor's (2008). Hybrid Capital Handbook, Standard & Poor's Ratings Services Publications.
- Stein, J., (1992). Convertible bonds as backdoor equity financing. *Journal of Financial Economics* 32: 3-21.
- Tiley J., (2008). In: *Tax Treatment of Financial Instruments*, (Ed Geerten. M.), 263-309.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Le Fur, Y., (2018). Finance d'entreprise, 16ème édition, Dalloz.

# *La distinction entre dettes et capitaux propres : une question de gouvernance ?*

## **Résumé**

Avec la publication du *Discussion Paper Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) en juin 2018, l'IASB propose une réflexion sur une nouvelle classification des instruments financiers du point de vue de l'émetteur. A ce jour, l'approche risques/liquidité des instruments hybrides permet de faire la distinction entre les capitaux propres et les dettes. Ce papier propose une relecture de cette distinction à travers une revue de la littérature et les avancées des théories organisationnelles et comportementales. La question du contrôle et des enjeux de gouvernance, tant du point de vue de l'actionnaire que du créancier, sont au cœur de l'analyse de cette classification. Par ailleurs, l'examen du cadre juridique et institutionnel ne peut plus être ignoré par l'IASB dès lors que ces instruments véhiculent des clauses complexes, posant une interrogation sur l'incomplétude des contrats.

## **Classification JEL :**

Instruments financiers hybrides – IFRS –  
Gouvernance – Capitaux propres

## **Abstract**

With the release of the *Discussion Paper Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) in June 2018, the IASB proposes a discussion about a new classification of financial instruments from the perspective of their issuers. Up until now, the traditional risk / liquidity approach adopted to classify hybrid instruments makes it possible the distinction between equity and debt in most cases. This paper proposes to enrich this classification approach through a comprehensive literature review and capitalizing on the advances in organizational and behavioural theories. Indeed, the issues of control and corporate governance are at the heart of the analysis of such classification given the perspectives of shareholders or of creditors. Moreover, the influences of both the legal and institutional frameworks should not be ignored by the IASB since hybrid instruments contain some complex covenants, which raise questions regarding the incompleteness of financial contracts.

## **JEL Classification:**

Hybrid financial instruments – IFRS –  
Corporate Governance – Equity

## 1. Introduction

La question de la distinction entre dettes et capitaux propres n'a jamais été autant d'actualité. Pour preuve : l'IASB a proposé un débat au travers d'un *Discussion Paper/2018/1 Financial Instruments of Characteristics of Equity* (DP FICE) lancé en juin 2018 dont la phase consultative s'achève début 2019, afin de proposer une classification des capitaux propres et des dettes ainsi qu'une présentation des besoins spécifiques. L'enjeu de la classification concerne particulièrement les instruments financiers complexes tels que les actions préférentielles, les actions remboursables, les obligations convertibles (OC), les titres perpétuels, les obligations contingentes convertibles (CoCos), les dérivés sur actions propres, les instruments *puttable*, les mezzanines, etc. Tous ces instruments qualifiés « d'hybrides », fruits de l'imagination des ingénieurs financiers et des avocats d'affaires, combinent avec subtilité des éléments issus de la finance, de la comptabilité, du droit, de la fiscalité mais également des théories organisationnelles et institutionnelles. Pourtant, la question de la classification n'est pas récente. Dans son ouvrage *Accounting Theory* de 1922, Paton exposait déjà les raisons pour lesquelles les firmes émettaient des produits hybrides<sup>38</sup>. L'un des motifs évoqués est que la possession (la propriété) passe par le droit de contrôle de l'opération (p.71). Par la suite, il mettait en exergue l'importance de la classification des instruments de capitaux propres et de dettes en fonction de leur niveau de risque et/ou de leur contrôle ainsi que leurs incidences sur les flux de trésorerie futurs de l'entreprise.

Le DP FICE s'intéresse uniquement à l'amélioration de la classification des instruments financiers afin que la norme IAS 32 puisse être plus consistante, complète et claire. Il ne traite ni de la reconnaissance ni de l'évaluation des instruments financiers qui restent du domaine d'IFRS 9. Il tente de répondre à la dichotomie dettes/fonds propres utilisée jusqu'alors par l'IASB et qui est mise à mal aujourd'hui par la croissance exponentielle des titres hybrides dans les financements des entreprises. De nombreux travaux académiques ont proposé des analyses et des synthèses sur cette question (Schön *et al.*, 2009 ; Schmidt, 2013). Deux critères identifient avant tout une dette<sup>39</sup> (EY, 2018) : une échéance et/ou une durée (c'est-à-dire l'obligation de transférer à un moment donné de la trésorerie ou un autre actif financier pour rembourser le contrat) et un montant de transaction (c'est-à-dire l'obligation de rembourser, indépendamment

---

<sup>38</sup> L'ingénierie financière ne date pas du 20<sup>ème</sup> siècle. Selon Gallais-Hamonno et Zamfirescu (2002), elle daterait du 18<sup>ème</sup> siècle avec les emprunts basés sur la tontine et la rente viagère. De même, Hirigoyen (1992) expose les multiples innovations financières du 19<sup>ème</sup> siècle avec les émissions d'emprunts obligataires émis par les compagnies de chemins de fer et les premiers *junk-bonds* émis dans les années 20.

<sup>39</sup> Il s'agit de l'approche Gamma proposée par l'IASB.

des ressources économiques disponibles de l'entité). S'il y a une obligation de temps et de montant, nous avons affaire à une dette classique. S'il n'y a aucune obligation de temps et de montant, alors l'instrument financier relève des capitaux propres. En revanche, s'il n'y a qu'une seule obligation (temps ou montant), il s'agit d'une dette hybride qui mérite une attention particulière. Cette approche binaire consiste à s'interroger en premier lieu sur les dettes, la définition d'un instrument de capitaux propres n'étant en fait, qu'une absence de réponse à celle de la dette. Au niveau des dettes financières, le DP FICE propose de présenter dans le bilan sur une ligne séparée, les dettes classiques de celles qui fournissent une rémunération comparable à celle des capitaux propres et d'afficher dans l'état de la performance financière, un résultat financier avec une contrepartie classée en autres éléments du résultat net global (les OCI, *Other Comprehensive Income*) sans recyclage (EFRAG, 2018)<sup>40</sup>. Toutes ces propositions relèvent d'une démarche technique visant à donner une réponse opérationnelle aux émetteurs d'instruments hybrides<sup>41</sup>. Les titres hybrides seraient alors des contrats – complexes et/ou incomplets – qui nécessiteraient des explications détaillées à fournir dans les annexes des états financiers. De plus, comme les principaux émetteurs dans le monde sont avant tout des établissements bancaires, une influence réciproque entre règles comptables et contraintes prudentielles s'est opérée dès le départ afin de réaliser autant que possible une classification tant en termes de risque que de liquidité de l'instrument émis<sup>42</sup>. Cette approche vise en réalité à identifier et à hiérarchiser la plupart des titres hybrides et convient assez bien *in fine* à une démarche d'auditeurs et/ou d'agences de notation.

Les titres hybrides sont définis comme des instruments financiers qui, en combinant les caractéristiques de plusieurs autres instruments, se situent entre la dette, au sens strict du terme, et le capital d'une entreprise. Les ressources qui émanent de ces titres hybrides sont souvent qualifiées de quasi-fonds propres<sup>43</sup>. La plupart des textes nationaux – dont les textes français – proposent de classer ces titres en trois catégories : les titres de capital hybrides (actions de préférence par exemple) et deux sous catégories de titres de créances : les titres de créances assimilés à des fonds propres (titres perpétuels ; prêts participatifs ; TSDI ; TSR ; etc.)<sup>44</sup> et les

---

<sup>40</sup> Il s'agit d'une démarche similaire à celle opérée par l'ANC en 2013 lorsqu'elle a publié sa recommandation afin de distinguer dans le compte de résultat le résultat opérationnel courant du résultat opérationnel.

<sup>41</sup> Les souscripteurs ne sont pas concernés par le DP car en qualité d'investisseurs, ils relèvent d'IFRS 9 avec la définition d'un actif financier.

<sup>42</sup> C'est surtout vrai pour le CET1 et IFRIC2.

<sup>43</sup> Une obligation convertible constitue un titre hybride, puisque le titre de dette que représente l'obligation convertible peut être transformé en titre de capital.

<sup>44</sup> Les titres subordonnés remboursables (TSR) sont des émissions subordonnées ayant une échéance connue pour lesquels le versement des coupons n'est pas toujours garanti (après que les actionnaires aient reçu leurs

titres de créances assimilés aux titres de capital (OC ; ORANE ; OBSA ; obligations échangeables ; etc.)<sup>45</sup>. S'il nous semble quasi-impossible à ce stade de pouvoir lister l'ensemble des types d'instruments hybrides émis dans le monde, il semble opportun de nous interroger sur l'une des catégories les plus répandues, les obligations convertibles (OC). Une OC est un instrument de dettes qui peut être converti contre un nombre d'actions fixe ou variable à la discrétion de l'investisseur ou de l'émetteur. Le volume mondial et la croissance des émissions d'OC attestent d'un intérêt manifeste pour ce type de produit financier au cours des dernières années. Fin 2017, selon les analystes de Bank of America Merrill Lynch, la capitalisation boursière des OC représente environ 400 milliards de dollars (307 milliards d'euros), dont un peu plus de la moitié (223 milliards de dollars) se situe aux Etats-Unis et près d'un quart en Europe (Dinsmore et *al.*, 2018). Si les entreprises américaines et japonaises sont les principaux émetteurs dans le monde, suivies des pays européens (Dutordoir *et al.*, 2016), la France et l'Allemagne représentent à eux deux environ 2/3 des émissions européennes. En comparaison, la capitalisation boursière mondiale des *equity* (*resp.* dettes d'entreprises) négociées est estimée à 320 000 milliards (*resp.* 51 800 milliards) d'euros (FT, 2018). Aussi, afin de pouvoir faire une distinction entre un instrument de dettes et un instrument de capitaux propres, la question liminaire est de comprendre l'origine de la classification et de savoir quelles sont les soubassements théoriques qui conduisent les émetteurs à utiliser des titres hybrides en général et des OC en particulier.

Les réponses à cette question sont multiples et en général peu consensuelles malgré les nombreuses études empiriques menées (Dutordoir et *al.*, 2014a). Selon ces auteurs, il est possible de recenser trois groupes de recherches empiriques. Tout d'abord, les études qui tentent d'expliquer pourquoi les entreprises émettent des dettes hybrides au détriment de dettes classiques. Ensuite, les recherches qui tentent de mesurer les impacts de l'émission des OC sur

---

dividendes). Ces émissions étaient intéressantes pour les entreprises, car leur produit était assimilé à des fonds propres. Depuis les accords de Bâle 3, les TSR sont désormais considérés comme des titres hybrides et ne font plus partie à ce titre du noyau dur des fonds propres. Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont des titres de créance perpétuels dont le capital n'est théoriquement jamais remboursé. Pareil au cas du TSR, le détenteur du TSDI n'est alors indemnisé qu'après tous les autres créanciers en cas de faillite de l'émetteur.

<sup>45</sup> Une obligation convertible en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) permet à l'émetteur d'une obligation convertible de remettre au créancier, soit de nouvelles actions émises pour l'occasion, soit des actions existantes qu'il détient, par exemple après un rachat d'actions. Une obligation à option de remboursement en actions ou numéraire (ORANE), est une obligation à courte échéance qui peut être remboursée soit par remise d'actions nouvelles ou soit en trésorerie. Une obligation à bon de souscription d'actions (OBSA) est une obligation à laquelle est attachée un ou plusieurs bons de souscription d'actions qui permettent de souscrire à une future augmentation de capital à un prix fixé.

la richesse des actionnaires, que ce soit à court ou à long terme. Enfin, les déterminants des caractéristiques des OC constituent une voie de recherche alternative (clauses de protection des dividendes, sous-tarification des OC, délivrance de cash, arbitrage sur le sous-jacent, émission d'OC sans intérêt pour les start-up, *spread* de volatilité, etc.). Comme le soulignent Brealey *et al.* (2011), la question des innovations en matière d'OC fait partie de l'une des dix énigmes non résolues en finance. En fait, toutes ces études sont ancrées dans des explications théoriques évolutives mais souvent divergentes. La plupart de ces théories prises isolément se révèlent être incomplètes, ne permettant pas de généraliser les résultats du fait de singularités institutionnelles et réglementaires, de spécificités géographiques et/ou de particularités fiscales. De même, il ne semble pas possible d'avancer la supériorité de méthodologies de recherche quantitatives sur les approches de nature qualitative ou inversement pour apporter une réponse claire à l'émission de titres hybrides (Dutordoir *et al.*, 2014a).. Un cadre théorique alternatif issu de la finance organisationnelle et/ou comportementale semble se dessiner afin de mieux comprendre le recours à de telles émissions. Il s'agit avant tout d'une relecture des schémas de gouvernance à la lumière des théories néo-institutionnelles et des théories contractuelles.

Après avoir exposé la classification des titres hybrides, tant d'un point de vue juridique qu'économique, la position des émetteurs des titres hybrides sera mise en exergue à travers les principales théories financières et de gouvernance. A partir de la théorie des contrats incomplets, il est proposé au normalisateur d'intégrer des critères complémentaires tels que ceux liés au contrôle de l'instrument à définir, soit dans le cadre conceptuel, soit dans la norme IFRS9, afin de généraliser la classification des instruments financiers.

## **2. Essai de classification des titres hybrides : une démarche complexe**

Les tentatives de classification des instruments financiers sont anciennes. Elles remontent au développement de l'ingénierie financière. Si les déclinaisons juridiques et fiscales des instruments financiers restent à ce-jour spécifiques à chaque pays ou groupes de pays, l'avènement des normes IFRS a conduit à un rapprochement des normalisations comptables vers ce référentiel comptable international. Cependant, la classification des instruments financiers proposée par l'IASB reste encore trop imprécise à ce jour. L'IASB fonde son analyse sur une segmentation risque/liquidité de l'instrument afin de l'affecter soit en capitaux propres, soit en dettes (approche Gamma que l'on peut scinder en approches Alpha et Bêta) laquelle diffère assez sensiblement des agences de notation. En définitive, le normalisateur comptable

international pourrait explorer la création d'une sous composition de la rubrique capitaux propres en une catégorie quasi-fonds propres de manière à laisser le soin à chaque émetteur d'expliquer en annexes (*Disclosures within the Notes to the Financial Statements*) les avantages, contraintes, limites et engagements de l'instrument.

## 2.1 Origines et enjeux de la classification

Alors que les IFRS se veulent être un langage international de traduction de la vie des affaires, la classification des instruments financiers proposée initialement par l'IASB avec IAS 32 est fortement critiquée car, d'une part elle ne serait pas utile aux investisseurs et aux évaluateurs<sup>46</sup>, et d'autre part, elle reposerait en réalité sur l'influence de langages comptables (US GAAP, Japanese GAAP, PCG, etc.) impactés par les aspects juridiques et fiscaux propres à chaque pays. Schmidt (2013), en citant le parallèle entre IASB F.4.4 (c) et US ASC 505-1-05-3, explique que la dichotomie entre le règlement fixe (la dette) et le lien de subordination (l'*Equity*) a conduit l'IASB à définir les capitaux propres comme une non dette, c'est-à-dire les considérer comme un intérêt résiduel ou un actif net. En rajoutant des textes interprétatifs (SIC 5, 16 et 17 ; et IFRIC 2) et des amendements (« instruments *puttable* » de 2008 par exemple) pour requalifier une dette en capitaux propres et vice-versa, un flou s'est opéré du fait du nombre d'exceptions proposé par IAS 32 au cours de ces vingt dernières années. Il en est de même dans le référentiel US GAAP qui privilégie un classement en dettes en cas de doute, ce qui entraîne par exemple de retraiter le ratio du *gearing* pour les actions préférentielles rachetables qui ne sont plus incluses dans les capitaux propres (ASR 268) mais bien dans les dettes<sup>47</sup>.

De ce fait, de nombreux instruments classés en capitaux propres en IFRS sont considérés comme de la dette en US GAAP. Le cas des obligations perpétuelles est éclairant car selon la norme SFAS 150<sup>48</sup>, les paiements d'intérêts effectués sont considérés comme contenant une part de remboursement du principal. Si cette approche paraît adaptée pour les obligations dites perpétuelles, elle trouve ses limites en matière d'OC. Ces obligations, pouvant être réglées contre une remise de trésorerie, peuvent être traitées comme un cas spécifique<sup>49</sup>, en étant

---

<sup>46</sup> Par exemple, les agences de notation cartographient souvent un instrument hybride comme étant 50% de la dette et 50% des capitaux propres.

<sup>47</sup> Aux Etats-Unis, il existe quatre catégories d'actions de préférence : les actions de préférence classées en dettes au regard de l'application de la norme ASC 480 ; les actions de préférence remboursables contre de la trésorerie ou toutes autres classes d'actifs « *redeemable preferred stock for cash or other assets* » ; les actions de préférence convertibles « *convertible preferred stock* » ; les actions de préférence perpétuelles ou les actions de préférence remboursables au choix de l'émetteur.

<sup>48</sup> SFAS 150 "Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity"

<sup>49</sup> EITF 90-19: « *Convertible Bonds with Issuer Option to Settle for Cash upon Conversion* ».

scindées en une composante dette et une composante de fonds propres. Dans ce cas, les composantes seront soumises à la comptabilisation séparée à la juste valeur (APB 14-1)<sup>50</sup>. Ce traitement rejoint celui préconisé par IAS 32 au sens où un instrument financier composé<sup>51</sup>, ayant des composantes de dettes et de capitaux propres, doit avoir une comptabilisation distincte pour chaque composante. La composante de dettes est reconnue à la juste valeur, calculée à travers l'actualisation des flux de trésorerie à un taux du marché pour les instruments de dettes similaires. Quant à la composante des capitaux propres, elle est mesurée comme un montant résiduel, par différence entre la valeur nominale et la valeur actualisée.

De nombreuses recherches ont tenté d'expliquer les arbitrages comptables dans la mesure où la classification a une influence sur le jugement que l'on porte sur l'instrument hybride proposé. Pour certains auteurs (Hopkins, 1996), la classification est le reflet des caractéristiques de l'instrument mais aussi de sa solvabilité et/ou liquidité. Si certains titres hybrides sont mieux compris que d'autres à ce jour (Dutordoir et al., 2014a), leur grande diversité et leur complexité interdisent toute généralisation d'explication. En outre, leur pluralité crée des divergences voire des incohérences au niveau du *reporting* dans les états financiers des comptes de groupe. Parmi les titres hybrides, les actions de préférence constituent un terrain d'étude privilégié. Pour Kimmel et Warfield (1995), elles ne seraient ni plus ni moins qu'un indicateur du risque des capitaux propres. Pour De Jong et al. (2006), alors que les actions de préférence sont classées en capitaux propres en normes Néerlandaises et en dettes selon IAS 32, la plupart des firmes ont racheté leurs propres actions de préférence ou ont inséré des clauses dans les titres de manière à maintenir un certain niveau de classification en capitaux propres au moment du basculement en normes IFRS.

Au final, les entreprises accepteraient un coût de financement plus élevé pour atteindre une classification comptable désirée (Engle et al., 1999). La classification en capitaux propres améliore la mesure de la performance car elle permet de gérer et d'anticiper le bénéfice par action (BPA) dilué. Elle permet également d'atténuer la perception négative du levier financier, obtenir un coût du capital plus faible et de mieux gérer les ratios de dettes afin d'éviter les violations des *covenants* bancaires. L'enjeu de la classification comptable a un lien direct avec

---

<sup>50</sup> APB14-1 "Accounting for Convertible Debt Instruments That May Be Settled in Cash upon Conversion (Including Partial Cash Settlement)"

<sup>51</sup> Il s'agit par exemple des actions préférentielles avec option de rachat « *redeemable preferred stock* », dont les dividendes sont versés uniquement à la discrétion de l'émetteur ou les différents types d'obligations convertibles.

la structure financière et une conséquence indirecte sur le coût du capital et l'évaluation de la firme.

## **2.2 D'une typologie juridique à une finalité économique des titres hybrides**

Les OC en actions (OCA) ont été créées en France par un décret du 3 septembre 1953 mais c'est la loi du 6 janvier 1969 qui instaure le principe de conversion à tout moment de ce titre afin de renforcer son efficacité. L'OC est considérée comme un titre de créances assimilé à un titre de capital. En normes françaises, les OCA sont comptablement classées en dettes au compte 161 "emprunts obligataires convertibles" du PCG et deviennent des capitaux propres classiques si elles sont converties. En normes IFRS, les OCA s'analysent comme des instruments composés. Une composante dette (la valeur actuelle des flux d'intérêts et de remboursement actualisée à un taux normal d'endettement) et une composante fonds propres (la valeur de l'option de conversion). Alors que la seconde composante reste figée, la première (la composante dette) est revalorisée chaque année de la différence entre la valeur faciale de la dette et la valeur initialement comptabilisée (méthode du coût amorti).

L'influence de la qualification juridique et fiscale des instruments hybrides par rapport à leur traitement comptable est loin d'être mineure. Dans un contexte de remontée de taux d'intérêt au niveau mondial et de cadres fiscaux plus favorables pour les entreprises, l'attrait fiscal pour émettre telle ou telle catégorie d'instruments hybrides se fait ressentir (cf. tableau 1 à titre illustratif pour la France). De même, une attention doit être portée à leur finalité économique sous-jacente. Pour une OC, si l'exercice du droit de conversion est une option offerte au détenteur d'une dette convertible, cette dernière sera traitée comme un passif ordinaire, au motif que cela permet à l'investisseur de participer à la hausse de la valeur des capitaux propres et à l'émetteur d'économiser des liquidités en payant un coupon moindre. Si la conversion est obligatoire, le classement en fonds propres devient possible, même si cela se fait au détriment de la structure du capital de l'entité.

**Tableau 1.** Tableau synoptique des principaux titres hybrides : traitement juridique et fiscal – Cas de la France

Instrument financier	Définition juridique			Traitement juridique	Traitement fiscal
	Code du Commerce	Code Monétaire et Financier	Autres		
<b>Actions de préférence</b> ( <i>Preference Shares</i> )	Article L.228-11		Article 31 de l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004	Actions bénéficiant de « droits particuliers », « de toute nature »	Aucune particularité par rapport aux actions ordinaires
<b>Titres participatifs</b> ( <i>Participation Certificates</i> )	Article L.228-36 et L.228-37	Articles L.211-1, II, 2 et L213-32	Loi n°83-1 du 3 janvier 1983	Titres de créances à durée indéterminée (remboursables à la liquidation de la société) et assortis d'une clause participative	Leur rémunération est une charge de l'exercice lors de la rémunération versée.
<b>Titres subordonnés</b> ( <i>Subordinate Securities</i> )	Article L228-97		loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985	Titres de créances représentatifs de capitaux stables et permanents	Leur rémunération est assimilée au versement d'intérêts d'une dette ordinaire. Fiscalement déductible.
<b>Prêts participatifs</b>		L.313-13 à L.313-20	Loi n°78-741 du 13 juillet 1978 Loi n°2005-882 du 2 août 2005	Moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation.	Les sommes versées en rémunération des prêts participatifs sont fiscalement déductibles pour la société émettrice.
<b>Obligation convertible en actions</b> (OCA)	L228-92		Décret n°53-811 du 3 septembre 1953	Les OCA sont des dettes jusqu'au moment de leur conversion.	Leur rémunération est inscrite comme charge de l'exercice selon la méthode de l'engagement. Fiscalement déductible.
<b>Obligation remboursable en actions</b> (ORA)		Article L228-91		Les ORA sont qualifiés de titres de capital différé.	Les ORA sont traitées comme des obligations jusqu'au remboursement, puis comme des actions après conversion.
<b>Bon de souscription en actions</b> (BSA)	L228-91		Loi du 3 janvier 1983 Loi du 14 décembre 1985	Bon immédiatement négociable, ouvrant droit à souscription pour une augmentation de capital de la société émettrice	Les BSA ne perçoivent pas de rémunération. Ils ne sont pas soumis à une quelconque fiscalité.
<b>Obligation à bons de souscription d'actions</b> (OBSA)	L228-91		Loi n°83-1 du 3 janvier 1983	Les OBSA sont qualifiées de titre de capital potentiel.	Aucune particularité fiscale.
<b>Obligation échangeable en actions</b> (OEA)	L228-91			Les OEA comportent une option d'échange en titre de capital (actions) de la société émettrice.	Aucune particularité fiscale.

Mourgues (1996) propose dans le cas de la France une classification basée sur la notion de quasi-fonds propres. Les quasi-fonds propres sont des fonds propres sans pourtant en être. Ils constituent un pont ou un passage des dettes vers les capitaux propres. Si la portée du mot « quasi » est riche de sens (Sakr, 2009), elle peut être parfois insuffisante pour cerner la notion globale de quasi-fonds propres. La classification « capitaux propres – dettes » est alors bousculée par ces nouveaux véhicules hybrides entrant dans cette catégorie. La dette se rapproche de plus en plus des fonds propres (Sakr, 2009). Ces quasi-fonds propres deviennent très vite un palliatif aux apports des fonds risqués non remboursables, des apports de fonds prêtés qui eux, seraient exempts de tout risque économique. Une proposition de classement des instruments hybrides en fonds propres, quasi-fonds propres ou dettes a été effectuée par Mourgues (1996). Ce classement est proposé dans le tableau 2.

**Tableau 2 – La distinction capitaux propres, quasi-fonds propres et quasi-capital social**

Notions	Capitaux propres ou fonds propres	Quasi-fonds propres	Quasi-capital social
Éléments constitutifs	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Apports des associés</li> <li>- Ecarts de réévaluation</li> <li>- Réserves</li> <li>- Report à nouveau</li> <li>- Subventions d'investissement</li> <li>- Provisions réglementées</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prêts participatifs</li> <li>- Titres subordonnés</li> <li>- CCA</li> <li>- ORA</li> <li>- Avances conditionnées</li> <li>- Fonds destinés à être capitalisés et ne devant pas faire l'objet d'un remboursement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- BSA</li> <li>- Options de paiement du dividende en actions</li> <li>- Options de souscription au bénéfice des salariés et des dirigeants sociaux</li> <li>- ABSA, OBSA et ABSAR</li> <li>- OCA</li> <li>- TSC et TPCCI</li> <li>- OCBSA et ABSOC</li> </ul>

Source : Mourgues (1996)

Pour Mourgues (1996), ce qui caractérise les instruments de capitaux propres, ce sont d'une part, la non-exigibilité (non amortissable et durée de mise à disposition indéterminée pour l'entreprise) et d'autre part, le caractère aléatoire de la rémunération qui n'est pas due *a priori*. Le détenteur d'un instrument de capitaux propres a droit au boni de liquidation mais peut prétendre également à une reconnaissance de droits non pécuniaire symbolisée par le droit de vote représentant le contrôle (Sakr, 2009). Pour les instruments classés en quasi-fonds propres, leur exigibilité est réduite et leur remboursement est à la seule initiative de l'émetteur. La rémunération peut être reportée et son versement est souvent conditionnel. La notion de quasi-capital social ne saurait correspondre à une rubrique comptable et financière au même titre que

les capitaux propres, les quasi-fonds propres ou les dettes. Cette notion désigne les contrats conditionnels qui sont portés par un dérivé (option ou warrant).

Couret *et al.* (2016) considèrent que la notion de quasi-fonds propres révèle la faiblesse de la notion de capitaux propres. C'est à l'investisseur – et non à l'émetteur – qu'il appartient de prendre en compte certaines catégories de passifs exigibles. La notion de quasi-fonds propres serait alors un concept issu de la finance pour financiers plutôt qu'un concept pour juristes. Il pourrait être identifié selon deux critères :

- Le critère de classement dans l'ordre d'exigibilité, car ces fonds ne sont exigibles qu'après le remboursement des créanciers ;
- Le critère de potentialité en capitaux propres contenus dans certains titres de créances (Sark, 2009).

A titre d'illustration, il est possible de citer l'annonce publiée par la société ENGIE le 11/04/2017. « *En 2017, la société ENGIE a annoncé le placement de titres super subordonnées à durée indéterminée hybrides pour un montant de 600 millions d'euros. Ces obligations offrent un coupon initial fixe de 2,875% révisé pour la première fois sept ans après l'émission sur la base du taux de swap à 5 ans puis tous les 5 ans. Ces titres sont classés en quasi fonds propres dans les comptes sociaux, le communiqué de presse précise que ces titres seront comptabilisés en fonds propres à 100% en IFRS et à 50% par l'agence de notation Moody's* ». A la lumière de cet exemple, la mesure de la complexité du traitement comptable se pose toujours et a des incidences non négligeables sur la structure financière et la performance financière du groupe.

### **2.3 Diversité environnementale ou isomorphisme institutionnel ?**

La question qui se pose à l'IASB avec le DP FICE est de proposer dans un texte uniforme, cohérent et homogène, des solutions techniques répondant à des interrogations multiples et conceptuelles, tout en prenant en compte la diversité des situations juridique, fiscale, économique face à l'innovation des produits financiers. La réponse de l'IASB sera toujours imparfaite d'une part, s'il ne remet pas à plat l'intégralité de la norme IAS 32 et ses divers amendements et textes interprétatifs et, d'autre part, s'il ne reprecise pas certains éléments relatifs aux instruments financiers au niveau de son cadre conceptuel.

La norme IAS 32 proposait un cadre pour la classification des instruments financiers permettant de traiter les obligations convertibles en tant qu'instruments financiers composés. Les composantes de dettes et de fonds propre sont classées selon deux caractéristiques distinctes. La composante de dettes est calculée à travers l'actualisation des flux de trésorerie futurs à un taux du marché. La composante capitaux propres est mesurée comme un résidu, par différence entre la valeur nominale et la valeur actualisée. Ainsi, si l'on fait référence aux OC comme étant un exemple révélateur des problèmes de classement des autres catégories de titres hybrides, on se rend compte que l'on a affaire à des instruments composés, imposant une comptabilisation distincte entre la dette et les fonds propres due à l'option de conversion. Ce point peut être mis en exergue lorsque l'on compare les textes comptables de quelques pays qui ne proposent pas tous, en matière de classification et de comptabilisations différentes, le même traitement que l'IASB (tableau 3).

**Tableau 3.** Traitement des obligations convertibles à travers quelques pays

<b>Etats-Unis</b>	Même traitement qu'en IFRS depuis 2008 uniquement. Avant la comptabilisation des obligations convertibles se faisait en dettes
<b>France</b>	Le PCG ne spécifie pas le traitement comptable des emprunts obligataires convertibles et les classe dans leur intégralité dans les dettes sous le compte « 161 – Emprunts obligataires convertibles »
<b>Allemagne</b>	Les normes allemandes s'alignent sur les IFRS. La différence est dans l'évaluation de la composante dette (comptabilisée à la valeur de remboursement)
<b>Royaume Uni &amp; Irlande</b>	Les obligations convertibles sont assimilées à des obligations classiques et reportées en dettes
<b>Pays Bas</b>	Les normes hollandaises n'exigent pas la classification séparée des composantes dettes et fonds propres des obligations convertibles et échangeables
<b>Italie</b>	Les normes italiennes ne distinguent pas les obligations convertibles des autres obligations classiques
<b>Portugal</b>	Les obligations convertibles sont reconnues en intégralité en dettes

S'il est vrai qu'un isomorphisme s'opère dans nos économies développées, il n'en demeure pas moins que les spécificités locales demeurent, en particulier pour les grands émetteurs d'OC. La profondeur du marché financier (cas des Etats-Unis) ou l'expérience des entités émettrices (cas du Japon) sont deux critères qui priment sur les préconisations de classification<sup>52</sup>. La diversité des cadres institutionnels (intermédiation financière, gouvernance, droit financier, régulateurs, etc.) perdure et continue à influencer les pratiques comptables.

L'étude de Dutordoir *et al.* (2016) sur le marché japonais révèle que les émissions d'OC sont accueillies plus favorablement que dans les autres pays car les cours boursiers réagissent

<sup>52</sup> D'autant que ces deux pays n'adoptent pas (ou n'adoptent qu'en partie) le référentiel IFRS.

favorablement lors de l'annonce. Cela proviendrait de trois éléments. Tout d'abord, l'environnement institutionnel est différent avec l'existence de Kereitsu. Ensuite, les formalités d'émission beaucoup plus longues affaibliraient le contenu négatif des émissions d'OC (Christensen *et al.*, 1996). Enfin, la différence de normes comptables pourrait être une explication car les informations spécifiques à fournir par les émetteurs japonais réduisent l'incertitude des projets à financer et limitent l'action des dirigeants.

Cailliau (1990) explique les hésitations du normalisateur comptable (français) à décliner une vision économique ou juridique des instruments hybrides. En réalité, son interrogation porte avant tout sur le rôle que l'on souhaite donner à la comptabilité. Doit-elle avoir une utilité contractuelle vis-à-vis des créanciers ou doit-elle servir aux actionnaires dans un mécanisme prospectif d'évaluation ? Les normes comptables en général, et les IFRS en particulier, ont été avant tout conçues pour les créanciers financiers et pas uniquement pour les actionnaires comme cela est souvent commenté. En effet, en supposant que les marchés financiers fonctionnent correctement et aussi pertinente que puisse être l'information comptable, elle perd de son utilité pour déterminer le cours boursier au moment de sa publication. Décomposés, déstructurés, démembrés, réinventés, etc. les titres hybrides seraient *in fine* des contrats incomplets nécessitant des explications détaillées en annexes aux états financiers afin de comprendre la relation entre le créancier de l'entreprise et les flux de trésorerie générés par cette dernière. Dans ce cadre, La Porta *et al.* (1998) en faisant référence à différents schémas nationaux, expliquent la qualité de la protection des actionnaires et des créanciers, les structures de financement et la détention du capital.

### **3. Titres hybrides et positions des émetteurs : une lecture ambiguë**

La théorie financière classique est dans l'incapacité d'expliquer la présence de quasi-fonds propres dans le financement des entreprises. D'ailleurs, Ross *et al.* (2012) indiquent que les raisons de l'émission de titres hybrides constituent une des problématiques les plus controversées en finance d'entreprise, non résolue à ce jour. Au-delà des aspects fiscaux et juridiques qui créent des ambiguïtés et donc des distorsions entre pays et émetteurs, les justifications économiques et financières expliquant le recours aux instruments hybrides reposent sur plusieurs théories. Mais dans la pratique des affaires, les émissions d'OC sont stimulées par la diversité des environnements réglementaires et la variété des systèmes de gouvernance (Aggarwal *et al.*, 2009). Schleifer et Vishny (1997) évoquent des raisons internes

liées à la qualité de la gouvernance, alors que Doidge *et al.* (2007) énumèrent des aspects institutionnels spécifiques aux pays, en opposant ceux fondés sur le *Common Law* de ceux fondés sur le *Civil Law*. L'étude du rôle et de la place de la gouvernance explique les enjeux en termes de contrôle et de pouvoir pour les entreprises qui émettent des instruments hybrides.

### 3.1 Un ancrage dans la finance organisationnelle

Depuis les premières théories sur la structure financière des firmes initiées par Modigliani et Miller (1958, 1963), de nombreuses recherches sur le sujet ont été réalisées selon deux grands axes. D'un côté, la théorie du compromis (Kraus et Litzenberger, 1973) et la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986), qui ont été développées pour répondre à la question de l'existence ou non d'une structure de capital optimale. D'un autre côté, en introduisant des hypothèses différentes d'asymétries d'information, il a été proposé par Donaldson (1961) puis par Myers et Majluf (1984), la théorie du financement hiérarchique, par Ross (1977) la théorie des signaux, puis par Baker et Wurgler (2002), la théorie du « *market timing* ». Néanmoins, aucune de ces théories n'expliquent la présence des instruments hybrides dans la structure du capital. Il convient de recourir à des éléments issus de la théorie des organisations.

#### 3.1.1 Les principales théories explicatives à l'émission de titres hybrides

Selon Dutordoir *et al.*, (2014a), les émissions d'OC sont perçues avant tout comme un mécanisme pouvant réduire les coûts d'agence (Dutordoir et Van de Gucht, 2009) et les coûts de sélection adverse résultant des asymétries d'information. L'interdépendance entre le coût de financement des firmes, les raisons de l'émission des OC et la qualité de la gouvernance constituent le nœud explicatif. La réduction des coûts d'agence peut être expliquée par deux grandes théories (Dutordoir *et al.*, 2014a). D'une part, la théorie du transfert des risques (*Risk Shifting Theory*), avancée par Green (1984), est centrée sur les conflits entre actionnaires et créanciers. Elle explique que les entreprises émettent des dettes hybrides afin de réduire les conflits potentiels entre les actionnaires et les créanciers. En maîtrisant les paramètres des dettes hybrides (le taux de conversion, le prix d'exercice, la maturité etc.), les investisseurs peuvent contrôler à tout moment leur manière de prendre des risques. D'autre part, la théorie de l'opportunisme managérial d'Isagawa (2000)<sup>53</sup> avance que l'émission d'OC permet un

---

<sup>53</sup> Isagawa (2000) construit un modèle à trois périodes où il est supposé que l'OC assortie d'une clause de remboursement anticipé au gré de l'émetteur *callable* bien structurée permet de contraindre l'opportunisme des dirigeants en aidant à réduire le surinvestissement et le sous-investissement.

enracinement du dirigeant dans le but de préserver sa position. Les dirigeants peuvent forcer la conversion lorsqu'un nouveau projet augmente la valeur de l'entreprise et s'en abstenir dans le cas contraire. Par conséquent, le dirigeant enraciné n'entreprend pas de projet risqué dans lesquels les flux de trésorerie sont insuffisants pour assurer le remboursement de la dette. Les OC évitent ainsi un risque de faillite mais aussi un risque de prise de contrôle hostile.

Par ailleurs, les OC conçues comme un moyen de réduction de la sélection adverse sont traitées par trois grandes théories. Tout d'abord, la théorie des capitaux propres détournés (*Back Door Theory*) a été proposée par Stein (1992). Elle explique que l'utilisation des instruments hybrides par une entreprise émettrice est l'alternative la plus efficace pour atteindre une structure de financement optimale, car elle facilite l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients de l'endettement. Ensuite, la théorie des dettes favorisées ou du risque incertain (*The Risk Uncertainty Theory*) a été initiée par Brennan et Kraus (1987) et Brennan et Schwartz (1988). Les titres hybrides pourraient neutraliser le problème de l'asymétrie d'information qui survient lorsque les dirigeants et les investisseurs ne partagent pas les mêmes informations ou lorsqu'ils n'ont pas le même avis sur le risque de l'entreprise. A travers les dettes hybrides émises, les investisseurs exigent une prime de risque inférieure à celle requise sur les capitaux propres. Il est donc plus facile pour les dirigeants et les investisseurs de s'accorder sur la valeur de l'OC plutôt que sur la valeur des dettes, réduisant de ce fait les coûts de sélection adverse. Enfin, la théorie du financement séquentiel (*Sequential Financing Theory*) de Mayers (1988) considère les OC comme un moyen de satisfaire les besoins de financement séquentiels de l'entreprise. Cette dernière émet initialement des obligations convertibles avec l'idée qu'une fois la prochaine étape de l'investissement réalisée, elle pourra forcer la conversion de ses dettes et « nettoyer » ainsi son bilan par un transfert des dettes en capitaux propres. En outre, les OC sont mieux paramétrées que les dettes ou les capitaux propres quand un problème de surinvestissement survient. Dans ce cas, il faut considérer les OC comme une succession de dettes à court terme assorties d'une option de conversion.

Les premières études ont souvent justifié le recours aux OC pour obtenir des taux d'intérêt plus faibles grâce à leur option de conversion. Selon l'étude menée par Graham et Harvey (2001) auprès de directeurs financiers, les résultats sont peu convaincants, ne validant aucune théorie sauf à infirmer celle de Green (1984). Par ailleurs, Lewis *et al.* (2001) affirment que les prix des actions d'émetteurs d'OC sont moins performants que ceux qui n'en émettent pas. Dans ce

cas, l'émission des OC détruirait la structure financière car la piètre performance de l'OC cotée sur les marchés représenterait en fin de compte un frein à une future augmentation de capital.

Les caractéristiques innovantes des OC (maturité, prime de conversion, calibrage des taux, clauses, etc.) constituent un substitut aux dettes classiques pour les émetteurs qui ne peuvent plus avoir recours au capital pour cause de rationnement du marché par exemple. Le recours aux OC de la part des émetteurs trouve alors une légitimité dans des situations de plus en plus complexes (environnements juridiques et institutionnels). Des variables macro-économiques permettent également d'expliquer le cadre favorable ou non aux OC tant du côté émetteur que du côté preneur (De Jong *et al.*, 2013). Cependant, on regrette le manque d'études empiriques auprès des institutions financières (banques et assurances) dont le modèle de fonctionnement répond à d'autres logiques, en particulier en ce qui concerne les modes de conversion des OC (Koziol et Lawrenz, 2002).

Dans l'annexe A de leur revue de la littérature, Dutordoir *et al.*, (2014a) présentent sous la forme d'un tableau synoptique, 43 études sur les émissions d'OC qu'ils ont classées en trois thèmes principaux : on dénombre 20 recherches sur les motivations des dirigeants pour émettre des OC ; 18 recherches concernent les caractéristiques des OC ; les recherches conduites sur les impacts de la richesse des actionnaires sont au nombre de 16. Sur les 43 études recensées, 9 sont des études qualitatives et 8 concernent uniquement les marchés européens. Les théories de Stein (1992), de Mayers (1988), de Brennan et Kraus (1987) et de Brennan et Schwartz (1988) sont validées le plus souvent. La théorie de Green (1984) est très souvent rejetée. On pourrait donc en déduire que la théorie de l'agence n'est pas au centre des préoccupations des émetteurs. En revanche, le choix d'émettre des OC conforte plutôt la volonté de réduire les asymétries d'information entre dirigeants et investisseurs.

### *3.1.2 Les titres hybrides comme mécanismes de gouvernance*

Le recours aux émissions d'OC serait un problème subtil de gouvernance, beaucoup plus qu'un « simple » problème de substitution d'actifs ancré dans la théorie de l'agence telle que développée par Jensen et Meckling (1976). En réalité, les OC seraient un moyen d'apprécier la qualité de la gouvernance des firmes. Selon Dutordoir *et al.* (2014b), deux hypothèses peuvent être testées. D'un côté, ce sont les firmes à faible gouvernance qui sont les plus susceptibles d'émettre de la dette ou des capitaux propres. Les mécanismes classiques de gouvernance étant défaillants (aussi bien dans les pays de droit coutumier que de droit civil), les entreprises s'en

remettent à l'émission d'instruments financiers afin d'encadrer les comportements des acteurs. C'est le cas des dirigeants enracinés qui souhaitent échapper à la discipline du marché en gardant le contrôle de leurs pouvoirs et bénéfices par des conversions forcées par exemple. D'un autre côté, ce sont les firmes les mieux gouvernées qui peuvent émettre des OC, compte tenu de leur maturité, du type d'actionnariat ou des spécificités de leurs pays/marchés. Le résultat de leur recherche est sans appel : l'émission des OC constitue un dispositif alternatif aux mécanismes de gouvernance uniquement lorsqu'ils ont été conçus dans une optique de substitut et non de complément comme peut l'être un comité d'audit pour un conseil d'administration ou un pacte d'actionnaires.

Une classification des instruments financiers fondée sur des critères de gouvernance aurait pour mérite d'une part de répondre aux cadres théorique et conceptuel existants et, d'autre part, d'apporter une réponse opérationnelle à la norme IFRS 9 avec la notion de modèle économique (Obert, 2014). Si la littérature est foisonnante sur le modèle économique, le papier de recherche de 2013 publié par l'EFRAG, l'ANC et le FRC<sup>54</sup>, limite ce concept à sa dimension financière : « *Notre conception du terme modèle économique se concentre sur le processus de création de valeur d'une entité, c'est-à-dire comment l'entité génère des cash-flows* ». Pourtant, le modèle économique repose avant sur les intentions du dirigeant. Or, les évolutions dans le temps de ces intentions peuvent poser un problème de comparabilité. Il convient cependant de ne pas confondre comparabilité et uniformité de l'information financière. Gélard (2008) rappelle que, « *vouloir faire rentrer dans le même moule en y appliquant les mêmes règles, des événements et transactions différents relève de l'uniformité qui est le contraire de la comparabilité* ». Si l'IASB reste assez frileux avec ce concept (qu'il a lui-même introduit dans la norme IFRS 9 notamment), il est pourtant essentiel pour la pertinence de l'information car il facilite la prise de décisions, d'une part des émetteurs d'instruments financiers, d'autre part des investisseurs.

### **3.2 Vers une harmonisation des environnements réglementaires**

#### *3.2.1 L'incomplétude des contrats des titres hybrides*

Un instrument financier est avant un contrat émis entre une firme et un apporteur en capital, que ce soit un actionnaire ou un créancier. Les caractéristiques juridiques des titres ordinaires (action ordinaire ou dette ordinaire) sont régularisées par le droit financier propre au pays de chaque émetteur. Dès que l'instrument ne répond plus à l'un des critères d'échéance ou de montant,

---

<sup>54</sup> EFRAG : European Financial Reporting Advisory Group ; ANC : Autorité des Normes Comptables ; FRC : Financial Reporting Council

nous avons affaire à un instrument hybride que l'IASB a décliné selon son approche liquidité/risque dans la norme IAS 32. Or, ce qui définit précisément les titres hybrides, c'est qu'ils affichent des attributs complexes ou anormaux. Ces titres sont caractérisés par des durées longues (cas des Titres Super-Subordonnés), voire illimitées (cas des rentes perpétuelles). Ces contrats peuvent faire l'objet de changements/contingences imprévu(e)s (cas des CoCos ou des actions rachetables ou des BSA) et de rémunération indexée ou fixe (actions préférentielles à effet cumulatif classées en dettes). La relation autorité-subordination est au cœur du dispositif afin de gérer non pas une situation risquée, c'est-à-dire probabilisable, mais une situation incertaine qu'il est impossible d'évaluer voire d'envisager. Tous ces éléments, à l'origine de la formation des instruments hybrides, se caractérisent par une incapacité à prévoir au départ le scénario de débouclage ou non d'une situation. Ils sont constitutifs de la théorie des contrats incomplets.

Déclinée initialement par Oliver Hart<sup>55</sup> qui voulait résoudre les problèmes d'asymétrie d'information et d'aléa moral pour comprendre notamment la structure financière des firmes à partir des contrats de dettes, la théorie des contrats incomplets a été développée par la suite par les articles fondateurs de Grossman et Hart (1986), Hart et Moore (1990 ; 1998) et Hart (1975). Elle repose sur la résolution d'une carence et d'une imperfection de l'information. Il ne s'agit pas seulement une question d'asymétrie comme l'expose la théorie de l'agence. Cette théorie s'intéresse aux liens contractuels qui lient émetteurs et investisseurs afin d'apporter une réponse *ex post* à une situation de contrôle *ex ante*. Deux éléments sous-tendent cette théorie : le caractère observable mais non vérifiable du contrat (par exemple de la part d'un magistrat dans le cadre d'un acte juridique) et l'absence de négociation possible du contrat par un tiers (cas du marché de gré à gré, OTC).

L'incomplétude se définit comme l'impossibilité de prévoir ou même de spécifier dans un contrat toutes les situations futures possibles (Chemla et Milone, 2017). Alors qu'une dette classique ou une émission d'actions ordinaires répondent à la définition d'un contrat complet, une dette hybride permet à l'émetteur – qui prend la décision de l'émettre – de détourner l'action disciplinaire du contrat (absence de *covenant* par exemple) en ne pouvant s'engager, ni sur les profits à venir de l'entreprise, ni sur la rémunération du contrat émis (cas d'un TSDI par

---

<sup>55</sup> Olivier Hart a reçu le Nobel en 2016.

exemple). Il s'agit du phénomène bien connu du *hold-up* qui entraîne des comportements opportunistes de la part des dirigeants (Klein *et al.*, 1978).

Par ailleurs, la conception d'un instrument financier complexe reste une énigme dans l'allocation contingente des droits de propriété. La détention des droits de contrôle (droits sur les décisions explicites ou non explicites spécifiés ou non par le contrat) fait du détenteur de ces droits le véritable propriétaire de la firme. Il s'agit bien d'un problème de contrôle contingent qui reste *in fine* entre les mains de l'émetteur si ce dernier ne fait pas défaut. En revanche, si une entreprise venait à être défaillante, le processus le plus efficace serait de convertir les dettes en actions ou en options (*puttable* instrument) afin de la vendre et de se libérer de tout endettement. Comme le soulignent Chemla et Milone (2017), le contrat sur lequel repose l'instrument financier devient alors un outil de protection de l'entreprise à l'encontre de ses créanciers. C'est ce dispositif qui est acté dans le *Chapter 11* aux Etats-Unis sur le droit de la faillite. Par exemple, si les dirigeants anticipent une évolution défavorable de la structure financière, les OC permettent d'éviter les coûts de défaillance liés à une nouvelle émission de dettes. L'enjeu qui est soulevé avec l'incomplétude des contrats hybrides est d'un côté, l'absence de contractualisation de la rémunération et d'un autre côté, les droits de contrôle attachés. Or, cette allocation des droits de vote<sup>56</sup> est simultanément au cœur des enjeux de la réglementation financière, en particulier pour réguler le niveau des fonds propres des institutions financières avec les accords bâlois par exemple (Hart et Zingales, 2011). L'IASB aurait dû s'inspirer des travaux menés sur l'incomplétude des contrats pour apporter une réponse au DP FICE, plutôt que de vouloir tenter de proposer des réponses techniques à chaque « nouveaux cas de figure » d'instruments hybrides rencontrés, rendant au final un texte confus, aux conséquences importantes (environ 120 Mds de titres hybrides classés comme action retraités en dettes) et sans fondement conceptuel.

### 3.2.2 De la notion de contrôle à une gouvernance élargie de la dette

Le contrôle légalement exercé par les créanciers sur les dirigeants est plutôt bénéfique aux actionnaires sur le long terme, en cohérence avec les attentes du marché (action disciplinaire de

---

<sup>56</sup> L'allocation des droits de vote a une influence majeure sur la répartition du contrôle d'un dirigeant (émetteur). En France, la loi Florange 2014-384 autorise le doublement des droits de vote. On peut citer le document de référence de Vivendi (2017) : « *La comptabilisation de la durée de l'inscription nominative débute à compter de la date d'entrée en vigueur de la loi Florange, soit le 2 avril 2014. En conséquence, à compter du 3 avril 2016, les actionnaires de Bolloré bénéficient de plein droit, dès lors que les conditions requises par la loi sont réunies, d'un droit de vote double* ».

la dette). Mais ce rôle coercitif concerne beaucoup plus les dettes de court terme que les dettes de long terme, voire celles qui n'ont pas d'échéance comme les dettes perpétuelles. C'est la preuve que la violation des clauses des *covenants* n'a des effets négatifs qu'à très court terme sur les cours des actions des sociétés émettrices. Une relecture de la théorie de l'agence – complétée et modifiée – s'impose à travers le cadre conceptuel pour rendre compte du rôle modérateur joué par les créanciers dans la gouvernance des entreprises (Bala, 2018).

La notion de *contrôle* s'impose en fil rouge dans le référentiel IFRS dans la plupart des dernières normes comptables internationales émises (IFRS 10, IFRS 15 et IFRS 16 en particulier) au détriment d'une analyse fondée sur les risques et avantages. D'une part, appliquée aux instruments financiers, cette notion de contrôle aurait eu pour mérite de recentrer la discussion à partir de cadres théoriques renouvelés tels que la théorie partenariale au sens de Freeman (1984). Cette analyse aurait été particulièrement pertinente au moment où l'IASB s'intéresse aux critères extra-financiers et où la définition de l'objet social de l'entreprise est en pleine évolution suite à la promulgation de la loi PACTE en France. D'autre part, dans le cadre de la gouvernance d'entreprise fondée sur la loi ou sur les codes de bonnes pratiques, la notion de contrôle aurait eu le mérite de faire converger les aspects organisationnels, financiers et juridiques des instruments hybrides.

Le modèle actuel de l'IASB ne prend pas en compte les enjeux de gouvernance et les modalités de subordination imposées par les aspects juridiques des titres hybrides. A titre d'illustration, et afin de voir les errements des normes IFRS où la forme prend le pas sur le fond concernant les dettes perpétuelles<sup>57</sup>, on peut examiner les comptes consolidés d'Air France – KLM (document de référence 2017).

Passif et capitaux propres (en millions d'euros)	<i>Notes</i>	<i>2017</i>	<i>2016</i>
Capital	28.1	429	300
Primes d'émission et de fusion	28.2	4 139	2 971
Actions d'autocontrôle	28.3	(67)	(67)
<b>Titres subordonnés</b>	28.4	<b>600</b>	<b>600</b>
Réserves et résultat	28.5	(2 099)	(2 520)
Capitaux propres (Propriétaires de la société mère)		3 002	1 284

« Le Groupe a réalisé, au cours de la première quinzaine d'avril 2015, une émission obligataire subordonnée perpétuelle d'un montant total de 600 millions d'euros. Ces titres, de maturité

<sup>57</sup> Voir la Lettre Vernimmen (2018)

*perpétuelle et portant un coupon annuel de 6,25%, disposent d'une première option de remboursement en octobre 2020 au gré de l'émetteur. Ils sont comptabilisés en capitaux propres, conformément aux dispositions prévues par les normes IFRS. Cette obligation est subordonnée à toutes les dettes Air France - KLM existantes ou à venir ».*

### **Dettes financières**

*(en millions d'euros)*

	2017	2016
<b>Emprunt subordonné à durée indéterminée en Francs suisses</b>	<b>315</b>	<b>349</b>

*« Le montant de l'emprunt subordonné s'élève à 375 millions de Francs suisses, soit 315 millions d'euros au 31 décembre 2017. Cet emprunt est remboursable à certaines dates, à la main du Groupe, pour un prix situé entre sa valeur nominale et 101,25% (en fonction de l'obligation et de la date de remboursement anticipé). Cet emprunt est soumis au versement d'un coupon considéré à taux fixe (5,75% sur 270 millions de Francs suisses et 0.75% sur 105 millions de Francs suisses). Cet emprunt est subordonné à toutes les dettes existantes ou à venir de KLM ».*

La stipulation des clauses sur l'instrument émis brouille le message en matière de lecture et de compréhension de la structure financière des firmes. Comme le soulignent Quiry et LeFur (2018), « il suffit qu'il y ait une clause de majoration du taux d'intérêt payé par l'émetteur dans le cas où il n'exerce pas sa faculté de remboursement par anticipation (le plus souvent au bout de 5 ans) pour que, en normes IFRS, on puisse enregistrer ce produit de dettes en capitaux propres »<sup>58</sup>.

Alors que l'approche risque/liquidité oppose émetteurs et investisseurs, une déclinaison de la notion de contrôle et du modèle économique par la gouvernance permettrait :

- D'un côté, de relier la position des émetteurs aux principales théories financière dans lequel est ancré au final le cadre conceptuel des IFRS (notamment avec la théorie de l'agence). Il s'agirait d'une gouvernance par les capitaux propres.

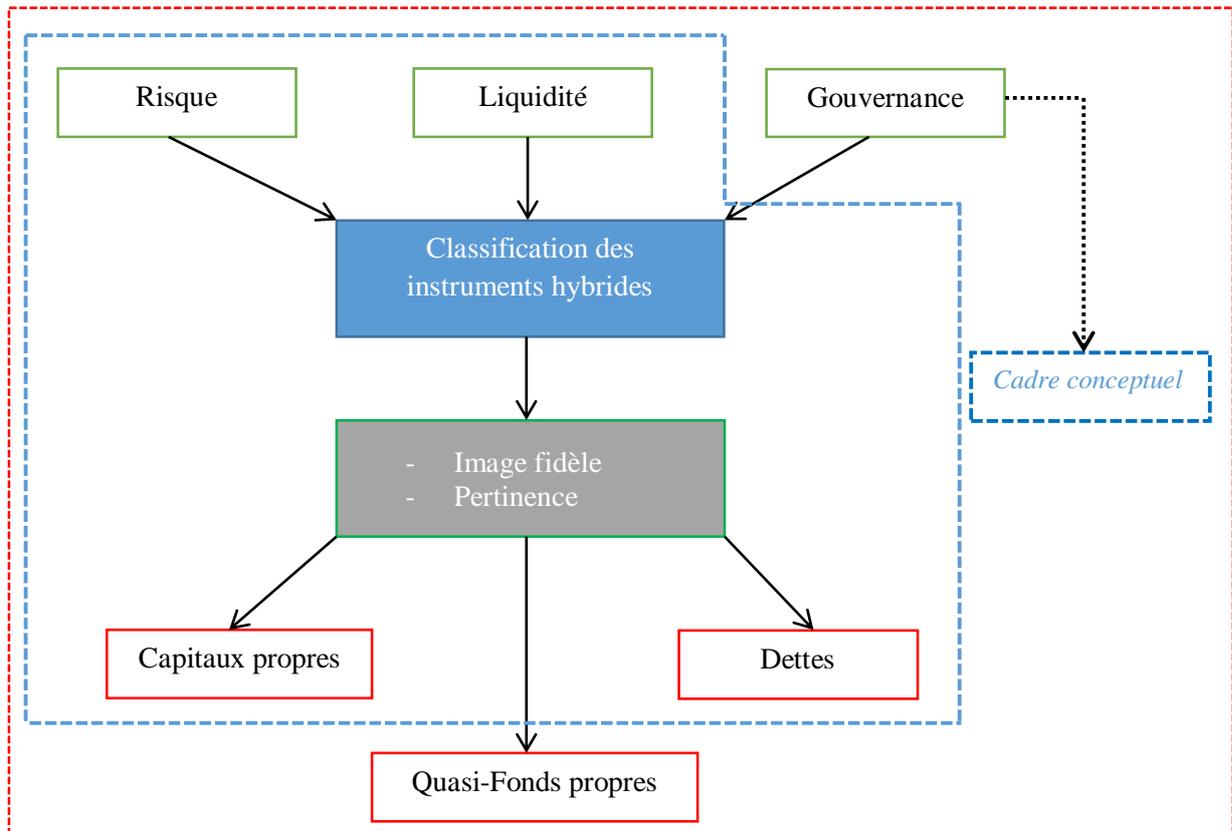
---

<sup>58</sup> Groupe Casino, Document de référence 2017 : « En début d'année 2005, le Groupe a émis 600 000 titres "super subordonnés" à durée indéterminée (TSSDI) représentant une valeur de 600 millions d'euros. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l'initiative du Groupe et sa rémunération est subordonnée au versement d'un dividende au titre des actions ordinaires au cours des 12 derniers mois. Ces titres portent intérêt au taux de Constant Maturity Swap à 10 ans + 100 bp (le taux ne peut pas excéder 9 %). En 2017, le coupon moyen s'est établi à 1,71 %. Le Groupe a procédé le 18 octobre 2013 à la mise sur le marché d'une émission obligataire hybride perpétuelle de 750 millions d'euros portant sur 7 500 titres. Le remboursement éventuel de cet instrument est à l'initiative du Groupe avec une première possibilité le 31 janvier 2019. Ces titres portent intérêt avec un coupon à 4,87 % jusqu'à cette date. Ce taux sera ensuite revu tous les cinq ans. En raison de leurs caractéristiques particulières, de durée et de rémunération, ces instruments sont classés en capitaux propres en comptes consolidés, pour un montant de 1 350 millions d'euros ». En comptes sociaux, ces montants apparaissent hors capitaux propres, sur une ligne séparée en Autres Fonds Propres et les intérêts à payer sont présentés dans la rubrique "Dettes financières diverses".

- D'un autre côté, de séquencer la structure de la dette ce qui permettrait une meilleure lecture pour les investisseurs et les agences de notation (en mobilisant la théorie des contrats incomplets, des droits de propriété et des incitations). Il s'agirait d'une gouvernance par la dette.

En présentant sur une ligne distinctive dans le bilan de l'émetteur et en justifiant dans les annexes (*Notes to the Accounts*), les incidences financières (effets relatifs et dilutifs de l'instrument financier hybride sur le contrôle, etc.), juridiques (droits de vote, répartition et géographie du capital, etc.), et fiscales, et en déclinant une approche par la gouvernance explicitement dans le DP FICE et implicitement dans le cadre conceptuel, il est possible d'aboutir à l'architecture du graphique 1 présenté ci-dessous.

**Graphique 1 – Proposition d'un cadre de gouvernance**



En amont du DP FICE, on peut regretter que le normalisateur international ne souhaite pas proposer un schéma comptable spécifique aux établissements financiers. En effet, les aspects prudentiels et réglementaires sont importants et polluent souvent un débat qui pourrait avoir lieu au niveau des autres formes d'organisations. Les régulateurs (ACRP, Comité de Bâle, etc.) prônent avant tout une quantification des risques des instruments, sans prise en compte de l'intérêt stratégique et des conséquences sur la géographie du capital (effet de relation ou de dilution du capital), générant ainsi une incertitude sur la rémunération et le coût du capital. C'est pourtant sur ce dernier point que le débat sur la classification des instruments financiers prend tout son sens.

#### **4. Conclusion**

La complexification dans lequel l'IASB a opéré le classement des instruments de dettes et de capitaux propres depuis plusieurs années par des nouvelles normes, des textes interprétatifs, des amendements divers, des *Discussion Papers*, etc. rend la lecture des comptes consolidés confuse, énigmatique et en opposition avec d'autres référentiels comptables nationaux, comme

les US GAAP. Alors que le normalisateur international a mobilisé à travers son cadre conceptuel et/ou certaines normes (cas d'IFRS10 avec la relation agent/principal) des éléments de théorie financière, il serait temps qu'il révise certains dépassements de cette même théorie financière, en allant puiser des éléments de finance institutionnelle et organisationnelle. Il faudrait qu'il reprenne la norme IAS32 et accepte les préconisations de l'EFRAG de novembre 2018 en imposant sur une ligne distincte tous les instruments hybrides, comme c'est le cas dans le plan comptable français avec la rubrique Autres Fonds Propres. Agences de notation, investisseurs, et parties prenantes seraient gagnants tant au niveau de la forme que du fond. Cela permettrait en même temps au normalisateur de réviser son cadre conceptuel ou d'imposer dans IAS32 et/ou IFRS9, une lecture plus optimale des contrats financiers émis. Comme le souligne Fares (2005), « *l'approche en termes de contrats incomplets est en passe de devenir un nouveau paradigme en économie. Elle se retrouve maintenant dans l'analyse de la structure financière de la firme* ». Cette théorie des contrats incomplets n'est qu'une continuité de la relation d'agence, combinée avec la théorie des droits de propriété. Autrement dit, elle apporte un éclairage plus fin à l'arbitrage de la classification dettes/capitaux propres grâce à la notion de contrôle tout en mettant en exergue la théorie des incitations économiques proposée par Tirole (1999).

## 5. Bibliographie

- Aboulmaaty, H., Barneto, P., Keiser, J., Ouvrard, S., Rannou, Y., (2018), Titres hybrides et référentiels comptables : une comparaison internationale, *Actes du 39<sup>ème</sup> congrès de l'Association Francophone de Comptabilité*, Nantes, 2018.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., Williamson, R., (2009), Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences, *Review of Financial Studies*, 22, p. 3171-3209.
- APB14-1: «*Accounting for Convertible Debt Instruments That May Be Settled in Cash upon Conversion (Including Partial Cash Settlement)* ».
- Baker, M., Wurgler, J., (2002), Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57, p. 1-32.
- Bala, E., (2018), *Are Creditors and Shareholders Friends or Foes? Three Empirical Studies on Covenant Violations*, PhD Universa, February.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., (2011), *Principles of Corporate Finance*, 10th edition. McGraw-Hill Irwin, New York.
- Brennan, M., et Kraus, A., (1987), Efficient Financing under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, 42, p. 1225-1243.
- Brennan, M.J., Schwartz, E.S., (1988), The Case for Convertibles, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, p. 55–64.
- Cailliau, J.C., (1990), Vers un cadre conceptuel de la comptabilité d'entreprise, *In Réflexions sur la comptabilité, Hommage à Bertrand d'Illiers*, Economica, Paris.
- Chemla, G., Milone, M., (2017), Oliver Hart – La finance vue à travers la théorie des contrats incomplets, *In Les Grands Auteurs en Finance, Albouy M., et Charreaux G., éditeurs*, Ed. EMS, p.530-553.
- Christensen, D.G., Faria, H.J., Kwok, C.C.Y., Bremer, M., (1996), Does the Japanese stock market react differently to public security offering announcements than the US stock market? *Japanese World Economy*, 8, p. 99-119.
- Couret A., Deveze J., Hirigoyen G., Parachkevova, I., (2016), *LAMY Droit du financement*, Paris, Lamy SA.
- De Jong, A., Duca, E., Dutordoir, M., (2013), Do convertible Bond Arbitrageurs Cater to Investor Demand? *Financial Management*, 42, p. 41-78.
- De Jong, A., Rosellon, M., Verwijmeren, P., (2006), The Impact of IAS32 on Preference Shares in the Netherlands, *Accounting in Europe*, 3, 1, p.169-185.
- Dinsmore, T., O'Keefe, J., Dinsmore, J., (2018), A Review of the Convertible Securities Market, *Gabelli Funds White Paper*, 30 June.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., (2007), Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 86, p. 1-39.
- Donaldson, G., (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*, Cambridge, Harvard Business School, Division of Research, Harvard University.
- Dutordoir, M., Van de Gucht, L., (2009), Why do Western European Firms Issue Convertibles instead of Straight Debt or Equity? *European Financial Management*, 15, p.563–583.
- Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J., Veld, C., (2014a), What we do and do not Know about Convertible Bond Financing? *Journal of Corporate Finance*, 24, p.3-20.
- Dutordoir, M., Li, H., Liu, F.H., Verwijmeren, P., (2016), Convertible bond announcement effects: Why is Japan different? *Journal of Corporate Finance*, 37, p.76-92.
- Dutordoir, M., Strong, N., J., Ziegen, M.C., (2014b), Does corporate governance influence convertible bond issuance? *Journal of Corporate Finance*, 24, p.80-100.
- EFRAG (2018), Visualising FICE – A Closer Look at Presentation and Disclosure, November

- EITF 90-19: « *Convertible Bonds with Issuer Option to Settle for Cash upon Conversion* ».
- Engle, E., Erickson, M., Maydew, E., (1999), Debt-Equity Hybrid Securities, *Journal of Accounting Research*, 37, 2, p.249-274.
- EY, (2018), IASB Issues discussion paper Financial Instruments of Characteristics of Equity, *IFRS Development*, 135, July.
- Financial Times (FT), (2018), US Convertible Debt Splurge Reflects Tech Shares Rally, August 15, <https://www.ft.com/content/7c53d61c-9eff-11e8-85da-eeb7a9ce36e4>.
- Freeman, R.E., (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- Gallais-Hamonno, G., Zamfirescu, N., (2002), Espérance de vie contre espérance des flux dans le cas des Rentes Viagères de montants inégaux : l'exemple de la loterie tontine de 1743, *Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, Lyon.
- Gélard, G., (2008), Cadre conceptuel de l'IASB : Trouver un équilibre entre les caractéristiques qualitatives, *Revue Française de Comptabilité*, n°412, juillet-août.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., (2001), The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics*, 60, p. 187-243.
- Green, R., (1984), Investment Incentives, Debt, and Warrants, *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 115-136.
- Grossman, S.J., Hart, O.D., (1986), The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy*, vol. 94, 4, p.691-719.
- Hart, O.D., (1975), On the Optimality of Equilibrium when the Market Structure Is Incomplete, *Journal of Economic Theory*, 11, 3, p. 418-443.
- Hart, O.D., Moore, J., (1990), Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of Political Economy*, 98, 6, p. 1119-1158
- Hart, O.D., Moore, J., (1998), Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt, *Quarterly Journal of Economics*, 113, 1, p. 1-41.
- Hart, O.D., Zingales, L., (1991), A New Capital Regulation for Large Financial Institutions, *American Law and Economics Review*, 13, 2, p. 435-490.
- Hirigoyen G., (1992), *Ingénierie financière et finance d'entreprise*, In Mélanges en l'honneur de Jean-Guy Mérigot, Economica.
- IASB, (2008), *Puttable Financial Instruments and Obligations Arising on Liquidation (Amendments to IAS 32 and IAS 1)*, 14 February.
- IASB, (2018), Financial Instruments of Characteristics of Equity, *Discussion Paper*, June
- Isagawa, N., (2000), Convertible Debt: An Effective Financial Instrument to Control Managerial Opportunism, *Review of Financial Economics*, 9, pp. 15-26.
- Jensen, M., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 2, p. 323-339.
- Jensen, M., Meckling, W., (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kimmel, P., Warfield, T.D., (1995), The Usefulness of Hybrid Security Classifications: Evidence from Redeemable Preferred Stock, *The Accounting Review*, 70, 1, p.151-167.
- Klein, B., Crawford, R.G., Alchian, A.A., (1978), Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, *Journal of Law and Economics*, 21, 2, p. 297-326.
- Koziol, C., Lawrenz, J., (2012), Contingent Convertibles: Solving or Seeding the next Banking Crisis? *Journal of Banking and Finance*, 36, p. 90-104.
- Kraus, A., Litzenger, R., (1973), A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, 28 (4), p. 911-922.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (1998), Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113-1155.

- Levi, S., Segal, B., (2015), The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities, *European Accounting Review*, 24, p. 801-822.
- Lewis, C., Rogalski, R., Seward, J., (2001), The Long-Run Performance of Firms that Issue Convertible Debt: An Empirical Analysis of Operating Characteristics, Analyst Forecasts, and Risk Effects, *Journal of Corporate Finance*, 7, p. 447-474
- Mayers, D., (1998), Why Firms issue Convertible Bonds: the Matching of Financial and Real Investment Option, *Journal of Financial Economics*, 47, p. 83-102.
- Modigliani, F., Miller, M., (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48 (3), p. 261-297.
- Modigliani, F., Miller, M., (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, pp. 433-443.
- Mourgues, N., (1996), *Capitaux propres et quasi-fonds propres*, Paris, Economica.
- Myers, S., (1977), Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, p. 147-175.
- Myers, S., (1984), Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, 3, p. 574-592.
- Myers, S., (1993), Still Searching For Optimal Capital Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 1, p. 4-14.
- Myers, S., Majluf, N., (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.
- Obert, R., (2014), Le rôle du business model dans les états financiers, *Revue Française de Comptabilité*, n° 473, février.
- Paton, W., (1922), *The Accounting Theory*, New York, The Ronald Press Company
- Paton, W.A., (1922), *Accounting Theory*, The Ronald Press.
- Quiry, Y., LeFur, P., (2018), Les errements des IFRS, *Lettre Vernimmen* 163, décembre.
- Ross, S., (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, 8, p. 23-40
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., (2012), *Corporate Finance*, Mc Graw Hill Education, 10<sup>th</sup> Edition, 1072 p.
- Sakr, T., (2009), *Les quasi-fonds propres : rôle et place dans l'exercice du pouvoir des dirigeants et leurs stratégies d'enracinement*, thèse de doctorat, université de Bordeaux 4.
- Schmidt, M., (2013), Equity and Liabilities – A Discussion of IAS32 and a Critique of the Classification, *Accounting in Europe*, 10, 2, p. 201-222.
- Schön S., Cortez B., (2009), Finanzmarktkrise als Vertrauenskrise – Special Purpose Entities und Ratingagenturen als Ursache für Informationsasymmetrien an den globalen Finanzmärkten, in: IRZ, p. 1–17.
- SFAS 150: «*Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity*».
- Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, p.737-783.
- Standard & Poor's (2008), *Hybrid Capital Handbook*, Standard & Poor's Ratings Services Publications.
- Stein, J., (1992), Convertible Bond as "Back Door" Equity Financing, *Journal of Financial Economics*, 32, p. 3-21.
- Tirole, J., (1999), Incomplete Contracts: Where do we Stand? *Econometrica*, 67, 4, p.741-781.

## Synthèse

A un moment où toutes les formes d'organisations vont devoir faire preuve de bon sens en renforçant leurs fonds propres suite à un accroissement de leur endettement consécutif à la crise sanitaire du Covid 19 mais également à compter de janvier 2019 avec l'application de la norme IFRS16<sup>59</sup>, la question de la distinction entre les dettes et les capitaux propres est plus que jamais d'actualité. L'enjeu qui se pose pour les dirigeants des entités concernées va être de renforcer leurs fonds propres sans perdre le contrôle du capital – le pouvoir – de leur entreprise. L'imagination des financiers étant sans limite pour concevoir de nouveaux instruments financiers toujours plus complexes, la question de leur classification, valorisation et comptabilisation se pose de manière récurrente aux normalisateurs comptables.

A ce jour, le principal utilisateur de ces instruments financiers dit hybrides reste le secteur des banques et des assurances. Or ce dernier est soumis à des obligations réglementaires et prudentielles fortes, si bien qu'il est impossible de comparer les émissions et utilisations de ces titres aux autres sociétés industrielles et commerciales (SIC). Le poids des autorités de contrôle (ACPR, Banque de France, BCE, EBA, ESMA, EIOPA, etc.) a contraint le normalisateur comptable à opérer jusqu'à présent, à travers IAS 32, une démarche d'auditeur, c'est-à-dire à proposer un arbitrage comptable entre les notions de risque et de liquidité afin de classer ces instruments en dettes ou en capitaux propres. Si cette démarche convient parfaitement au secteur financier, elle est en revanche moins appropriée aux autres secteurs pour au moins deux raisons.

D'une part, les SIC n'ont pas la même structure et le même format d'états financiers que les banques et les assurances, en particulier au niveau de leur bilan (état de la situation financière). Nous avons pu observer entre 2010 et 2018 des évolutions différentes dans la structure financière parmi les 120 principaux groupes français (SBF 120). Si en moyenne, les sociétés du CAC 40 ont renforcé leurs fonds propres, il n'en est pas de même pour les autres qui ont enregistré une progression plus rapide de leur endettement financier. En revanche, le degré de sophistication de l'endettement financier est plus élevé pour les sociétés du CAC 40, ce qui traduit une utilisation plus régulière de produits financiers plus complexes tels que les obligations convertibles ou les TSDI. S'il n'y a que 53 % des sociétés de l'indice SBF 120 qui

---

<sup>59</sup> IFRS16 : contrats de location

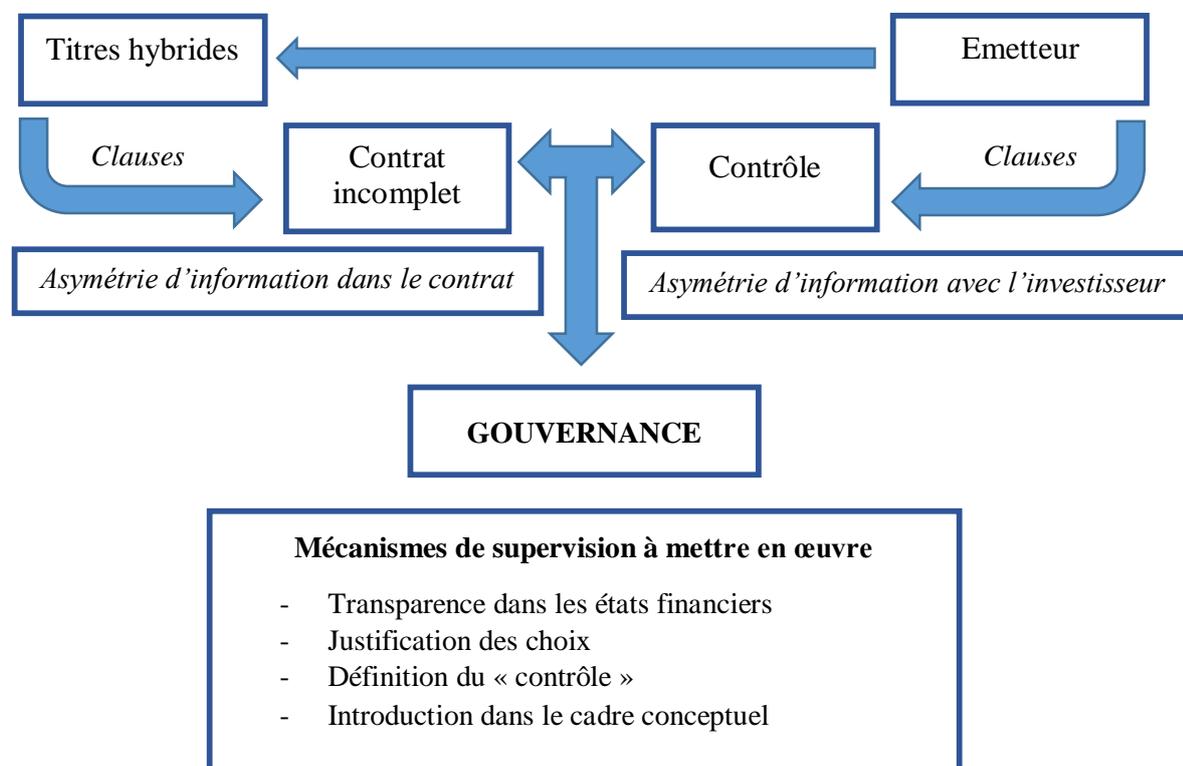
ont utilisé au moins un instrument hybride sur la période étudiée, il est à souligner qu'en moyenne, le poids de cet instrument est relativement faible au regard du montant des capitaux propres et des dettes financières (à l'exception de quelques grands acteurs industriels comme EDF, Engie, Total, etc.).

D'autre part, nous constatons dans notre étude que l'instrument hybride le plus prisé par les groupes français reste l'obligation convertible, en particulier l'OCEANE. Il est également le plus répandu dans le monde, tant en volume qu'au niveau du poids économique des pays émetteurs (Etats-Unis, Japon, Royaume Uni, Allemagne, France). La diversité et la complexité de cet instrument interdisent toute généralisation, notamment sur le plan juridique et fiscal, et entraînent des divergences, voire des incohérences en matière de *reporting* financier au niveau international. Si sur le plan fiscal, nous avons remarqué que la déductibilité des intérêts des titres hybrides reste un critère déterminant dans le choix des émetteurs, sur le plan juridique en revanche, il est plus difficile d'opérer une segmentation du recours à ces titres en fonction de la juridiction du lieu d'émission. De ce fait, la littérature académique a fourni des cadres explicatifs à l'utilisation des obligations convertibles. Si les caractéristiques techniques de ces titres fondées sur des clauses spécifiques (mécanisme d'options, de *set-up*, etc.) ont trouvé un écho favorable auprès des conseils/experts/intermédiaires financiers afin d'en faire un outil « sur-mesure », c'est surtout l'émergence d'explications théoriques alternatives à la théorie néoclassique à partir des années 90 qui est légitimée (Green, 1984 ; Mayers, 1988 ; Stein, 1992 ; Isagawa, 2000 ; etc.), même si leur portée reste souvent limitée. Le constat est alors sans ambiguïté : toutes ces théories mentionnent les notions d'asymétrie d'information, de stratégies d'enracinement du dirigeant, de contrôle et de lien avec le pouvoir, d'incomplétude du contrat financier entre émetteurs et investisseurs. En définitive, elles convergent toutes vers la notion de gouvernance (*Corporate Governance*).

La gouvernance d'entreprise va être le terrain – en amont de la classification, valorisation et comptabilisation – permettant de répondre à la question générale de recherche de ce projet : **pourquoi recourir à l'émission et à l'utilisation d'instruments financiers hybrides ?** Plus que le critère du risque ou de la liquidité qui conduirait les sociétés à devoir analyser l'instrument émis pour le classer en dettes ou en fonds propres, c'est la pertinence, la cohérence et la richesse du contenu de ce dernier qui doivent prévaloir. Ainsi, les dimensions financières, stratégiques et surtout juridiques du titre sont à intégrer dans les mécanismes de gouvernance, – aussi bien au niveau des actionnaires que des créanciers – afin de pouvoir apporter une

réponse pour le choix de comptabilisation de l'instrument. Le schéma suivant résume notre recherche et présente nos préconisations.

### Synthèse – Préconisation



Alors que le normalisateur comptable international a mobilisé des éléments de théorie financière classique dans son cadre conceptuel et dans certaines normes, peut-être serait-il temps qu'il intègre certains dépassements de cette même théorie financière, en allant puiser des éléments de finance institutionnelle et de finance organisationnelle. Cela impliquerait de reprendre la norme IAS32 et d'inclure les préconisations de l'EFRAG formulées en novembre 2018 consistant à faire figurer au bilan sur une ligne distincte tous les instruments hybrides (en ajoutant par exemple une ligne Autres Fonds Propres ou Autres Titres Hybrides). De plus, le normalisateur comptable pourrait améliorer son cadre conceptuel afin de définir, de prescrire et d'expliquer la notion de « contrôle », issue de la théorie de la gouvernance actionnariale afin de l'étendre à une gouvernance de l'ensemble des parties prenantes. Il conviendrait d'imposer aux émetteurs de titres hybrides de fournir dans les annexes les raisons et les motivations des choix opérés en matière d'instruments financiers. Agences de notation, analystes financiers, investisseurs, actionnaires, créanciers, etc. gagneraient en compréhension de l'information financière, tant au niveau du fond que de la forme.