

4.1.2

Prix de transfert et obligations convertibles en actions : la décision *Electricité de France International*, justifiée mais mal motivée ?

À propos de CE, 16 nov. 2022, n° 462383, Min. c/ EDF et EDFI



Cyril SNIADOWER
Avocat

Dans la décision *Min. c/ EDF et EDFI* du 16 novembre 2022¹, le Conseil d'État a jugé que la valeur de l'option de conversion incluse dans une obligation convertible est nécessairement nulle lorsque l'option est attribuée à la personne possédant, à la date de l'émission, l'intégralité de ce capital. Cette décision a été critiquée par la doctrine, au motif qu'elle contreviendrait aux principes habituels de valorisation (V. § 7). Tout en partageant l'opinion générale sur la motivation peu convaincante de la

décision du Conseil d'État, l'auteur arrive à la conclusion que la Haute assemblée a eu raison de casser la décision de la cour administrative d'appel. Mais le problème est bien plus large, dès lors qu'il provient de l'absence de rémunération du risque pris par l'actionnaire de l'émetteur de l'obligation convertible, en l'occurrence le risque d'être dilué (V. § 14). Une telle approche conduit nécessairement à considérer comme infondée une grande partie du redressement en litige (V. § 23).

Introduction

1. La décision rendue par le Conseil d'État le 16 novembre 2022 dans l'affaire opposant les sociétés *Électricité de France International* et *Électricité de France* à l'administration fiscale fait passer son lecteur par différents sentiments : d'abord, il faut bien l'avouer, une relative indifférence, tant la question examinée - le traitement fiscal d'une obligation convertible en actions souscrite auprès d'une filiale étrangère détenue à 100 % - paraît un cas d'espèce qui intéressera sûrement les parties concernées, mais que le microcosme de la fiscalité pourra continuer d'ignorer ; puis, face aux réactions plus

nombreuses qu'à l'accoutumée², une certaine curiosité - cette curiosité qui, parmi la masse des décisions le plus souvent destinées à être immédiatement oubliées, pousse néanmoins à en relire une ; ensuite, l'évidence, car c'est bien là la force de cette décision, elle est évidente - mais d'expérience, l'évidence

¹ CE, 16 nov. 2022, n° 462383 et 462388, Min. c/ EDF et EDFI, concl. K. Ciavaldini : Rec. Lebon ; FI 1-2023, n° 4, § 18.

² Sur le jugement initial, v. not. FI 4-2019, n° 4, § 11, comm. A. Glaize et Y. Chemama ; D. Gutmann, Peut-on reprocher à une société mère de se comporter comme un tiers indépendant de sa filiale ? : FR Francis Lefebvre, n° 39/19. Sur l'arrêt d'appel, v. FI 2-2022, n° 4, § 15, comm. A. Glaize et Y. Chemama ; C. Acard, Chronique de fiscalité financière : Dr. fisc. 2022, n° 20. Sur la décision commentée, v. C.-E. Airy, Comment évaluer une obligation convertible en action ? : RJF 1/2023 ; T. Leclercq et P. Lorentz, Quelle portée donner au principe de valorisation nulle de l'option de conversion attachée à des obligations convertibles souscrites par l'actionnaire unique ? : Option Finance, 17 févr. 2023 ; D. Gutmann, A. Le Boulanger et A. Bernard, Le Conseil d'État crée une étonnante exception au principe de pleine concurrence : Dr. fisc. 2023, n° 5, 99).

d'une décision est souvent le premier déclencheur de la suspicion ; enfin, l'étonnement, un triple étonnement à dire vrai, face à une décision dont le raisonnement nous échappe, face à une décision rédigée en termes de principe sans que cela ait été nécessaire à la résolution de l'affaire, face à une décision classée « A » qui offrira à une analyse que nous pensons inaboutie les honneurs de la publication au Recueil Lebon.

I. La décision

2. Rappelons tout d'abord les faits, heureusement assez simples - nous reprendrons pour ce faire la description figurant en exorde des conclusions expéditives du rapporteur public.

« La société EDF International (EDFI) est une filiale de la société EDF et membre du groupe intégré dont la société EDF est la société mère. Elle possède 100 % du capital de sa filiale britannique EDF Energy Ltd (EDFE). La société EDFI a souscrit en 2009 l'intégralité des 66 285 obligations convertibles en actions (OCA) émises par sa filiale britannique, pour une valeur nominale de 50 000 €. Ces OCA avaient une maturité de cinq ans et permettaient au porteur de les convertir en actions ordinaires d'EDFE à tout moment, à l'issue d'une période de blocage de trois ans. Leur rémunération annuelle était fixée au taux de 1,085 %. À la suite d'une vérification de comptabilité, l'administration fiscale a regardé cette rémunération comme insuffisante et constitutive d'un transfert indirect de bénéfices à l'étranger. Elle a en effet estimé que la différence entre le taux de rémunération des OCA et le taux de pleine concurrence pour un emprunt obligataire comparable (4,41 %) n'était justifiée par aucune contrepartie au bénéfice de la société EDFI. Elle a, en conséquence, réintégré aux bénéfices imposables de cette société, au titre des exercices clos de 2009 à 2014, un montant correspondant au calcul des intérêts à ce taux de 4,41 % et mis à la charge de la société EDF, en sa qualité de société mère du groupe, les cotisations supplémentaires d'impôt sur les sociétés correspondantes ; elle a également mis à la charge de la société EDFI, au titre de la distribution de revenus à sa filiale britannique, la retenue à la source prévue au 2 de l'article 119 bis du CGI, au taux conventionnel de 15 %. »

3. La décision, au demeurant très courte, est rédigée comme un arrêt de principe : « La situation née de l'octroi à l'actionnaire unique de la société financée d'une option de conversion des obligations qu'il a souscrites en actions de cette dernière est, par nature, insusceptible d'être comparée à une situation de pleine concurrence, dès lors que la valeur de cette option, consistant exclusivement dans l'ouverture d'une faculté d'acquiescer une fraction du capital social en remboursement du prêt obligataire consenti, est nécessairement nulle lorsque l'option est attribuée à la personne possédant, à la date de l'émission, l'intégralité de ce capital. En effet, cet actionnaire unique dispose du pouvoir de décider, à tout moment, de l'émission de nouveaux titres et leur attribution à son profit en remboursement du prêt obligataire qu'il a consenti à la société et, au surplus, l'opération de conversion est nécessairement neutre pour lui d'un point de vue patrimonial, dès lors qu'il possède,

avant comme après celle-ci, la totalité du capital d'une société dont la valeur se trouve augmentée du montant de la dette dont elle s'est libérée, à exacte concurrence du montant de la créance dont il disposait sur celle-ci. Il s'ensuit que [...] la transaction en litige doit, faute de pouvoir être comparée à une transaction similaire dans une situation de pleine concurrence, être regardée comme une opération de financement intragroupe rémunérée à un taux inférieur à la valeur vénale du service. »

4. Nous ne soulignerons jamais assez l'évidence de cette décision ; si la société EDFI décidait de convertir ses obligations en actions de la société EDFE, elle n'obtiendrait rien qu'elle ne possédât déjà : sa renonciation à percevoir un intérêt annuel calculé au taux de 4,41 %, auquel elle aurait pu prétendre en souscrivant à des obligations ordinaires, et son empressement à se contenter d'un intérêt annuel calculé au taux de 1,085 %, ne pouvaient donc, en aucun cas, être compensés par un possible enrichissement au moment de la conversion des obligations en actions.

5. Pour éviter toute incompréhension ultérieure, rappelons brièvement en quoi consiste une obligation convertible en actions : le souscripteur accepte de percevoir un intérêt inférieur à celui qu'il aurait reçu en souscrivant à une obligation ordinaire, en échange d'une option sur les titres de la société émettrice, faisant ainsi le pari qu'à la maturité de l'obligation (ou, selon les contrats d'émission, sur une période donnée au cours de laquelle il sera en droit d'exercer cette option de conversion), les actions auxquelles ses obligations convertibles lui donnent droit auront une valeur supérieure à la valeur de remboursement de ses obligations ; si tel est le cas, l'option sera effectivement exercée ; dans le cas contraire, le souscripteur devra se contenter de la valeur de remboursement de l'obligation, réalisant alors un placement moins rentable que celui qu'il aurait pu faire en souscrivant à une obligation ordinaire. Il s'agit là d'une présentation simplifiée, la décision du souscripteur pouvant être motivée par d'autres considérations, par exemple les contraintes résultant d'une faible liquidité des actions qu'il recevrait après avoir exercé son option de conversion ; mais cette présentation, même simplifiée, est, du moins l'espérons-nous, suffisante pour comprendre la suite de nos développements.

6. Dans l'affaire examinée par le Conseil d'État, cette façon d'appréhender une obligation convertible ne fonctionne plus : la société EDFI, qui détenait 100 % de la société EDFE avant la conversion, en détiendra également 100 % après la conversion ; elle ne sera donc jamais plus riche du fait de cette conversion, quelle que soit la valeur des titres de la société EDFE à la date de conversion. C'est une évidence.

Le Conseil d'État en déduit que l'option est sans valeur pour un actionnaire détenant la totalité du capital de la société émettrice. C'est une évidence.

Il ne nous reste plus qu'à essayer de démontrer qu'en dépit de son évidence, le raisonnement tenu par le Conseil d'État est erroné - même s'il a conduit à une décision que nous pensons justifiée.

II. La valeur doit être objective

7. Nous nous permettrons tout d'abord un petit détour, afin d'illustrer notre approche tout en nous détachant des faits de l'espèce.

Nous avons, dans le tiroir de notre bureau, une vingtaine de stylos-plume - témoignages de cadeaux reçus ou d'achats compulsifs. Nous avons vu récemment dans un magazine une publicité attirante pour un modèle que nous ne possédons pas encore ; nous n'avons pu résister à la tentation et l'avons acquis, au prix de mille euros. Combien vaut ce stylo-plume ?

Nous sommes certains que personne ne remettrait en cause le fait que ce stylo-plume vaut mille euros. En revanche, il ne nous est, objectivement, d'aucune utilité : nous croulions déjà sous les stylos-plume et d'ailleurs, nous n'avons pas écrit avec un stylo-plume depuis que nous avons quitté les bancs de l'école - l'encre a dû sécher ! Est-ce pour autant que ce stylo-plume à mille euros vaut zéro euro ? Personne ne nous l'aurait cédé gratuitement et, si nous devions nous en séparer, nous espérons bien le vendre, et non être réduit à le donner. La vraie question n'est donc pas de savoir si ce stylo-plume vaut mille euros ou zéro euro, mais de déterminer si nous avons eu raison de dépenser mille euros pour un objet dont nous n'avons pas besoin... Que le lecteur se rassure, nous ne possédons en réalité aucun stylo-plume, nous n'avons cédé à aucune compulsion et nous ne prévoyons pas de dépenser mille euros pour acquérir un bien dont nous n'aurions aucune utilité !

Comparaison n'est pas raison, dit-on généralement ; mais au cas présent, si !

8. Imaginons un instant que la société EDFI, au lieu de souscrire à ces obligations convertibles litigieuses, les ait acquises auprès d'un tiers - lequel tiers aurait pu espérer, en les conservant, percevoir chaque année des coupons, voire devenir actionnaire de la société EDFE ; les aurait-il cédées gratuitement ? Poser la question est déjà y répondre : bien évidemment, ce tiers les aurait vendues à un prix tenant compte de l'option de conversion, qui en aucun cas n'aurait été valorisée à zéro euro. Imaginons désormais que la société EDFI, après avoir souscrit à ces obligations convertibles litigieuses, les ait cédées à un tiers, lui permettant ainsi de percevoir chaque année des coupons et d'espérer devenir actionnaire de la société EDFE ; les aurait-elle cédées en omettant de valoriser l'option de conversion ? Là encore, poser la question, c'est y répondre.

Si l'affirmation figurant dans la décision du Conseil d'État était exacte, il faudrait donc admettre que les options de conversion contenues dans ces obligations convertibles litigieuses (que, pour les besoins du raisonnement, nous supposons ici acquises puis revendues, et non souscrites puis conservées comme c'était le cas en réalité), auraient été de valeur strictement positive tant que ces obligations étaient la propriété du cédant initial, seraient instantanément tombées à une valeur nulle au moment où la société EDFI les aurait acquises pour une valeur non nulle, puis auraient tout aussi instantanément retrouvé une valeur non nulle au moment où

la société EDFI les aurait cédées... Non, nous ne trouvons ni cohérence ni rationalité dans l'argumentation développée par le Conseil d'État à l'appui de sa décision ; c'est naturellement là la distinction entre valeur vénale et valeur d'usage, que d'autres ont commentée et que nous n'approfondirons pas davantage : tout juste relèverons-nous que la réglementation fiscale fait d'ordinaire référence à la valeur vénale (CGI, ann. III, art. 38 quinquies, principe de pleine concurrence, etc.).

9. L'argument de la revente a été invoqué par la société EDFI, dans une version plus simple que celle qui vient d'être exposée, à tout le moins si l'on en croit le résumé qu'en a fait le rapporteur public dans ses conclusions. L'argument a néanmoins été balayé en une phrase (« *Le prix auquel la société EDFI aurait pu céder les OCA à un tiers, avec une valorisation de l'option de conversion dépendant, à la date de cette cession, du cours de l'action de la société EDFE, nous paraît totalement sans incidence au regard de ce que l'on cherche à évaluer, qui est la valeur de l'option de conversion pour la société EDFI elle-même, à la date de la souscription des OCA.* »). Le contenu de cette phrase est indéniablement vrai : la valeur de l'option de conversion évolue avec le temps, en fonction de l'évolution de la valeur des actions de la société émettrice par rapport à la valeur de remboursement de l'obligation. Mais en réalité, cette affirmation est inopérante, voire prouve le contraire de ce qu'elle est censée démontrer : que deviendrait-elle en effet si la revente avait lieu « un instant de raison » après la souscription, sans que la valeur des actions de la société EDFE ait eu le temps d'évoluer ? (Le fait qu'au cas d'espèce, une revente « un instant de raison » après la souscription ait été juridiquement impossible est sans incidence sur le raisonnement à tenir : la décision rendue se voulant de principe, la logique qui la sous-tend se doit d'être robuste...). La réponse est assez simple : peut-on admettre que l'option de conversion était sans valeur dans le chef de la société EDFI, mais qu'un « instant de raison » plus tard, elle aurait retrouvé une valeur strictement positive du fait de la cession des obligations convertibles ? Nous sommes exactement ramené au scénario des stylos-plume, et ce que le lecteur a dû trouver aberrant dans le cas de stylos-plume doit lui paraître désormais tout autant aberrant dans le cas d'obligations convertibles.

Le Conseil d'État ne s'est pas arrêté à cela, puisqu'il a même pris le soin de préciser dans sa décision : « *Le gain éventuel tiré de la cession ultérieure de cette obligation, à supposer une telle cession possible en l'espèce, est sans incidence sur l'appréciation de l'avantage attendu à la date de la souscription des obligations convertibles en actions.* » Pour les raisons précédemment développées, nous continuerons d'y voir une erreur de logique : oui, l'affirmation est vraie (la valeur de l'option de conversion postérieurement à la souscription est effectivement sans lien immédiat avec la valeur de cette option de conversion au moment de la souscription), mais les conséquences qui en sont tirées sont fausses ; il suffit de rapprocher le moment de la cession du moment de la souscription si près qu'ils se rejoignent pour en déduire que la valeur objective de l'option de conversion ne pouvait pas être nulle, y compris dans le chef de la société EDFI.

III. La décision, à défaut d'être correctement motivée, est pertinente

10. Revenons à notre petite histoire de stylos-plume ! Ceux-ci n'ont jamais valu zéro euro, tout le monde en conviendra. Mais le fisc ne pourrait-il pas nous reprocher d'avoir dépensé mille euros pour acquérir un bien dont nous n'avions aucun besoin - en d'autres termes, plus fiscaux, aurions-nous commis un acte anormal de gestion ?

Transposée au cas de la société EDFI, cette question devient : cette société aurait-elle commis un acte anormal de gestion en renonçant à percevoir des intérêts calculés annuellement au taux de 4,41 % et en se contentant d'intérêts annuels calculés au taux de 1,085 %, le tout en échange d'une option de conversion qui ne lui était d'aucune utilité ? En cas de réponse positive, la motivation du redressement serait modifiée, mais le redressement demeurerait.

Posée de cette manière-là, la question semble appeler une réponse évidente : renoncer à plus de trois pour cent d'intérêts annuels en échange de rien, quel bel acte anormal de gestion ! Mais l'évidence est parfois le paravent de la complexité !

A. Le raisonnement tenu par le Conseil d'État contient ses propres contradictions...

11. Le Conseil d'État a déjà jugé que les événements qui surviendraient après l'acquisition ou la souscription sont sans incidence sur la normalité de la valeur du bien acquis ou souscrit³. C'est logique, la valorisation ne peut se faire qu'en fonction des éléments qui sont connus au moment où celle-ci doit être effectuée, que ces éléments soient incontestables (« le taux annuel de marché de l'obligation ordinaire est de 4,41 % ») ou qu'ils résultent d'anticipations cohérentes sur les probabilités d'évolution de tel ou tel paramètre (« au vu des anticipations d'évolution de la valeur des actions sous-jacentes, l'espérance de gain à terme implique que la valeur actuelle du taux annuel de l'obligation convertible soit de 1,085 %, indépendamment du gain ou de la perte réelle à terme ») : c'est bien là tout le principe des mathématiques financières. Pour en revenir à un point déjà commenté, nous ne voyons donc aucun problème à ce que le Conseil d'État ait considéré que la valeur de l'option de conversion effectivement constatée à un instant t_1 soit sans incidence sur la valeur de cette option de conversion à un instant antérieur t_0 ; en revanche, l'anticipation qui est faite à un instant t_0 de la valeur que l'action sous-jacente aura à un instant ultérieur t_1 (ou, plus exactement, l'anticipation faite à un instant t_0 de la distribution probabiliste de cette valeur et de la courbe de taux à un instant ultérieur t_1) a une incidence directe sur la valeur de cette option de conversion à l'instant t_0 - ce qui, non seulement, n'est pas contradictoire avec le raisonnement du Conseil d'État, mais est même parfaitement en ligne avec celui-ci.

3 V. par ex. CE, 11 mars 2022, n° 453016, SARL Alone & Co : Lebon T. ; RJF 6/22 n° 527, concl. R. Victor C 527.

Cependant, dans la décision commentée, le Conseil d'État ne s'en tient pas à cela ; pour justifier sa décision, il écrit en effet : « L'opération de conversion est nécessairement neutre pour lui d'un point de vue patrimonial, dès lors qu'il possède, avant comme après⁴ celle-ci, la totalité du capital d'une société dont la valeur se trouve augmentée du montant de la dette dont elle s'est libérée, à exacte concurrence du montant de la créance dont il disposait sur celle-ci ». Mais comment la société EDFI pouvait-elle être certaine, au moment de la souscription, qu'elle détiendrait encore l'intégralité du capital de la société EDFE à la maturité de l'obligation convertible ? C'est là tenir compte d'un élément postérieur à la souscription, et naturellement inconnu au moment de la souscription ; la justification avancée par le Conseil d'État est ainsi en contradiction avec ses propres principes.

12. Comme nous l'avons déjà souligné, la société EDFI avait essayé de se défendre en imaginant la cession des obligations convertibles. Mais que se serait-il passé si la société EDFI avait cédé ses actions de la société EDFE tout en conservant ses obligations convertibles, ou si la société EDFI avait ouvert le capital de la société EDFE avant le terme des obligations convertibles ? Faut-il en déduire que l'option de conversion aurait alors, instantanément et comme par miracle, retrouvé une valeur patrimoniale ? Cette autre anticipation de la situation future, effectuée et probabilisée au moment de la souscription (« EDFI cédera ses actions avant l'échéance de l'obligation »), montre là encore, de manière confortative, qu'il est impossible que l'option de conversion ait eu une valeur nulle pour la société EDFI.

B. ...mais le redressement était en partie justifié

13. Là encore, nous proposons à notre lecteur un petit détour dans le raisonnement.

Imaginons une société A détenant l'intégralité du capital de la société B, laquelle souhaite se financer.

Dans un premier scénario, la société B peut contracter un prêt auprès d'une banque, à laquelle elle paiera des intérêts ; elle s'appauvrira du montant de ces intérêts - appauvrissement qu'elle espérera bien évidemment pouvoir compenser, voire davantage, par une utilisation fructueuse des sommes mises à sa disposition ; de la même façon, la valeur des titres de la société B détenus par la société A sera implicitement grevée par le montant de ces intérêts à déboursier, mais la société A finira par y trouver elle aussi avantage si la société B fait bon usage des sommes prêtées et que les titres de la société B s'en trouvent valorisés.

Dans un second scénario, la société B peut également décider d'émettre une obligation convertible, que nous supposons intégralement souscrite par une société tierce C. À ce titre, la société B s'acquittera d'un intérêt moindre que dans le premier scénario. À maturité, la société C pourra soit demander le paiement de la valeur de remboursement de

4 Souligné par nous.

l'obligation, soit entrer au capital de la société B en exerçant l'option de conversion. Dans le premier cas, l'anticipation faite par la société C au moment de la souscription se sera finalement révélée erronée : la société C aura perdu son pari et la société B, ayant payé un intérêt moindre, se sera moins appauvrie que dans le premier scénario ; dans le deuxième cas, l'anticipation faite par la société C au moment de la souscription se sera finalement révélée pertinente : la société C aura gagné son pari, la société B aura payé un intérêt moindre que dans le premier scénario et n'aura pas à rembourser l'obligation, et ce sera la société A qui, en acceptant d'être diluée au capital de la société B, aura réellement payé à la société C son surcroît de rémunération. Le lecteur attentif aura noté que l'analyse complète est légèrement plus complexe, puisqu'il existe une zone où la valeur des actions de la société B justifiera que la société C convertisse ses obligations sans pour autant mettre la société C dans une situation de gain par rapport au premier scénario, mais c'est là un détail sans importance pour la suite du raisonnement.

14. Par nature, l'émission d'une obligation convertible implique que la société émettrice est certaine d'y perdre moins que par l'émission d'une obligation ordinaire, que le souscripteur peut y gagner moins (s'il ne convertit pas ses obligations) ou plus (s'il convertit ses obligations), et que l'actionnaire historique de la société émettrice peut y perdre moins (si le souscripteur ne convertit pas ses obligations) ou plus (s'il est dilué du fait de la conversion des obligations). Par nature, le mécanisme de l'obligation convertible implique que la société émettrice ne puisse qu'y gagner par rapport au scénario sans risque où elle aurait émis une obligation ordinaire ou contracté un prêt bancaire ; par nature, le mécanisme de l'obligation convertible implique que le surcroît de rémunération auquel le souscripteur peut prétendre si ses anticipations se révèlent correctes est payé non par la société émettrice, mais par son actionnaire. C'est d'ailleurs ce que remarquait factuellement Charles-Emmanuel Airy, maître des requêtes au Conseil d'État, dans sa chronique précitée publiée à la *Revue de jurisprudence fiscale* de janvier 2023 - sans en tirer toutefois la moindre conséquence fiscale : « *Le taux d'intérêt d'une [obligation convertible en actions] est en effet plus bas que ne le serait, compte tenu du profil de risque de l'émettrice, celui d'une obligation classique car une partie de cette rémunération consiste en l'octroi de l'option de conversion. Pour l'émetteur, l'intérêt est de se financer à un coût immédiat moindre que celui normalement attaché à son profil de risque. La contrepartie est en réalité payée par ses actionnaires, qui risquent de subir une dilution ultérieure à un prix inférieur à celui correspondant à la valorisation de la société à la date d'exercice de l'option. C'est ce qui explique par exemple que le code de commerce prévoit que l'émission doit, dans une société anonyme, être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire. Quant au souscripteur, il accepte une rémunération plus basse de l'obligation dans l'espoir de pouvoir exercer l'option d'achat, et donc de devenir actionnaire de l'émettrice dans des conditions avantageuses.* » Que le lecteur prenne le temps de s'en convaincre, car ce point constitue le cœur de notre raisonnement.

À notre connaissance, ce mécanisme n'a pourtant jamais été considéré ni comme anormal, ni comme un transfert de bénéfices de l'actionnaire vers sa filiale. Peut-être en raison du caractère aléatoire de ce transfert (il y a transfert si les anticipations du souscripteur se réalisent, il n'y en a pas dans le cas contraire ; mais il y a toujours risque de transfert !), peut-être aussi parce qu'aucun service de contrôle ne s'est aventuré sur ce terrain.

C'est pourtant une véritable question : la filiale, certaine d'y gagner en émettant une obligation convertible plutôt qu'une obligation simple, devrait-elle rémunérer son actionnaire à raison de son risque de dilution ?

15. Lorsque la société tierce C souscrit aux obligations convertibles émises par la société B, elle achète, en réalité, deux produits de manière simultanée : une obligation ordinaire, de rendement inférieur à celui d'une obligation ordinaire de marché, et un *call* sur les actions de la société B - avec cette particularité qu'en cas d'exercice de l'option, les actions qui lui seront remises seront des actions nouvelles ; mais du point de vue du souscripteur, cette subtilité est sans incidence⁵. À titre d'exemple, en supposant que le capital de la société B soit initialement divisé en cent actions, que la valeur de remboursement de l'obligation convertible soit de 10 euros, que l'option de conversion ne puisse être exercée qu'au terme de l'obligation, qu'une obligation convertible donne droit à 9 actions de la société B et qu'actions et obligations soient parfaitement liquides, il est aisé de voir que la situation patrimoniale de la société C (c'est-à-dire en supposant que la société C cède immédiatement les titres qu'elle aurait reçus en conversion de ses obligations) est, quoi qu'il advienne, exactement celle qui aurait été constatée si la société C avait souscrit à une obligation ordinaire détachant le même coupon et ayant la même valeur de remboursement que l'obligation convertible et avait acquis 0,08256 *calls* portant sur les actions de la société B avec un *strike* égal à 121,1111 euros - le montant total payé au titre des *strikes* étant, sans surprise, égal à la valeur de remboursement de l'obligation convertible.

Le montant que la société C verse à la société B en contrepartie de sa souscription à l'obligation convertible est donc, en réalité, la somme de deux montants, d'une part la valeur de l'obligation ordinaire, d'autre part la prime de ces *calls*. Une fraction seulement des sommes versées à la souscription trouve ainsi comme contrepartie le versement d'intérêts et, le cas échéant, d'une prime de remboursement, le reliquat étant la prime payée pour l'acquisition du *call*. Nous illustrerons notre propos par un exemple chiffré. Supposons tout d'abord que la courbe des taux sans risque soit particulièrement

⁵ Il suffit de noter que la situation est équivalente à celle où d'une part, la société C aurait acquis le droit de capitaliser sa créance à la date d'échéance de l'obligation convertible et en fonction du cours de l'action de l'émetteur (ce qui n'a pas d'effet dilutif), d'autre part, la société A se serait engagée à donner à la société C un nombre d'actions permettant d'assurer la parité de conversion convenue, enfin les actions auraient été divisées de façon à ce que la société A conserve le même nombre d'actions. Le fait que la société A se soit engagée à donner une partie de ses actions sans être autrement rémunérée que par la revalorisation de ses actions restantes prouve qu'il y a bien un sujet fiscal !

simple, par exemple 5 % par an. Considérons ensuite une obligation ordinaire de nominal égal à 100 euros, émise au pair sur 10 ans : l'obligation détachera alors un coupon de 5 euros par an ; examinons désormais une obligation convertible, souscrite pour 100 euros, remboursée à 100 euros et détachant un coupon de 3 euros par an, les conditions de conversion de l'obligation ayant par ailleurs été établies de façon à ce que cette obligation convertible soit émise dans des conditions de marché ; quelques petits calculs permettent d'établir rapidement qu'une obligation ordinaire détachant un coupon de 3 euros par an et garantissant un remboursement de 100 euros à dix ans doit être souscrite, le taux sans risque étant réputé fixé à 5 % par an sur l'ensemble de la période, à 84,55 euros ; les sommes réellement laissées à la disposition de l'émetteur ne sont donc pas de 100 euros, mais de 84,55 euros ; le différentiel, soit 15,44 euros, correspond à la fois à la valeur du *call* contenu dans l'obligation convertible et à la prime de remboursement sur l'obligation ordinaire contenue dans l'obligation convertible - qu'il conviendrait de fiscaliser dans le chef du souscripteur dans les conditions prévues à l'article 238 septies E du CGI ; le lecteur sera peut-être contrarié qu'une prime de remboursement qui ne sera peut-être jamais perçue par le souscripteur soit ainsi fiscalisée ; mais si l'on convient que l'obligation convertible se décompose en une obligation ordinaire et en un *call* sur les actions de l'émetteur, le remboursement de l'obligation ordinaire, prime de remboursement incluse, n'est nullement aléatoire : ce qui est aléatoire, c'est la décision du souscripteur d'utiliser les sommes ainsi reçues (nominal de l'obligation ordinaire et prime de remboursement) pour s'acquitter du *strike* du *call* s'il décide d'exercer l'option de conversion ; la valeur réintégrée au titre de l'étalement actuariel de la prime de remboursement est alors égale à 2 euros par an ; mais il convient également d'amortir la prime payée pour l'acquisition de l'option de conversion ; dès lors que l'amortissement sera effectué de manière actuarielle, la dotation compensera la réintégration de la prime de remboursement ; il en résulte que, dans notre exemple, la société C doit être imposée chaque année sur l'intérêt qu'elle perçoit effectivement, c'est-à-dire sur un montant annuel de 3 euros.

Pour les sociétés A et B, l'analyse devient plus subtile. Lorsque la société C exerce son option de conversion, c'est la société B qui, à l'émission, a encaissé la prime des *calls* et, à la conversion, encaissera les *strikes* (ceux-ci venant compenser le remboursement final qu'elle devait effectuer au profit de la société C en vertu de l'obligation ordinaire contenue dans l'obligation convertible) ; mais c'est la société A qui est diluée. Si la société A n'y perd pas d'un point de vue patrimonial (ce qu'elle perd dans son patrimoine propre est compensé par la valorisation accrue des titres de la société B, qui a encaissé la prime et les *strikes*), il y a un hic du point de vue fiscal : il y a un transfert de la société A vers la société B, puisque la société B s'est enrichie grâce à la dilution acceptée par la société A ; imaginerait-on une société A, indépendante de la société B, consentir gratuitement un *call* sur les actions de la société B, à charge pour la société A d'aller chercher sur le marché les actions à livrer si l'option venait à être exercée ? La réponse est évidemment négative !

16. Le transfert de bénéfices (ou l'acte anormal de gestion) constaté par le Conseil d'État dans la décision commentée est donc indépendant du fait que le souscripteur de l'obligation convertible soit également l'actionnaire unique de l'émetteur. Il suffit d'examiner ce qui se passe si le souscripteur est indépendant de l'émetteur : il y a, encore et toujours, transfert de l'actionnaire vers l'émetteur, pour un montant identique à celui qui serait constaté si le souscripteur était l'actionnaire. Car le transfert résulte simplement du fait que la société émettrice s'acquitte d'un coupon moindre, voire ne rembourse pas l'obligation, au seul motif que son actionnaire a accepté par avance d'être dilué si le souscripteur exerce son option de conversion, sans être rémunéré pour cet engagement autrement que par l'enrichissement de sa filiale - ce qui correspond à un transfert de bénéfices de l'actionnaire vers sa filiale.

17. Revenons maintenant à la situation des sociétés EDFI et EDFE. La société EDFE joue le rôle de la société B ; mais la société EDFI est Janus : elle est à la fois souscriptrice et payeuse, à la fois la société A et la société tierce C.

Le fait que le raisonnement tenu demeure cohérent aux limites est un indice de sa validité. C'est pour cela que le raisonnement discontinu du Conseil d'État consistant à affirmer que l'option de conversion a une valeur lorsque le souscripteur n'est pas lié à l'émetteur, mais n'en a plus lorsque le souscripteur est lié à l'émetteur, alors même que les évaluations sont censées être faites en supposant une situation de pleine concurrence, nous semble le révélateur de la mauvaise motivation de la décision. En revanche, l'approche que nous avons exposée précédemment est robuste aux limites :

- l'obligation convertible a été correctement évaluée par les sociétés EDFE et EDFI, puisque le montant souscrit versé par la société EDFI (jouant ici le rôle de la société C) est effectivement celui qui aurait été payé par une société tierce pour souscrire à ces obligations convertibles - en tout cas, il ne semble pas que le taux annuel de 1,085 % rémunérant cette obligation convertible ait été contesté lors du contrôle au motif qu'un souscripteur tiers ne s'en serait pas contenté ; accessoirement, l'option de souscription contenue dans ces obligations convertibles a bien une valeur strictement positive dans tous les cas, y compris pour la société EDFI ;

- la société EDFE a encaissé le montant du *call* consenti par la société EDFI (jouant le rôle de la société A) à la société EDFI (jouant le rôle de la société C) ; elle ne l'a pas reversé à la société ayant consenti ce *call*, en l'occurrence la société EDFI : il y a donc bien transfert de bénéfices.

Reste à déterminer la valeur de ce *call*. C'est en réalité très simple : la société C a le choix entre souscrire à une obligation simple détachant un coupon annuel au taux de marché et une obligation convertible détachant un coupon annuel à un taux réduit et accompagnée d'une option de conversion. La valeur de l'option de conversion, au moment de la souscription, est donc la différence entre le prix de souscription pour une obligation convertible pour sa composante constituée par l'obligation ordinaire à taux réduit (1,085 %) et celui qui aurait été payé pour une obligation ordinaire de marché

(donc détachant un coupon calculé au taux de 4,41 %). Autant calculer directement la valeur du *call* est complexe, pour ne pas dire impossible, autant calculer le prix de souscription d'une obligation ordinaire est relativement plus aisé, grâce à une actualisation des flux futurs.

18. L'approche qui vient d'être présentée concentre plusieurs avantages :

- elle ne fait que traduire la réalité économique : c'est bien l'actionnaire de l'émetteur qui supporte le coût de la levée de l'option par le souscripteur ;

- elle est robuste : il n'y a plus besoin d'imaginer une règle dérogatoire sans fondement lorsque le souscripteur est l'actionnaire unique de l'émetteur ; il n'y a qu'une seule règle, qui fonctionne tout le temps ; il n'y a plus besoin, non plus, de se demander ce qui se passe lorsque le souscripteur n'est pas l'actionnaire unique, mais l'actionnaire quasi-unique : le raisonnement aboutit immédiatement à un résultat pertinent.

Imaginons en effet que la société émettrice B soit détenue aux deux tiers par la société A_1 et au tiers par la société A_2 , et que la société C souscrive à une obligation convertible lui donnant droit, si elle y trouve intérêt, à un certain nombre d'actions de la société B. Le *call* acquis par la société C sera honoré aux deux tiers par la société A_1 et au tiers par la société A_2 : il est donc logique que la prime payée par la société C pour acquérir cette option soit fiscalisée aux deux tiers dans le chef de la société A_1 et pour un tiers dans le chef de la société A_2 . Le fait que la société C s'avère être finalement la société A_1 est sans incidence sur le raisonnement. Le fait que la société A_2 soit minoritaire est également sans incidence : quand bien même elle se serait factuellement prononcée contre l'émission de l'obligation convertible, elle est juridiquement réputée y avoir consenti puisqu'en rejoignant la communauté des actionnaires, elle a librement accepté que la volonté de la majorité, le cas échéant qualifiée, s'impose à elle.

19. L'exception soulevée par le Conseil d'État dans le cas d'un actionnaire unique souscrivant à l'obligation convertible émise par sa filiale détenue à 100 % a été critiquée par la doctrine. Nous pensons que la critique est justifiée, non pas parce que la solution à laquelle aboutit la décision est mauvaise, mais parce que sa motivation l'est. Nous croyons néanmoins que la cassation est pertinente car elle tire, dans un cas très particulier, les conséquences d'un constat plus général : l'émission d'une obligation convertible impliquant que l'actionnaire supporte le risque de devoir rémunérer le souscripteur en cas d'exercice de l'option, il doit être sinon rémunéré, du moins fiscalisé sur la vente de ce *call*, tandis que l'émetteur doit sinon reverser, du moins déduire fiscalement la valeur de ce *call* ; naturellement, si l'actionnaire ne cherche pas à récupérer la valeur de ce *call* auprès de l'émetteur, l'émetteur doit être fiscalisé sur cette subvention, si bien que le montant net déduit par l'émetteur sera nul.

IV. Quelles conséquences pour la société EDFI ?

20. Si le lecteur nous a suivi dans notre raisonnement, il doit s'être convaincu que le Conseil d'État a eu raison d'annuler l'arrêt de la Cour administrative d'appel de Versailles, fût-ce pour de mauvaises raisons ; c'est un principe bien connu en logique : le faux implique parfois le vrai ! Mais il n'en résulte pas, à notre sens, que le redressement soit justifié.

21. Généralisons une nouvelle fois la réflexion et revenons à nos sociétés A (actionnaire), B (émettrice) et C (souscripteur tiers).

Comme nous nous sommes employé à l'expliquer, le transfert de bénéfice opéré par la société A au profit de la société B - car il ne fait aucun doute, en ce qui nous concerne, qu'il y a bien transfert de bénéfice - résulte du fait que la société A omet de demander à la société B de lui reverser le prix des *calls* que cette dernière a encaissé, alors même que ces *calls* seront honorés par la société A. Le transfert de bénéfice est donc entièrement constitué à la souscription ; comme nous l'avons expliqué également, le montant du transfert de bénéfice est égal à la valeur actualisée du différentiel de flux futurs entre une obligation ordinaire détachant un coupon au taux de marché et l'obligation ordinaire détachant un coupon à taux réduit contenue dans l'obligation convertible, l'actualisation se faisant au vu des connaissances disponibles à la date de la souscription s'agissant notamment de la courbe de taux ; quoi qu'il se passe ensuite, le transfert de bénéfice n'évoluera pas : les événements postérieurs à la souscription sont sans incidence, tout doit être déterminé à la souscription ; si la société A demandait à la société B de lui reverser le montant de la prime que cette dernière a perçue sans cause, il n'y aurait aucun transfert de bénéfice.

Comme nous l'avons encore expliqué, la société C doit être imposée chaque année sur l'intérêt qu'elle perçoit effectivement, indépendamment de la réintégration de la prime de remboursement - laquelle se compense avec la dotation aux amortissements de la prime versée pour l'acquisition de l'option de conversion. Quant à la société A, son revenu est uniquement constitué par la prime liée à la vente du *call* sur les actions de la société B, lors de la seule année d'émission de l'obligation convertible - revenu auquel elle renonce en le laissant dans le patrimoine de la société B, c'est là tout le problème.

Lorsque la société A et la société C sont distinctes - et que le contrat régissant l'obligation convertible ne prévoit pas de prime de non-conversion, situation qui mériterait d'être examinée plus en détail -, nous arrivons ainsi au résultat suivant :

- la société C doit être imposée annuellement sur l'intérêt qu'elle perçoit effectivement (sans réintégration d'une éventuelle prime de remboursement) ;

- la société A doit être imposée l'année de la souscription sur la prime afférente au *call* qu'elle a consenti sur les actions de la société B.

Nous pensons qu'il est logique qu'il en soit de même lorsque la société A et la société C se confondent.

22. Dans le cas de la société EDFI, l'émission de l'obligation convertible est intervenue en 2009. Mais le redressement a été opéré pour chacune des années 2009, 2010, 2011, 2012 et 2013, à hauteur du différentiel de coupons entre une obligation simple (détachant un coupon au taux de 4,41 %) et l'obligation convertible pour sa composante « obligation simple » (détachant un coupon au taux de 1,085 %). Nous pensons que c'est une erreur : il n'y a eu aucun transfert de bénéfice au cours des années 2010, 2011, 2012 et 2013. En revanche, le transfert de bénéfice intervenu au cours de l'année 2009 était très supérieur à celui qui a été notifié, puisqu'il s'agissait de la valeur actualisée de tous les différentiels futurs ; mais faute d'avoir été notifié, ce transfert de bénéfice majoré ne pourra être perçu (au vu du 3° du 8 de l'article 38 du CGI, il se peut d'ailleurs que l'imposition de la prime doive être effectuée au titre de l'année 2013).

Seul devrait donc subsister, à notre sens, le redressement opéré au titre de l'année 2009 (ou 2013 si le 3° du 8 de l'article 38 du CGI est applicable).

23. Tel serait le prix de la cohérence. Car une obligation convertible pose un véritable dilemme fiscal : par tradition, le Conseil d'État refuse de prendre en compte l'intérêt de groupe ; par nature, l'obligation convertible implique l'intérêt de groupe. Rappelons une nouvelle fois que si les obligations ordinaires et convertibles sont correctement évaluées à la souscription, l'espérance de gain du souscripteur (la société C) est identique, qu'il souscrive aux obligations ordinaires ou aux obligations convertibles ; de même, l'espérance de gain pour l'ensemble formé par l'émetteur et son actionnaire est identique, que soient émises des obligations ordinaires ou des obligations convertibles ; en revanche, l'émetteur est certain de gagner davantage en émettant des obligations convertibles plutôt que des obligations ordinaires ; quant à son actionnaire, abstraction faite de la valorisation de ses titres, son espérance de gain est toujours plus faible si des obligations convertibles sont émises, et non des obligations ordinaires (le lecteur aura bien noté que hormis le cas de l'émetteur, le raisonnement est en espérance : au moment de l'émission des obligations convertibles, l'espérance de gain de l'actionnaire, abstraction faite de la valeur de ses titres, est plus faible qu'en cas d'émission d'obligations ordinaires - ce qui n'empêche pas qu'au dénouement, son gain réel puisse être égal à ce qu'il aurait

été en cas d'émission d'obligations ordinaires ; de même, en espérance, le gain du souscripteur ou, s'il est tenu compte de la valeur de ses titres, de l'actionnaire sont identiques en cas d'émission d'obligations ordinaires ou d'obligations convertibles - ce qui n'empêche pas qu'au dénouement, l'un aura eu un gain réel et l'autre une perte réelle, le gain de l'un étant d'ailleurs la perte de l'autre) ; enfin, lorsqu'actionnaire et souscripteur vont se rapprocher jusqu'à ne former plus qu'un, les espérances vont se compenser : l'émetteur est certain de gagner davantage en émettant des obligations convertibles plutôt que des obligations ordinaires, l'actionnaire-souscripteur (abstraction faite de la valeur de ses titres) est certain de perdre davantage en cas d'émission d'obligations convertibles plutôt que d'obligations ordinaires... mais ce n'est là qu'une conséquence du « passage à la limite », c'est-à-dire de la confusion entre l'actionnaire et le souscripteur : le transfert de l'actionnaire vers l'émetteur existe toujours, même lorsque actionnaire et souscripteur ne sont pas confondus.

24. Lorsque l'affaire lui reviendra⁶, le Conseil d'État sera face à un choix. Il pourra considérer que l'obligation convertible est par nature un produit supposant l'intérêt de groupe, justifiant une dérogation aux principes sous-tendant sa jurisprudence habituelle : dans ce cas, la situation qu'il a relevée dans l'affaire *EDFI* n'est qu'un cas particulier de cet intérêt de groupe, et la société EDFI ne doit pas être redressée, pas plus qu'elle ne l'aurait été si le souscripteur avait été une société tierce. Il pourra aussi considérer que de manière générale, l'actionnaire assume un risque pour lequel il n'est pas rémunéré autrement que par la revalorisation potentielle de ses titres ; dans ce cas, non seulement le redressement de la société EDFI serait justifié, mais c'est toute l'économie fiscale des obligations convertibles qui serait remise en cause, bien au-delà de la situation de la société EDFI - le paradoxe étant que le redressement de la société EDFI pourrait en sortir fortement diminué, pour des raisons de millésimes des redressements notifiés, comme nous l'avons précédemment expliqué.

C. SNIADOWER ■

⁶ L'affaire a été renvoyée devant la Cour administrative d'appel de Versailles.