

Position AMF n°2007-11

Augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA), succédanés du droit préférentiel de souscription (DPS)

Textes de référence : articles L. 228-91, L. 225-132 et L. 225-134 du code de commerce et article 213-2 du règlement général de l'AMF

En dépit des modifications¹ apportées par l'ordonnance du 30 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières, en vue de faciliter la réalisation des augmentations de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (DPS), les émetteurs n'ont pas renoncé à la réalisation d'augmentations de capital par voie d'émission de bons de souscription d'actions (BSA) dont le régime *ad hoc* avait été accepté par la COB en 2001, en raison de conditions de marché difficiles². Or, les BSA présentent parfois des caractéristiques qui en font l'équivalent, voire le succédané de DPS. Il en va ainsi lorsqu'ils sont attribués gratuitement à tous les actionnaires et sont assortis d'une durée d'exercice courte.

Le recours au BSA en lieu et place du DPS présente en effet plusieurs avantages :

- même après le raccourcissement du délai de réalisation permis par la réforme de 2004, une émission avec BSA peut être finalisée plus rapidement en raison de l'absence de contrainte de délai de publication au BALO³ et d'un délai de centralisation plus court ;
- le recyclage des BSA, qui permet une réalisation de l'émission à 100 %, ne peut être mis en place dans une opération avec DPS puisque les DPS sont caducs à l'issue de la période de souscription.

Pour autant, les conditions de réalisation de ces opérations sont très hétérogènes. En effet, certains émetteurs utilisent des résolutions relatives à des augmentations de capital avec DPS alors que d'autres utilisent des résolutions relatives à des augmentations de capital sans DPS. C'est pourquoi l'AMF souhaite clarifier les conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de BSA et préciser sa position relative aux garanties des émissions avec DPS ou BSA.

Si, en droit, l'augmentation de capital qui résulte de l'exercice des BSA est réalisée sans DPS, en application de l'article L. 228-91 du code de commerce, l'économie de l'opération, en ce qu'elle permet aux actionnaires de pouvoir souscrire à l'augmentation de capital issue de l'exercice des BSA dans les mêmes conditions que s'ils avaient un DPS, invite à considérer que le régime juridique des augmentations de capital avec DPS doit s'appliquer.

¹ L'ordonnance du 30 juin 2004 a réduit la durée de la période de souscription de 10 jours de bourse minimum à 5 jours de bourse pour les augmentations de capital avec DPS et a substitué la règle des « 10 parmi les 20 » par la moyenne pondérée des trois dernières séances de bourse, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5 %, en ce qui concerne les modalités de fixation du prix d'émission des augmentations de capital sans DPS.

² Dans un contexte de volatilité des marchés, la COB avait autorisé, pour la première fois en 2001, l'utilisation de BSA attribués gratuitement à l'ensemble des actionnaires et exerçables dans des conditions comparables au DPS, tout en permettant à l'émetteur de réaliser une augmentation sans DPS, et donc sans respecter la règle des « 10 parmi les 20 ». Cette règle, s'avérait en effet souvent dirimante en période de forte volatilité, car elle conduisait à fixer un prix d'émission plancher pouvant, dans un marché baissier, se situer au-dessus du dernier cours de bourse.

³ En application des deux derniers alinéas de l'article R. 225-120 du code de commerce, les actionnaires doivent être informés, via la publication au BALO, quatorze jours au moins avant la date de clôture de la souscription.

Les augmentations de capital par attribution gratuite de BSA obéiraient donc à des règles similaires à celles qui régissent les opérations avec DPS, ce qui, en termes de prix d'émission (1), de délai de souscription (2), de condition de succès (3), et de garantie de réalisation (4) emporte les conséquences ci-après :

1. Un prix d'exercice du BSA librement fixé

Deux modalités de fixation du prix d'exercice du BSA sont possibles :

- soit il est fixé *ex ante*, en amont de l'opération ; auquel cas, le niveau de décote constaté est comparable à celui d'une émission avec DPS. Lorsque des décotes anormalement élevées sont proposées, celles-ci, comme pour les opérations avec DPS, doivent être justifiées ;
- soit il est fixé *ex post*, à l'issue de la période de placement, à la clôture du livre d'ordres, et est en conséquence proche du cours de bourse⁴.

2. Un délai suffisant de négociation du BSA

Position :

Parce qu'ils sont l'équivalent d'un DPS pour les attributaires des BSA, le délai de négociation et d'exercice à prix connu des BSA doit être au minimum identique à celui offert aux porteurs de DPS, c'est-à-dire de 5 jours de négociation.

3. Une condition de succès de réalisation à hauteur d'au moins 75 % du montant de l'émission et la centralisation de l'exercice des BSA

Position :

A l'instar de ce que prévoit la loi en cas d'augmentation de capital avec DPS⁵, les augmentations de capital par attribution gratuite de BSA de durée courte ne sont réalisées que si le montant des souscriptions est au moins égal à 75 % du montant de l'augmentation décidée. Il apparaît donc nécessaire de centraliser systématiquement l'exercice des BSA, comme c'est le cas pour les DPS, afin de permettre le remboursement des souscripteurs en cas d'annulation de l'opération.

⁴ Dans ce cas, la période d'exercice du bon à prix connu est postérieure.

⁵ Il résulte des dispositions de l'article L. 225-134 du code de commerce que s'il peut être limité au montant des souscriptions, le montant d'une augmentation de capital avec DPS ne peut en aucun cas, être inférieur aux trois quarts de l'augmentation de capital décidée. A défaut, l'augmentation de capital n'est pas réalisée.

4. L'exigence d'une garantie de réalisation assouplie

Par le passé, la protection des porteurs de DPS et le bon fonctionnement de ce marché avaient conduit la COB, puis l'AMF, à demander que la réalisation des augmentations de capital avec DPS soit garantie (c'est-à-dire, à hauteur d'au moins 75 % du montant décidé). La garantie demandée n'était pas nécessairement une garantie de bonne fin au sens de l'article L.225-145 du code de commerce. Il pouvait s'agir d'une garantie bancaire ou d'un engagement de souscription d'actionnaires, le cas échéant au-delà de leur participation initiale.

Après consultation d'émetteurs et d'intermédiaires et après analyse du marché secondaire des DPS ou BSA ayant les caractéristiques d'un DPS, il est apparu que :

- cette exigence de garantie n'est pas toujours légitime pour protéger les porteurs de DPS ou de BSA et pour assurer un bon fonctionnement du marché secondaire ;
- la liquidité du marché du DPS et du BSA est essentielle ;
- l'information préalable du marché est indispensable ;
- dans la majorité des augmentations de capital, les émetteurs auront recours à une garantie, même si elle n'est pas obligatoire.

Position :

Dans ces conditions, l'AMF laisse le choix aux émetteurs d'avoir recours ou non à une garantie lorsqu'une augmentation de capital est décidée, dès lors qu'une information explicite et adéquate est contenue dans la note d'opération. Toutefois, une garantie ou un engagement de souscription continuera à être demandé dans le cas où l'émetteur présente une déclaration sur le fonds de roulement assortie de réserves.