

## Réglementation

# Les augmentations de capital handicapées par la définition légale du cours de bourse

*Depuis deux ans, de nombreuses augmentations de capital sont annulées ou reportées et mettent en difficulté un certain nombre de sociétés. Ce phénomène, dans un contexte de marché actions baissier, est-il lié à la contrainte réglementaire de la définition du cours de bourse (moyenne des 10 parmi les 20), ou reflète-t-il plutôt la fermeture temporaire de l'accès des entreprises au financement par la bourse ?*

**L**A LECTURE DU GRAPHIQUE 1 permet de noter une progression globale du marché primaire action et dérivés. Par ailleurs, on peut remarquer que depuis deux ans, la baisse des émissions d'actions a largement été compensée par la croissance des émissions d'obligations convertibles et échangeables. En revanche, trois phénomènes constatés depuis la fin 2000 ne sont pas visibles :

- la très forte baisse des IPO et des augmentations de capital des sociétés *mid caps*, notamment du Nouveau marché ;
- la quasi-exclusion des sociétés *mid caps* des émissions de produits dérivés actions ;
- la remontée des augmentations de capital avec droit préférentiel de souscription (DPS).

Aussi, l'accès au marché des *mid caps* est freiné d'une part, par l'incapacité des actionnaires principaux à suivre les émissions et d'autre part, par le manque de liquidité des actions. Compte tenu de ces deux paramètres, les *mid caps* sont souvent contraintes de

renoncer aux opérations avec DPS et de lancer des augmentations de capital «au cours de bourse», plus délicates à mener à bien.

### APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE AVEC AUGMENTATION DE CAPITAL

Une augmentation de capital peut être lancée avec ou sans DPS.

#### • Les émissions avec DPS

Dans le cas d'une émission avec DPS, les actionnaires anciens reçoivent un DPS par action ancienne qui les protège de la dilution induite par l'émission d'actions nouvelles réalisées à un prix inférieur au dernier cours coté. Chaque actionnaire détenteur de DPS peut soit souscrire à l'augmentation de capital en exerçant ses DPS ; n DPS

(n = nombre de titres émis rapporté au nombre de titres existants) permettent de souscrire une action nouvelle au prix d'émission ; soit vendre sur le marché ses DPS qui sont détachés des actions et cotent séparément pendant trois semaines environ.

Les investisseurs qui ne sont pas actionnaires de la société et qui souhaitent souscrire des actions nouvelles doivent acheter des DPS. Dans le cas d'une opération avec DPS, le placement se fait par exercice des DPS pour les anciens actionnaires et par achat en bourse, puis exercice de DPS pour les nouveaux actionnaires.

La valeur théorique du DPS se calcule en fonction : du cours de l'action S (200), du prix de sous-

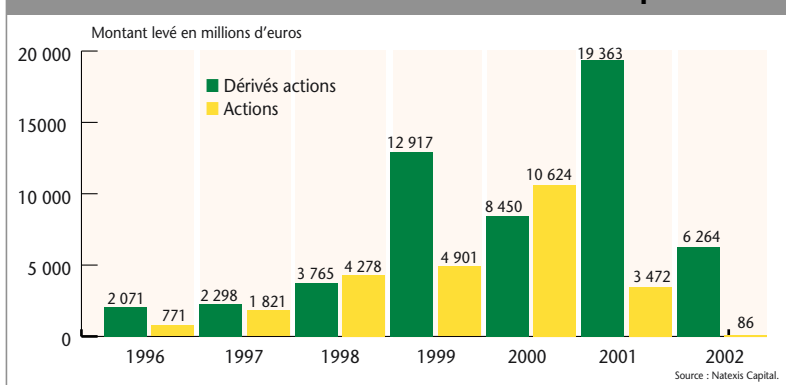


**PIERRE CAZILHAC**  
Directeur des marchés primaires actions



**FRANÇOIS BAUFINE-DUCROCQ**  
Directeur des émissions d'actions et dérivés  
Natexis Capital  
Natexis  
Banques populaires

### 1. Emissions actions et dérivés actions depuis 1996



cription K (150), de sa parité n, (5), nombre de DPS donnant droit à une action, du dividende D de l'exercice si les nouvelles actions n'ont pas la même jouissance que les anciennes (0). Par exemple, un investisseur possédant 100 actions peut souscrire  $100/5 = 20$  actions nouvelles, au prix décoté de 150. S'il suit l'augmentation de capital, son portefeuille sera de 120 actions pour une valeur égale à  $100 \times 200 + 20 \times 150 = 23\ 000$ , soit 191,667 par action («le prix d'équilibre»).

La valeur du DPS, qui compense la décote, est donc de  $200 - 191,667 = 8,333$ .

Un nouvel investisseur souhaitant souscrire à l'augmentation de capital devra acquérir 5 DPS ( $5 \times 8,333 = 41,667$ ) pour acheter une action à 150, soit au total 191,667.

Les émissions avec DPS, qui déroulent sur une durée minimum de trois semaines, sont mises en œuvre :

– avec une décote importante par rapport au cours de bourse au moment du lancement de l'opération. Cette décote demandée par les banques garantes de l'opération est généralement comprise entre 15 et 30 % (voire beaucoup plus quand la proportion d'actions nouvelles émises est très importante),

– lorsque les actionnaires principaux suivent l'opération (sinon, les DPS doivent être reclassés) et/ou lorsque l'action est très liquide,

– dans un contexte boursier relativement stable, la décote permettant de compenser une baisse légère du marché.

Si ces paramètres ne sont pas réunis c'est-à-dire s'il n'est pas possible de proposer une décote suffisante ou si peu d'anciens actionnaires suivent, une augmentation de capital avec suppression du DPS peut être envisagée. Une telle émission doit avoir été autorisée par l'assemblée générale extraordinaire. En compensation, le prix d'émission doit respecter une contrainte légale réglementaire assurant aux actionnaires que l'émission se fera à un prix proche du cours de bourse actuel, d'où l'appellation commune d'émission «au cours de bourse».

#### • Les émissions sans DPS

En cas de renonciation au DPS, l'assemblée générale extraordinaire peut prévoir l'instauration d'une période de souscription prioritaire des anciens actionnaires durant laquelle ces derniers peuvent souscrire avec la certitude d'être servis de manière prioritaire au moment de l'allocation des titres.

## Émissions d'actions (avec ou sans DPS)

	2000 Montant émis global (M€)	2000 Montant émis avec DPS	2001 Montant émis global (M€)	2001 Montant émis avec DPS
Premier marché	14 776	189	3 110	3 105
Second marché	496	231	150	150
Nouveau marché	1 361	511	244	88

Cette priorité n'est pas négociable et est perdue en cas de non-exercice. La durée de cette priorité est de trois jours minimum.

La définition réglementaire du cours de bourse est la règle de la moyenne des 10 parmi les 20 qui stipule que le prix d'émission doit être :

- supérieur ou égal à au moins une des 11 moyennes des cours constatés pendant 10 jours de bourse consécutifs parmi les 20 derniers jours de bourse précédant la fixation du prix de l'émission,
- inférieur ou égal au cours de bourse du jour de la fixation du prix d'émission.

Sauf mention spécifique dans les résolutions votées en assemblée générale extraordinaire, les cours retenus pour calculer ces moyennes peuvent être les cours d'ouverture ou de clôture, ou éventuellement les moyennes pondérées ou le cours le plus bas de chaque séance.

Cette règle, mise en place pour protéger les anciens actionnaires d'une dilution trop importante, ne pose pas de problème dans un marché haussier.

Les augmentations de capital «au cours de bourse» se sont d'ailleurs multipliées pendant la période de hausse liée à l'explosion de la nouvelle économie (2<sup>e</sup> semestre 1999 et 1<sup>er</sup> semestre 2000).

Mais elle est particulièrement limitante en période de marchés baissiers : si le jour de la fixation des modalités de l'opération, le cours est proche voire inférieur au seuil plancher imposé par la contrainte réglementaire, l'opération n'a pas lieu pour cause d'insuffisance de décote, voire de surcote pour l'investisseur.

Depuis 2001, les opérations

sur actions sont peu nombreuses et ont été lancées pour la plupart pour des valeurs du Premier marché et avec DPS (tableau ci-dessus).

### EVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES

La contrainte de cette règle du «cours de bourse», conçue au départ comme un dispositif de protection des anciens actionnaires, peut être pénalisante pour la société qui ne peut plus accéder au marché et donc pour ses actionnaires. Déjà réaménagée par le passé, cette règle suscite divers schémas de «contournement» ainsi que des réflexions de place.

Cette règle a été assouplie une première fois par l'article 25-IV de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 qui ramène la période de calcul de la moyenne la plus basse à «10 bourses parmi 20» au lieu de «20 bourses parmi 40» (art. n° 186-1 de la loi de 1966).

Ensuite, l'imagination des banquiers a permis de contourner partiellement cette contrainte en 1999 et 2000 avec l'émission d'ABSA (Actions à bons de souscription d'actions) dans lesquelles les bons étaient vendus avec une forte décote par rapport à leur valeur de marché permettant d'afficher une décote suffisante sur l'action ex-bons.

#### Exemple :

• cours de l'action	100
• valeur de marché du BSA	10
• valeur de l'ABSA	110
• moyenne des 10/20 la plus basse	100
• prix de vente de l'ABSA	105

Ce prix de 105 est supérieur au prix minimum de 100 et offre une

décote de 5 % sur l'action (ou de 4,5 % par rapport à la valeur de l'ABSA).

Mais les autorités de tutelle ont progressivement exigé que les bons soient vendus au «prix de marché» ce qui a retiré l'intérêt principal du montage.

Par ailleurs, tout récemment, une émission d'actions a été réalisée via l'exercice immédiat de bons de souscription d'action (d'une durée de quelques jours) attribués gratuitement aux actionnaires. Cette technique permet d'émettre les actions nouvelles à un prix égal au minimum de la moyenne des 10 parmi les 20 la plus basse et du cours de bourse le plus bas le jour de la fixation du prix de l'émission.

Toutefois, ce schéma ne fonctionne que si les actionnaires principaux :

- représentent une large majorité du capital ;
- ne souhaitent pas suivre l'opération ;
- sont disposés à céder leurs bons pour que les actions sous-jacentes puissent être offertes au marché à travers la construction d'un livre d'ordres.

Enfin, sous l'égide des autorités de tutelle, des discussions de place avec les émetteurs et les banques visant à assouplir cette règle, sont en cours. Elles concernent la décote maximale par rapport au dernier cours coté et la décote de quelques points par rapport à la moyenne des 10 parmi les 20 ou encore une nouvelle définition du «cours de bourse» comme par exemple la moyenne des cours des trois dernières séances.

Il faut noter que tout changement de définition du «cours de bourse» relève de la loi et devra in fine être revu par le législateur, vraisemblablement sur la base de ces discussions de place.

Ces discussions posent en fin de compte, la question suivante : le cours de bourse d'une société reflète-t-il à chaque instant sa valeur économique ? ■