

# Augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription : la règle des «10 parmi les 20»



HENRI-PIERRE JEANCARD  
Banque d'investissement  
Equity Capital Markets  
Crédit agricole Indosuez

**Une société cotée, qui souhaite réaliser une augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription** – destinée à de nouveaux actionnaires – doit respecter les dispositions spécifiques du Code de commerce, et en particulier la règle dite des «10 parmi les 20».



GWENAËL MORIN  
Mastère  
d'ingénierie financière  
EM Lyon

**L**A RÈGLE DES «10 PARMIS LES 20», qui encadre le prix d'émission d'actions, vise à préserver les intérêts des actionnaires existants, comme à assurer la transparence économique du marché. En pratique, elle fait peser un risque sur la réalisation des opérations qui rentrent dans son champ d'application.

A l'heure où les procédures de contrôle des marchés et d'octroi des visas par la Commission des opérations de bourse sont en discussion, un éclairage sur les incertitudes engendrées par cette règle et sur ses alternatives éventuelles est souhaitable.

## LA RÈGLE DES «10 PARMIS LES 20»

La fixation du prix d'émission d'actions lors d'une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription en France est actuellement réglemen-

tée par l'article 225-136 du nouveau Code de commerce, qui stipule que «le prix d'émission doit au moins être égal à la moyenne des cours constatés pour ces actions pendant 10 jours de bourse consécutifs choisis parmi les 20 derniers jours de bourse précédant le début de l'émission».

Cette règle a été instaurée dans le cadre de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF). Elle a remplacé la règle dite des «20 parmi les 40» en vigueur depuis 1990, et n'a pas fait l'objet de modifications par la suite. Un projet de loi, déposé le 30 mai 2001, prévoyait seulement de redéfinir le champ d'intervention de la règle. Une consultation menée par la Commission des opérations de bourse et ayant pris fin le 12 octobre 2001, envisageait néanmoins l'assouplissement des

conditions de fixation de prix à travers un système de décote maximale par rapport aux derniers cours de bourse.

## LES IMPLICATIONS DE LA RÈGLE

■ Analyse des incertitudes liées à la règle.

La règle des «10 parmi les 20» peut s'avérer à la fois une protection insuffisante pour les actionnaires existants et une contrainte pénalisante pour les émetteurs. Par exemple, lorsque le cours de l'action concernée a connu une hausse soutenue pendant la période précédant l'augmentation de capital, la série des cours de 10 jours de bourse la plus éloignée peut se situer à un niveau autorisant une décote excessive par rapport au cours le jour de la fixation du prix. En revanche, en cas de cours baissier, cette règle peut interdire à l'émetteur de réaliser son

## Comparaisons internationales

**A** des fins de comparaison avec la situation française, on peut distinguer sur les principales autres places financières trois niveaux de protection des actionnaires (et corrélativement de flexibilité laissée à un émetteur pour ouvrir son capital à de nouveaux investisseurs).

**1** Protection maximale – flexibilité faible voire inexistante. Les actions sont offertes dans un premier temps aux actionnaires en place, avant d'être proposées au public et aux institutionnels. C'est le cas en Espagne, Italie, et Suisse, où il serait dans certains cas possible (mais d'une mise en œuvre difficile) de réaliser une augmentation de capital sans priorité ou délai particulier pour les actionnaires existants.

**2** Protection plus modérée – flexibilité moyenne. L'émission sans droit de priorité est permise, à condition que son effet dilutif soit faible. C'est le cas en Grande-Bretagne et en Allemagne. Une augmentation de capital de ce type ne pourrait excéder 7,5 % du capital sur trois ans avec un maximum de 5 % pour une seule année en Grande-Bretagne, et 10 % du capital par année en Allemagne. Dans ce dernier pays, la limite des 10 % du capital pourrait néanmoins être dépassée, mais une autorisation de l'assemblée générale statuant à la majorité des trois quarts serait nécessaire, et l'augmentation de capital devrait alors répondre à un objectif précis et exceptionnel. Le prix d'émission de telles augmentations de capital devrait être proche du

cours de bourse le jour de l'émission, avec certes une décote mais sous contrôle des autorités boursières.

**3** Protection limitée – flexibilité importante. C'est le cas, par exemple, lorsqu'aucun droit préférentiel de souscription négociable ou de délai spécifique n'est réservé aux actionnaires. Il en est ainsi au Japon et aux Etats-Unis. Au Japon, le conseil d'administration fixerait le prix d'émission ; l'autorisation d'une assemblée extraordinaire des actionnaires serait nécessaire si ce prix devait être inférieur de 15 % au cours de bourse. Aux Etats-Unis, le conseil d'administration ne serait lié par aucun prix plancher, le prix d'émission résultant d'une négociation entre le syndicat de placement et l'émetteur. Ce-

pendant, avant la période de sensibilisation du public, l'émetteur devrait afficher une fourchette de prix pour l'émission, fourchette devant être respectée sous peine de report de l'opération et de publication d'un prospectus révisé. Aux Pays-Bas, il existerait bien un droit préférentiel de souscription, mais celui-ci pourrait être supprimé par décision d'assemblée générale. Les émissions avec suppression de ce droit seraient alors possibles, sans obligation de limite quant au pourcentage du capital, ni encadrement particulier du prix. Les dispositions en vigueur en France se situent vraisemblablement à mi-chemin des niveaux 1 et 2 (c'est-à-dire parmi les plus protectrices), la référence à une moyenne du type «10 parmi les 20» constituant une singularité.

opération à la date prévue, comme en témoignent les reports occasionnels.

L'analyse plus systématique des incertitudes liées à la règle passe par celle de la probabilité que le cours de l'action concernée dépasse sa plus basse moyenne des «10 parmi les 20» à la date de l'opération, ou probabilité de réalisation. Il n'est en effet pas envisageable de mener à bien une augmentation de capital si le cours de bourse le jour prévu pour la fixation du prix est inférieur au seuil réglementaire, puisque l'émetteur n'est alors pas en mesure d'offrir à ses investisseurs un

prix en rapport avec le marché. Elle suppose également de s'intéresser à la décote qu'autorise potentiellement ce seuil par rapport au cours de bourse.

Cette analyse s'effectue par simulation, en fonction du rendement (variation relative moyenne du cours) mais également de la volatilité de l'action concernée.

■ Résultats de l'analyse.

Le principal résultat concerne les chances de succès d'une opération relevant de la règle : pour autant que la volatilité de l'action associée soit supérieure à 20 % en base annuelle, la probabilité de

réalisation tend vers 60 % et ne dépend que marginalement du rendement de l'action. En d'autres termes, pour les niveaux de volatilité historiques courants sur les marchés actions de 25-30 % ou plus, les augmentations de capital relevant de la règle des «10 parmi les 20» n'ont a priori que 60 % de chances de pouvoir être réalisées à la date prévue. En pratique, les phénomènes d'arbitrage, de vente à découvert, et d'assèchement de la demande, viennent augmenter le risque de baisse du titre une fois connu le calendrier de l'opération, et rendre la contrainte de la règle encore plus difficile à respecter.

# Banque d'investissement et banque de marché

Un tel niveau d'incertitude sur l'issue d'une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription est, à l'évidence, pénalisant pour les émetteurs soucieux de toucher de nouveaux investisseurs.

De plus, pour toutes les fois où le cours de l'action est supérieur à sa plus basse moyenne des «10 parmi les 20», c'est-à-dire où l'augmentation de capital peut effectivement être menée à bien, la décote potentielle dépend de la volatilité. Elle dépasse rapidement 5 % (dès que la volatilité excède 25 % en base annuelle), exposant les actionnaires préexistants à un éventuel préjudice.

■ Les solutions couramment adoptées.

Des solutions souvent complexes sont mises en œuvre par les sociétés françaises pour s'affranchir de la règle des «10 parmi les 20» et de ses incertitudes :

**1. Emission d'actions à bons d'acquisition/de souscription d'actions.** Les investisseurs se voient proposer la combinaison d'une action et d'un bon. Le prix de l'action à émettre, détachée du bon, doit respecter la règle des «10 parmi les 20», mais la présence du bon dans le produit offert à la souscription permet à l'émetteur de respecter plus facilement la règle.

**2. Attribution de bons d'acquisition/de souscription d'actions.** Cette attribution de bons par l'émetteur à tous les actionnaires est suivie d'une cession, par certains d'entre eux, de leurs bons au syndicat de placement. Les banques exercent alors ces bons et placent les actions correspondantes auprès d'investisseurs via un carnet d'ordres, sans qu'il soit nécessaire que leur prix de placement respecte la règle des «10 parmi les 20».

**3. Emission d'actions avec maintien du droit préférentiel de sous-**

Augmentation de capital de sociétés cotées en France

Nombre, %	Année 2000		Année 2001	
<b>Avec maintien du droit préférentiel de souscription</b>	25	38 %	19	49 %
<b>Avec suppression du droit préférentiel de souscription :</b>				
- relevant directement de la règle des «10 parmi les 20»	27	41 %	10	26 %
- actions à bon d'acquisition/de souscription d'actions	12	18 %	6	15 %
- attribution de bons	2	3 %	3	8 %
- «Equity Line»	-	0 %	1	2 %
<b>Total</b>	66	100 %	39	100 %

Estimations Crédit agricole Indosuez au 14.12.2001, marchés réglementés uniquement.

**cription et placement concomitant.** La règle des «10 parmi les 20» ne s'applique pas. Certains actionnaires cèdent leurs droits au syndicat bancaire, qui les exerce et place les actions correspondantes via un carnet d'ordres. Les nouveaux actionnaires acquièrent les actions en payant le prix d'émission de l'action majoré de la valeur du droit.

**4. Augmentation de capital sous forme d'«Equity Line».** Il s'agit d'une augmentation de capital en plusieurs tranches étalées au cours du temps, présentées comme réservées à un intermédiaire financier mais en fait destinées à être absorbées par le marché. Cette technique relève de l'article L.225-138 du Code de commerce relatif aux augmentations de capital réservées à personne dénommée. La règle des «10 parmi les 20» ne s'appliquerait pas, sauf requalification.

OPÉRATIONS SANS DPS  
EN NETTE DIMINUTION

Une estimation effectuée sur la base des visas de la Commission des opérations de bourse montre que les opérations avec suppression du droit préférentiel de souscription, relevant directement de la règle des «10 parmi les 20», seraient en nette diminution en 2001 par rapport à l'année 2000, au profit des opérations avec maintien du droit préférentiel de souscription. Parallèlement, les opérations permettant de s'affranchir totalement ou partiellement de la règle, représenteraient près d'un quart des augmentations de capital des sociétés cotées sur les marchés régle-

mentés en 2001 et seraient même aussi nombreuses que les opérations en relevant. Cette évolution témoigne vraisemblablement des difficultés d'application de la règle (tableau ci-dessus).

VERS UNE RÈGLE ALTERNATIVE

Une règle d'encadrement réduisant les incertitudes de réalisation des opérations (et éventuellement plus conforme aux pratiques internationales) supposerait, comme on le pressent, un assouplissement des contraintes d'encadrement de prix. Une meilleure règle devrait également veiller à limiter les risques de manipulation de cours et les besoins de contrôle par les autorités de marché. Les alternatives les plus immédiates sont essentiellement de deux ordres.

■ Périodes de calcul et de référence différentes de 10 et 20.

Pour amener la probabilité de réalisation des opérations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription à un niveau plus raisonnable que le niveau actuel de 60 %, tout en limitant le coût indirect pour les actionnaires préexistants à ces opérations, on pourrait réduire la période de calcul des moyennes de la règle des «10 parmi les 20» à moins de 10 jours, les chances de succès croissant d'autant pour atteindre plutôt 80-90 %. Il faudrait néanmoins éviter de conserver une période de référence trop longue, qui présente le risque de permettre des décotes excessives par rapport au cours de bourse. Les «couples» de périodes de calcul et de référence les plus satisfaisants à cet égard

sont du type 1-10, 1-20, 2-20, 1-40, 2-40, comme l'illustrent les résultats présentés en encadré ci-dessous. Le contrôle a posteriori par la Commission des opérations de bourse, le cas échéant, devrait être d'autant plus simple que le nombre de jours de la période de calcul est petit.

Une modalité permettant une amélioration marginale de la probabilité de réalisation consisterait à prendre la moyenne des cours constatés pendant des jours de bourse non consécutifs sur la période de référence. Un éventuel contrôle par les autorités de marché n'en serait a priori pas plus compliqué que pour le cas d'une période de jours consécutifs de même durée. Les simulations indiquent des probabilités de réalisation de 5 % supérieures, à condition de conserver une période de calcul relativement longue (couples 5-10, 10-20, 20-40 par exemple). L'avantage est cependant moindre que ce-

lui procuré par une courte période de calcul (pour laquelle il importe relativement peu que les jours soient consécutifs ou non).

■ Encadrement de la décote par rapport au dernier cours coté.

Optimiser la période de calcul et la période de référence permettrait de réduire la probabilité d'échec mais ne l'annulerait pas. Une approche visant à la réalisation des opérations quelles que soient les évolutions de cours préalables consisterait à permettre une légère décote par rapport aux derniers cours de bourse le jour de la fixation du prix, en limitant éventuellement le montant relatif de l'augmentation de capital réalisée de la sorte. Cette méthode conviendrait aux titres liquides (par exemple, ceux du SBF 120) sur lesquels les risques de manipulation de cours sont limités. Il resterait à déterminer si elle

serait adaptée aux titres moins liquides. Le niveau de décote autorisé, nécessaire compromis entre les attentes des investisseurs et les intérêts des actionnaires existants, devrait enfin être clairement précisé.

#### INCERTITUDE SIGNIFICATIVE

La règle des «10 parmi les 20», qui vise à préserver les intérêts des actionnaires existants tout en assurant la transparence du marché, fait donc peser une incertitude significative sur la réalisation d'une augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription, cette dernière n'ayant en effet qu'environ 60 % de chances de pouvoir être effectuée selon le calendrier prévu. Nombre de structures visant à s'affranchir de la règle ont vu le jour, mais son existence continue de pénaliser les émetteurs. Optimiser les périodes de calcul et de référence actuelles de 10 et 20 jours atténuerait ses effets indésirables, sans les annuler. Comme envisagé par la Commission des opérations de bourse, une règle d'encadrement simple, appuyée sur les derniers cours de bourse le jour de la fixation du prix, pourrait avantageusement être adoptée, en tout cas pour les titres liquides. ■

### Période de calcul et période de référence

Une simulation de la probabilité de réalisation et de la décote pour des périodes de calcul et de référence différentes de 10 et 20 jours, montre que seules changent la valeur limite de la probabilité et la «rapidité» avec laquelle elle y tend quand la volatilité croît, ainsi que la pente de la droite donnant l'évolution de la décote en fonction de la volatilité.

Période de calcul (a)	Période de référence (b)	Rapport b/a	Probabilité de réalisation	Sensibilité à 20 % de volatilité <sup>1</sup>	Pente de la décote
20	40	2	58 %	0,60	0,26
10	-	4	70 %	0,48	0,30
5	-	8	78 %	0,36	0,32
2	-	20	86 %	0,26	0,34
1	-	40	90 %	0,19	0,35
10	20	2	59 %	0,41	0,18
5	-	4	71 %	0,35	0,21
2	-	10	81 %	0,25	0,22
1	-	20	86 %	0,18	0,24
5	10	2	61 %	0,32	0,13
2	-	5	74 %	0,24	0,15
1	-	10	82 %	0,17	0,16
1	5	5	75 %	0,17	0,11

<sup>1</sup> Pour des rendements testés variant entre -15 % et +30 % par an.

La valeur limite de la probabilité de réalisation évolue principalement avec le rapport entre la période de référence et la période de calcul. La «rapidité» avec laquelle elle tend vers cette limite (mesurée ici par la sensibilité de la probabilité de réalisation aux variations du rendement par un niveau de volatilité de 20 % par an) croît surtout avec la période de calcul. Enfin, la propension de la décote à croître avec la volatilité augmente également avec le rapport entre la période de référence et la période de calcul.

#### Bibliographie

Rapport de la Commission des opérations de bourse du 26 avril 1994 «Rapport sur l'évolution des techniques de placement de titres de capital» (auteur : M. Papaz).

Loi DDOEF n° 94-679 du 8 août 1994.

Rapports de M. Trémège au nom de la Commission des finances de l'Assemblée nationale et de la commission mixte paritaire n° 1349 et 1451 (1994).

Discussion à l'Assemblée nationale les 16 et 17 juin 1994.

Rapports de M. Arthuis au nom de la Commission des finances du Sénat et de la Commission mixte paritaire n° 524 et n° 563 (1993-1994).

Avis de M. Dailly au nom de la Commission des lois du Sénat n° 539 (1993-1994).

Discussion au Sénat les 28 et 29 juin 1994.

Projet de loi DDOEF n° 346 (2000-2001) déposé le 30 mai 2001 renvoyé à la Commission des finances.

Communiqué de presse de la Commission des opérations de bourse du 25 juillet 2001.

Document de la Commission des opérations de bourse de «Consultation publique sur un projet de réforme de la procédure de contrôle des opérations financières et de la délivrance des visas», année 2001.