

# Les attributions gratuites de bons de souscriptions aux actionnaires : vers une alternative aux augmentations de capital « classiques »



**LAURENT SABLÉ**

Avocat associé

Brandford-Griffith Baverez Pasturel

*Dans un contexte de forte volatilité, les augmentations de capital classiques comportent des contraintes de calendrier ou de prix pouvant compromettre le succès. C'est pourquoi la pratique a recours au mécanisme alternatif des attributions gratuites de bons de souscriptions aux actionnaires, offrant une grande souplesse aux émetteurs et aux établissements financiers chargés du placement des titres. Des exemples récents montrent que les émetteurs ont mis en œuvre des schémas originaux, adaptés à leurs objectifs.*

Le droit des sociétés permet aux émetteurs dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé de procéder à une augmentation de capital, (i) soit avec maintien du droit préférentiel de souscription (« DPS »)<sup>1</sup>, (ii) soit avec suppression du DPS<sup>2</sup>.

Par ailleurs, sur le modèle de la pratique développée dans les pays anglo-saxons, des émetteurs ont mis en place des augmentations de capital avec suppression du DPS « réservée » à des établissements financiers, ce mécanisme s'analysant en une ligne de crédit d'actions (ou « *equity line* »)<sup>3</sup>.

1 L'article L. 225-132 alinéa 1 et 2 du Code de commerce dispose que « les actions comportent un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital. Les actionnaires ont proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions de numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital. Toute clause contraire est réputée non écrite ».

2 L'article L. 225-135 du Code de commerce dispose que « l'assemblée qui décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation de capital ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation. Elle statue, à peine de nullité, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire et sur celui des commissaires aux comptes ».

3 Ce mécanisme de droit des sociétés, doublé de schémas contractuels, consiste à mandater un établissement financier pour que celui-ci souscrive à des augmentations de capital par tirages successifs, dont le montant et la fréquence sont déterminés, en principe, par les émetteurs. Ce type de financement, appelé également « Programme d'augmentation de capital par exercice d'options » permet à l'émetteur de lever des fonds à des moments qui lui paraissent opportuns pour l'émission d'actions nouvelles. Il convient de noter, par ailleurs, que l'établissement financier n'a pas vocation à demeurer actionnaire de l'émetteur, la finalité de

Dans un souci de protection des actionnaires, le droit des sociétés impose toutefois des contraintes, (i) soit de calendriers d'émission allongés dont l'objectif est de permettre aux actionnaires d'exercer effectivement leur DPS ou de le valoriser en le cédant sur le marché<sup>4</sup>, (ii) soit de fixation du prix d'émission des actions afin de protéger les actionnaires contre une dilution à vil prix<sup>5</sup>.

Les marchés financiers se caractérisent à l'heure actuelle par une volatilité accrue, rendant difficile, pour les émetteurs et les établissements financiers chargés du

cette technique consistant à revendre sur le marché les titres ainsi souscrits. À notre connaissance, trois émetteurs ont eu recours à ce type de financement depuis que la COB en a autorisé le principe (cf. Genset, visa COB n° 02-074 en date du 29 janvier 2002; LVL Medical Groupe, visa COB n° 02-135 en date du 11 février 2002 et n° 02-244 en date du 18 mars 2002; Netgem, visa COB n° 02-787 en date du 26 juin 2002). Toutefois, ce mécanisme étant à effet successif ne saurait être utilisé pour des opérations de recapitalisation ponctuelle et immédiate.

4 À cet égard, l'article L. 225-141 du Code de commerce dispose que « le délai accordé aux actionnaires pour l'exercice du droit de souscription ne peut être inférieur à dix jours de bourse à dater de l'ouverture de la souscription ». Par ailleurs, l'article 156 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales impose la publication d'une notice au bulletin des annonces légales obligatoires « six jours au moins avant la date d'ouverture de la souscription ».

5 Le législateur a institué un régime spécifique concernant la fixation du prix d'émission des actions nouvelles communément désigné « Règle des 10 parmi les 20 ». Ainsi, l'article L. 225-136 du Code de commerce dispose que « l'émission par appel public à l'épargne sans droit préférentiel de souscription d'actions nouvelles conférant à leurs titulaires les mêmes droits que les actions anciennes est soumise aux conditions suivantes : [...]

placement des instruments financiers, la mise en place d'opérations « classiques » d'augmentation de capital par émission d'actions.

Dans ce contexte, et afin de permettre aux émetteurs de procéder à de nécessaires opérations de recapitalisation, les praticiens se tournent de plus en plus vers des solutions nouvelles, permettant ainsi de concilier des calendriers d'émission raccourcis avec une souplesse accrue dans la détermination du prix des titres émis.

À ce titre, l'objet de cet article est de rappeler le mécanisme de l'augmentation de capital par attribution gratuite de bons de souscription d'actions (« BSA »)<sup>6</sup> qui apparaît à ce jour comme une alternative aux augmentations de capital classiques.

## I L'attribution gratuite de BSA : une alternative aux augmentations de capital « classiques »

1.1 Afin d'éviter les contraintes de calendriers et de fixation du prix d'émission imposées pour les augmentations de capital par émission d'actions, certains émetteurs ont procédé à des augmentations de capital par attribution gratuite de BSA à l'ensemble de leurs actionnaires, exerçables dans les conditions comparables au DPS<sup>7</sup>.

En effet, à l'instar d'une émission d'actions avec maintien du DPS, chacun des actionnaires se voit attribuer gratuitement un nombre de BSA proportionnel à sa quote-part dans le capital<sup>8</sup>. En revanche, aucun délai d'émission n'est requis, tant pour l'émission des bons que pour l'émission des titres auxquels ils donnent droit<sup>9</sup>.

1.2 L'intérêt majeur de l'attribution gratuite de BSA réside ainsi dans le fait qu'aucune disposition légale ou réglementaire ne paraît se prononcer sur la période ou le

prix d'exercice. Les caractéristiques des BSA paraissent dès lors devoir relever du contrat d'émission.

Dans le contexte actuel d'une volatilité accrue des marchés financiers, l'attribution gratuite de BSA permet ainsi de concilier un calendrier d'émission le plus court possible avec une liberté de fixation du prix d'émission.

1.3 Il ressort toutefois de la pratique et de la doctrine de la COB que l'affranchissement de la « Règle des 10 parmi les 20 » dépend des modalités d'émission des BSA<sup>10</sup>.

Deux exemples en sont l'illustration :

- L'attribution gratuite de BSA par la société Bacou-Dalloz à ses actionnaires n'a pas respecté les caractéristiques d'une émission d'actions avec DPS dans la mesure où (i) le prix d'exercice des BSA n'était pas connu au jour de son attribution<sup>11</sup> et (ii) la période d'exercice avait été fixée pour une période courte de cinq jours de bourse à compter du jour de bourse suivant la date de fixation du prix d'exercice des BSA par le conseil d'administration, soit du 15 mai 2002 au 21 mai 2002<sup>12</sup>.

Par conséquent, et dans la mesure où l'attribution gratuite de BSA par la société Bacou-Dalloz à ses actionnaires ne respectait pas les caractéristiques d'une émission avec DPS, la COB a imposé un prix d'exercice proche du cours de bourse<sup>13</sup>.

- En revanche, l'attribution gratuite de BSA par la société Rubis à ses actionnaires s'est faite dans le respect des principes directeurs des émissions d'actions avec DPS dans la mesure où (i) le prix d'exercice était connu dès l'attribution du BSA<sup>14</sup> et (ii) les BSA étaient cotés et exerçables pendant environ trois mois<sup>15</sup>, soit bien plus longtemps que la période de souscription de 10 jours de bourse en vigueur dans les émissions avec DPS<sup>16</sup>.

La COB a visé cette émission « dans la mesure où le bon présentait globalement les mêmes garanties qu'une opération avec DPS, le BSA étant coté et exerçable sur une période suffisante et le prix d'exercice étant fixé lors de l'ouverture de la période d'exercice »<sup>17</sup>.

2° Pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le prix d'émission est au moins égal à la moyenne des cours constatés pour ces actions pendant dix jours de bourse consécutifs choisis parmi les vingt derniers jours de bourse précédant le début de l'émission [...]. »

6 On rappellera qu'un BSA est une valeur mobilière qui confère à son titulaire le droit de souscrire des titres représentant une quote-part du capital de l'émetteur (cf. article L. 228-95 alinéa 1 du Code de commerce).

7 Les actionnaires ne bénéficient pas de leur DPS, l'attribution gratuite de BSA se substituant à celui-ci. Dans ce cadre, la COB a considéré que l'attribution gratuite de BSA aux actionnaires était assimilable à une augmentation de capital avec maintien du DPS, dans la mesure où elle en avait les caractéristiques (cf. Bulletin mensuel COB, juin 2002, n° 369, p. 43).

8 Pour rappel, à propos du DPS en cas d'augmentation de capital, l'article L. 225-132 du Code de commerce dispose que « Les actionnaires ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions en numéraire émises pour réaliser l'augmentation de capital [...] ».

9 Interprétation a contrario de l'article L. 228-95 alinéa 3 du Code de commerce qui dispose que « En cas de renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux bons, [...] ceux-ci doivent être émis dans un délai d'un an à compter de la décision de l'assemblée générale [...] et les titres auxquels ils donnent droit doivent être émis dans un délai de cinq ans à compter de l'émission desdits bons ». Voir également Lamy Droit du financement, 2003, n° 499 ; Dictionnaire permanent, Droit des

affaires, Feuillet 157, « Titres ouvrant droit au capital », novembre 2000, n° 17. Néanmoins, dans l'hypothèse où l'assemblée générale d'une société donnerait une délégation globale au conseil d'administration pour procéder à l'émission de BSA, cette autorisation ne pourrait être utilisée que dans un délai de vingt-six mois à compter de son octroi (article L. 225-129 III du Code de commerce). Le conseil d'administration serait alors tenu, lorsqu'il ferait usage de cette délégation, d'établir un rapport complémentaire décrivant les conditions définitives de l'opération (cf. art. 155-2 du décret du 23 mars 1967).

10 A ce titre, il apparaît que si les modalités d'émission des BSA ont les caractéristiques d'un DPS, le prix d'émission pourra être fixé plus librement ; dans le cas contraire, la COB imposera que le prix soit fixé en respectant l'esprit de la « Règle des 10 parmi les 20 » (cf. Bulletin mensuel COB, juin 2002, n° 369, p. 43).

11 Le BSA a été attribué le 26 avril 2002, et son prix d'exercice a été fixé par le conseil d'administration le 14 mai 2002.

12 Cf. note d'opération définitive, visa COB n° 02-555 du 14 mai 2002.

13 Le prix d'exercice était 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.

14 Par ailleurs, un avis avait été publié au Balo le jour de l'attribution des BSA, comportant notamment l'indication du prix d'exercice des BSA.

15 La période d'exercice débutait le 1<sup>er</sup> mars 2002 pour se clôturer le 7 juin 2002 inclus.

16 Cf. note d'opération visa COB n° 02-173 du 25 février 2002.

17 Cf. Bulletin mensuel COB, juin 2002, n° 369, p. 43.

## II Une attribution gratuite de BSA peut favoriser le succès des augmentations de capital

2.1 Rappelons qu'en matière d'augmentation de capital par attribution gratuite de BSA, il est difficile pour l'émetteur de s'assurer du succès de l'émission, notamment dans le contexte d'une forte volatilité des marchés financiers.

En effet, à l'opposé d'une émission d'actions avec maintien du DPS, aucune disposition légale ou réglementaire ne se prononce sur l'allocation des BSA conservés et non exercés par leurs titulaires<sup>18</sup>.

2.2 Dans ce cadre, les BSA ne sauraient légalement être attribués par le conseil d'administration de l'émetteur à un établissement garant à l'issue de la période d'exercice. On s'aperçoit qu'en pratique, la plupart des BSA qui n'ont pas été exercés à l'issue de la période d'exercice deviennent caducs et perdent ainsi toute valeur<sup>19</sup>.

2.3 Toutefois, il est admis que le contrat d'émission des BSA peut prévoir qu'à l'issue de la période d'exercice, les BSA non exercés par les actionnaires (ou non cédés sur le marché) soient automatiquement transférés au syndicat bancaire afin que celui-ci puisse les exercer, pour ensuite les placer ou le cas échéant les conserver au titre de son contrat de garantie<sup>20</sup>.

2.4 À cet égard, dans le cadre de son programme Ambition FT 2005, France Télécom a lancé une augmentation de capital de 15 milliards d'euros entièrement garantie, qui préservait les intérêts de ses actionnaires. Cette opération a pris la forme d'une attribution gratuite de BSA aux actionnaires leur permettant de souscrire à de nouvelles actions France Télécom<sup>21</sup>. Les caractéristiques de cette attribution de BSA étaient proches d'une émission d'actions avec DPS dans la mesure où (i) le prix d'exercice était connu dès l'attribution du BSA et (ii) la période de décision d'exercice était de 9 jours de bourse<sup>22</sup>.

18 Il n'existe aucun mécanisme prévu par la loi permettant l'allocation par le conseil d'administration du reliquat des BSA qui ne seraient pas exercés par leurs titulaires à l'issue de la période d'exercice. Au contraire, on rappellera que dans le cadre des émissions d'actions avec maintien du DPS, lorsque les actions ne sont pas souscrites en totalité à l'issue de la période de cotation des DPS, le conseil d'administration de l'émetteur peut, si le montant des souscriptions a atteint les trois quarts de l'émission, décider d'offrir les actions non souscrites au public. En effet, l'article L. 225-134 du Code de commerce dispose que « si les souscriptions à titre irréductible et, le cas échéant, à titre réductible n'ont pas absorbé la totalité de l'augmentation de capital: [...] »

3° Les actions non souscrites peuvent être offertes au public totalement ou partiellement, lorsque l'assemblée a expressément admis cette possibilité ». Sur le fondement de cette disposition, le conseil d'administration de l'émetteur peut ainsi allouer les actions nouvelles à l'établissement garant qui s'est engagé à les souscrire ou les faire acquérir sur le marché au titre du contrat de garantie.

19 Toutefois, on peut supposer que le mécanisme de la liquidation automatique des DPS qui s'applique en pratique aux émissions d'actions avec maintien du DPS devrait s'appliquer aux BSA, dans la mesure où les intermédiaires financiers ont pour mandat de valoriser au mieux les titres de leurs clients. On rappellera qu'en matière d'émission d'actions avec maintien du DPS, les réseaux procèdent en pratique à la liquidation automatique des DPS en les cédant à l'établissement centralisateur. À l'ouverture de la période de souscription des actions, l'intermédiaire habilité teneur de compte adresse un courrier à ses clients (actionnaires de la société émettrice) leur indiquant qu'il procédera, à défaut de souscription, à la cession automatique des DPS pour leur compte. Dès lors, afin d'assurer la meilleure efficacité de ce mécanisme, une période minimale de cotation des BSA paraît, en pratique, indispensable pour que les inter-

L'originalité de cette opération a résidé dans la garantie de la souscription de l'intégralité des actions émises par France Télécom. En effet, afin de garantir le succès de l'opération, il a été prévu que les BSA qui n'avaient pas été exercés avant le 4 avril 2003 devaient être automatiquement rachetés par France Télécom, agissant en qualité de commissionnaire<sup>23</sup>, en son nom, mais pour le compte du syndicat bancaire. Ainsi, le syndicat bancaire a exercé les BSA et vendu les actions sous-jacentes ainsi créées sur le marché dans le cadre d'un placement public en France et privé à l'étranger.

À la différence d'une émission d'actions avec maintien du DPS, les actions sous-jacentes souscrites par le syndicat bancaire ont dû faire l'objet d'un placement auprès du public et d'un investisseur institutionnel à un prix différent du prix de souscription des actions par exercice des BSA<sup>24</sup>. Dans ce contexte, la différence entre le prix du placement et le prix de souscription des actions France Télécom par exercice des BSA a été reversée aux titulaires des BSA alors que, dans le cadre d'une émission d'actions avec maintien du DPS, le DPS perd toute valeur pour le porteur à l'issue de la période de cotation<sup>25</sup>. Toutefois, rien n'interdit, à notre avis, que la différence entre le prix du placement et le prix de souscription soit conservée par l'émetteur.

\* \*

Afin d'éviter en pratique un affranchissement régulier de la « Règle des 10 parmi les 20 », la COB milite pour la mise en œuvre d'une réforme législative qui viserait à assouplir la « Règle des 10 parmi les 20 » et à modifier les conditions de fixation du prix en adoptant un système de décote maximale par rapport à la moyenne pondérée des cours du dernier jour de bourse<sup>26</sup>. Par ailleurs, seule la pratique montrera dans quelle mesure une grande liberté dans la fixation des caractéristiques des BSA ne viendra pas supprimer tout intérêt pratique à une émission d'actions avec maintien du DPS. ■

médiaires financiers puissent procéder à leur liquidation.

20 On peut penser qu'une telle solution soit admise dans la mesure où (i) elle n'est contraire à aucune disposition légale ou réglementaire et (ii) elle est conforme à l'intérêt social de l'émetteur qui peut ainsi s'assurer de lever les fonds correspondant à l'intégralité de l'émission envisagée.

21 Cf. visa COB n° 03-179 en date du 24 mars 2003. Chaque actionnaire a reçu un BSA pour une action détenue à la date du 24 mars 2003 après la clôture du marché. Les détenteurs de BSA pouvaient ainsi souscrire, jusqu'au 4 avril 2003, 19 actions nouvelles au prix d'exercice de 14,50 euros pour 20 BSA détenus.

22 La période de décision d'exercice et de cotation des bons a débuté le 25 mars 2003 pour se clôturer le 4 avril 2003 inclus.

23 L'article L. 132-1 alinéa 1 du Code de commerce dispose que « le commissionnaire est celui qui agit en son propre nom ou sous un nom social pour le compte d'un commettant ».

24 En effet, le prix du placement était de 19 euros par action alors que le prix de souscrire d'une action par exercice des BSA était de 14,50 euros.

25 Le prix de rachat des BSA non exercés par les actionnaires était de 4,27 euro par bon.

26 Voir le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit, sur les nouvelles formes d'augmentation de capital, juin 2002, p. 16, 1<sup>re</sup> proposition qui dispose qu'« à l'instar des modèles étrangers permettant aux sociétés cotées de réaliser des augmentations de capital à un prix proche du dernier cours de bourse et afin d'élargir l'accès des sociétés françaises au marché primaire, il conviendrait d'envisager une réforme législative en vue de modifier la « Règle des 10 parmi les 20 » et d'assouplir les conditions de fixation du prix d'émission en adoptant, par exemple, un système de décote maximale par rapport à la moyenne pondérée des cours du dernier jour de bourse ».