
Le développement des obligations à bons de souscription en France

Un nouveau produit financier, les obligations à bons de souscription d'action (OBSA), a été introduit depuis 1983 en France. David Dautresme, associé-gérant de MM. Lazard frères et Cie, a accepté de répondre ici à nos questions sur les OBSA.

Nous avons souhaité également avoir le point de vue de la Commission des opérations de bourse (COB). Son président, M. Le Portz, a bien voulu accepter de nous faire part de son point de vue sur la question.

100

REF : Les OBSA sous leur forme actuelle paraissent être un produit spécifiquement français. Est-ce vrai et pourquoi ?

David Dautresme : Il n'est pas possible de répondre par l'affirmative à la question posée, les obligations à warrants d'action étant pratique courante sur de nombreux marchés et ce depuis longtemps.

En revanche, il est vrai que les émissions d'OBSA réalisées par des émetteurs français sur le marché français ont crû fortement ces dernières années, montrant par là l'intérêt économique certain de cette possibilité inscrite dans le droit français depuis 1983. Les montants émis (en obligations) représentent 8 201 MF en 1986 (soit près de 14 % des émissions d'actions et de Certificats d'investissement) et 9 127 MF en 1987 à ce jour.

Le produit né aux Etats-Unis est très loin d'être réservé aux émetteurs français car sur le seul marché international, abstraction faite des émissions réalisées sur les marchés domestiques, les émissions d'OBSA (equity warrants) ont représenté 14,9 Mds de dollars en 1986 dont 8,9 Mds pour des émetteurs japonais, les autres marchés particulièrement actifs sur ce type de papier étant suisses et allemands.

Il faut noter que la structure des opérations varie selon les marchés en fonctions du niveau des taux nominaux et des traitements appliqués aux primes d'émission des emprunts obligataires. C'est ainsi que sur certains marchés étrangers les obligations sont émises au-dessus du pair mais sont assorties d'un taux d'intérêt en ligne avec ceux du marché.

REF : Quel est l'intérêt que présente une OBSA par rapport à une obligation convertible ?

D. D. : Cette question doit être examinée sous un triple point de vue :

Du point de vue des actionnaires — L'OBSA leur permet de participer au développement de la société dont ils sont actionnaires tout en différant la question du suivi ou non de l'augmentation de capital jusqu'à la fin de la période d'exercice des bons. Ils peuvent éventuellement ne conserver que les bons et revendre les obligations nues à un prix inférieur au prix d'émission des OBSA, limitant de facto leur investissement immédiat à cette différence. Cette faculté n'est pas offerte à l'actionnaire dans le cas d'une émission d'obligations convertibles, son choix se limitant à l'option de souscrire ou de ne pas souscrire.

Du point de vue du souscripteur — Le souscripteur d'une OBSA dispose clairement de deux produits. L'un est fortement volatil et évoluera en fonction du comportement marginal de l'action, c'est le bon. L'autre est strictement obligataire et lui permet de bénéficier d'un revenu minimum ainsi que d'une assurance contre la baisse de son capital. Par la cotation séparée des bons et des obligations, le souscripteur d'une OBSA dispose de deux titres d'une meilleure liquidité qu'une obligation convertible et permettant des arbitrages différents.

Du point de vue de l'émetteur — L'OBSA comme l'OC permet un financement à un coût très favorable par rapport à une émission d'obligations classiques, en contrepartie de la possibilité conférée aux porteurs de participer pendant la durée d'exercice des bons à une augmentation de capital à un prix faisant ressortir généralement une prime par rapport au cours de bourse au moment de l'émission. Il faut ajouter que les avantages de l'OBSA par rapport à l'obligation convertible pour le souscripteur permettent en théorie à l'émetteur d'obtenir de meilleures conditions.

En revanche, en ce qui concerne l'analyse financière, un usage consiste à ne pas tenir compte de la dilution du bénéfice net par action engendrée par l'éventuelle augmentation de capital attachée à une OBSA tant que les capitaux correspondants n'ont pas été encaissés, à l'inverse de la pratique relative aux obligations convertibles pour lesquelles le retraitement est plus systématique.

Ensuite, la durée d'exercice des bons étant généralement plus courte que la durée de vie des obligations, l'émetteur d'OBSA peut bénéficier pendant cette période intermédiaire d'un surfinancement.

Enfin, et ce n'est pas le moindre des avantages pour l'émetteur, contrairement à l'émission d'obligations convertibles l'émission d'OBSA, par la faculté sur le marché secondaire de séparer le bon de l'obligation, permet d'élargir le champ des investisseurs touchés à celui des investisseurs strictement obligataires.

101

REF : En quoi une émission d'OBSA peut-elle contribuer à renforcer la structure du capital ?

D. D. : Comme cela a déjà été souligné, un actionnaire peut, dans le cadre d'une opération avec délai de priorité, souscrire aux OBSA et revendre les obligations nues. Ainsi, moyennant une mise de fonds initialement réduite, il préserve au moins pendant la durée d'exercice des bons sa part dans le capital de la société, le temps dont il dispose devant lui permettre de rassembler les fonds nécessaires à l'exercice des bons.

Ainsi, une telle émission d'OBSA diffère dans le temps une éventuelle modification de la structure du capital ; elle ne saurait en rien la renforcer sauf à ce qu'un actionnaire achète des bons sur le marché secondaire, ce qui in fine n'est pas une opération plus attractive que l'achat d'actions.

TRIBUNE LIBRE

REF : Si les émissions d'OBSA se développaient rapidement, quelles conséquences cela pourrait-il avoir sur le mouvement de fusion et d'acquisition que connaît aujourd'hui la France ?

D. D. : Les émissions d'OBSA, si elles peuvent effectivement permettre provisoirement un maintien de l'actionariat, ne constituent pas cependant un obstacle au mouvement de fusion et d'acquisition. Elles rendent simplement plus complexes ces opérations dans la mesure où il est alors nécessaire de tenir compte tant du capital social que du capital potentiel résultant de l'exercice des bons.

REF : Les nouvelles directives de la COB relatives à l'émission d'OBSA sont-elles susceptibles de limiter les possibilités d'utilisation de ce produit comme mesure anti-OPA ?

D. D. : L'utilisation des OBSA ne se conçoit comme mesure anti-OPA que pour autant que leur souscription soit réservée à des personnes dénommées, opération qui doit être approuvée par l'assemblée des actionnaires.

Ces opérations, telles que confirmées par les nouvelles directives de la COB, préservent les droits des actionnaires par le truchement d'un prix d'exercice glissant.

En tout état de cause, ce prix d'exercice glissant ne limite pas l'utilisation de ce produit comme moyen de renforcement éventuel d'un noyau stable d'actionnaires.

REF : La dilution du capital qui est constatée lors de l'exercice du bon est-elle réellement un élément négatif pour les anciens actionnaires ?

D. D. : Il existe effectivement une dilution du bénéfice net par action lors de l'exercice des bons dès lors que ceux-ci sont exercés, c'est-à-dire que le cours des actions excède le prix d'exercice des bons.

Néanmoins, si les conditions de l'opération sont équilibrées, ce qui est réalisé dès que le prix de revient des bons pour le souscripteur est supérieur à l'économie de trésorerie dégagée par le décalage dans le temps de la souscription des actions, cette dilution éventuelle est compensée pour l'émetteur et donc pour ses anciens actionnaires par l'avantage acquis sur le taux d'intérêt des obligations.

REF : Comment évaluer (à l'exemple des OC) le bénéfice dilué ? Quelle modification cela apporte-t-il aux enseignements tirés lors de l'analyse du bénéfice non-dilué ?

D. D. : Deux règles sont couramment admises concernant la dilution implicite liée à l'exercice éventuel des bons de souscription.

La première consiste à ne pas tenir compte des bons, en arguant du principe que l'émetteur ne bénéficie pas encore des capitaux à provenir de l'exercice des bons. Dans certains cas cependant, l'exercice des bons est quasiment certain et les bons se comportent comme des quasi-actions (en règle générale, dès que le rapport du cours de l'action sur le prix d'exercice est supérieur à 2).

La deuxième règle adoptée consiste donc à diluer le bénéfice net par action en considérant que la totalité des bons sont immédiatement exercés. Néanmoins, cette deuxième règle est excessive et il convient de la modérer. Deux retraitements sont alors possibles :

— le premier augmente les résultats de la société des produits financiers fictifs qui auraient été générés si les bons avaient effectivement été exercés au début de l'exercice ;

— la seconde, utilisée par les entreprises américaines, suppose que le produit de l'exercice des bons est utilisé aux fins de racheter au cours de bourse les titres de la société.

TRIBUNE LIBRE

Si le deuxième retraitement proposé, plus objectif, est moins discutable, il ne s'inscrit pas dans le cadre juridique français actuel.

REF : Les bons sont-ils plus sensibles aux variations du marché que les actions ? Ceci est-il vrai dans tous les cas de figure ?

D. D. : Il convient de partir d'une évidence : la valeur d'un bon de souscription ne saurait excéder le cours de l'action sous-jacente. En conséquence, les variations absolues des bons de souscription ne peuvent pas théoriquement excéder celles des actions sous-jacentes. On mesure d'ailleurs le rapport de ces variations (appelé delta), celui-ci étant compris entre 0 et 1 ; il est proche de zéro lorsque les bons sont « out of the money », proche de 1 lorsqu'ils sont « deep in the money » (1).

Néanmoins, les variations relatives des bons de souscription peuvent être très supérieures à celles des actions, ceci étant particulièrement vérifié lorsque les bons sont « at or around the money ». Ainsi le bon de souscription détaché de l'obligation peut revêtir un caractère très volatil.

REF : Quand y a-t-il intérêt à exercer les bons ?

D. D. : Sauf dans le cas d'actions à rendement particulièrement élevé, le flux de dividendes à recevoir est inférieur à l'avantage que procure l'économie de trésorerie résultant du décalage dans le temps de la souscription des actions. L'exercice des bons est donc optimal à l'issue de la période d'exercice même si le cours de l'action est préalablement très supérieur au prix d'exercice.

Cette approche théorique peut être parfois tempérée par l'inefficacité de certains marchés et la liquidité relative du marché des deux titres (action et bon de souscription).

REF : L'OBSA constitue-t-elle un mécanisme susceptible de faciliter la transmission d'entreprises ? A quelles conditions ?

D. D. : Il ne semble pas, en première approche, que les OBSA puissent jouer un rôle quelconque en la circonstance.

REF : L'OBSA est-elle un moyen pour les sociétés en restructuration ou les PME qui ont un fort potentiel de croissance d'accéder à des fonds à faible coût tout en attirant les investisseurs ? Quelle type de société (taille, secteur,...) peut (et donc quel type ne peut pas) émettre les OBSA ?

D. D. : Il est de fait que les sociétés en période de restructuration ou les entreprises moyennes présentant un fort potentiel de croissance peuvent avoir des difficultés à augmenter leur capital sur le marché. Cette situation peut résulter d'une insuffisante visibilité à moyen terme, de l'étroitesse du marché du titre ou de la faiblesse voire de l'inexistence du rendement de l'action. Dans ce cas, et pour autant que la structure et la qualité du bilan permettent l'endettement correspondant, l'émission d'OBSA, comme celle d'obligations convertibles, peut constituer une alternative opportune permettant d'assurer au souscripteur la garantie d'un rendement minimum et de lui offrir une période probatoire préalable à l'investissement en action.

103

1 - Selon que le prix d'exercice d'un bon est inférieur, égal ou supérieur au prix de l'action qui sert de support au bon, on dit que ce dernier est « out of the money », « at the money » ou « in the money », respectivement. L'expression « deep in the money » insiste sur l'importance de l'écart positif dans ce cas entre prix de l'action sous-jacente et prix d'exercice du bon (NDLR).

LE POINT DE VUE

Yves LE PORTZ *Président de la Commission
des opérations de bourse*

L'émission d'obligations à bons de souscription d'actions a été autorisée par la « loi Delors » du 3 janvier 1983. Depuis cette date, un peu plus d'une centaine d'opérations de ce type ont eu lieu par appel public à l'épargne en France pour un volume global émis de 27 milliards de francs qui représente 3 % des émissions totales d'obligations sur la même période (hors emprunts d'Etat). Les augmentations de capital résultant de l'exercice des bons n'ont, pour leur part, à l'heure actuelle, guère atteint plus de 4 milliards de francs.

Les textes ont consacré pour ce produit, comme pour tous ceux qui donnent un accès différé au capital, le même droit préférentiel de souscription des actionnaires que pour les actions. Néanmoins, de nombreuses sociétés, souhaitant utiliser ce produit pour élargir leur actionnariat, notamment étranger, ou pour permettre l'entrée différée dans le capital de « partenaires » qui permettraient de renforcer la structure de capital existante, demandent à leurs actionnaires d'user de leur faculté de renoncer à leur droit préférentiel de souscription. Par ailleurs les bons détachables des obligations ne sont intéressants pour leurs porteurs que s'ils leur permettent d'en obtenir la valorisation par rapport à l'évolution du cours des titres auxquels ils donnent accès.

Les principes fondamentaux du droit des sociétés à savoir, égalité des actionnaires et garanties accordées à ces derniers lors de l'émission de titres donnant accès au capital, ont justement pour objet d'éviter :

— d'une part une trop grande dilution du capital lors des opérations réservées à des personnes dénommées. Il en résulte que l'amoindrissement des droits des actionnaires anciens lors d'une émission de bons de souscription, indépendants ou attachés à d'autres titres, réservés à un actionnaire ou à un tiers doit être strictement justifié par l'intérêt que peut trouver la société dans une telle opération ;

— d'autre part que les sociétés en viennent à choisir leurs actionnaires en conférant à des tiers des avantages normalement réservés aux actionnaires anciens.

C'est pourquoi la Commission des opérations de bourses (COB) a jugé utile de poser un certain nombre de règles à respecter lorsque les actionnaires anciens renoncent à leur droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une émission d'OBSA. →

LES ÉMISSIONS D'OBSA OUVERTES AU PUBLIC

L'instauration au profit des actionnaires d'un délai de priorité peut constituer une solution empirique au problème posé par l'absence de droit préférentiel de souscription. Cette mesure ne doit toutefois pas être considérée comme l'équivalent du droit préférentiel de souscription qui demeure la règle; elle est en tout état de cause organisée de façon à réserver effectivement les droits des actionnaires.

En l'absence de délai de priorité, trois aspects méritent attention, du point de vue de la préservation des droits des actionnaires :

Prix d'exercice des bons et valeur d'émission

Concernant le prix d'exercice des bons qui permet d'apprécier l'éventuelle dilution du capital, deux cas sont à envisager :

— si c'est un prix « glissant » qui à tout moment est aussi proche que possible du cours du titre auquel il donne accès, rien ne s'oppose à ce que l'émission soit réalisée sans droit préférentiel de souscription ;

— si c'est un prix prédéterminé, la valeur du produit repose sur un avantage consenti au porteur du bon, susceptible d'entraîner à terme une dilution du capital. En l'absence, dans un tel cas, de droit préférentiel ou de délai de priorité, il convient d'employer des solutions qui permettent d'atteindre un équilibre global entre apporteurs externes et actionnaires, notamment en attribuant à ces derniers des compensations égales aux avantages consentis aux apporteurs externes.

Il paraît alors souhaitable que la valeur d'émission soit au moins égale à la « valeur d'arbitrage » dont le calcul fait essentiellement appel à des données connues au moment de l'émission et à peu près indépendantes de toute extrapolation hasardeuse.

105

Compensation éventuelle en faveur des anciens actionnaires

Une compensation adéquate pourrait résulter de la réservation, en faveur des anciens actionnaires, d'une participation proportionnelle au volume de l'émission des bons. On pourrait certes faire valoir que les anciens actionnaires ont un droit prioritaire vis-à-vis de tous les bons; néanmoins cette compensation devrait suffire comme règle de conduite dans la généralité des cas lorsque l'émission des bons autorisés par l'assemblée générale est faite au moins à leur valeur d'arbitrage.

Information des actionnaires

Tout placement sans droits préférentiels de souscription supposant en général une très grande rapidité d'exécution, il est nécessaire que la note d'information reçoive très vite un visa, ce qui est désormais possible grâce à la procédure de visa très rapide (quarante-huit heures) mise en place à titre expérimental par la COB pour les sociétés qui ont opté pour l'enregistrement préalable d'un « document de référence » : les intermédiaires et la presse doivent également informer très rapidement les actionnaires de leurs droits lorsqu'il y a mise en œuvre d'un droit de priorité, même partiel.

Par ailleurs, toutes les informations justifiant les bases financières de l'opération ainsi que le rapport des commissaires aux comptes prévu par la loi doivent être fournies aux actionnaires suivant des modalités appropriées lors de l'assemblée générale extraordinaire, ou par le conseil d'administration selon le moment où a lieu l'opération.

**LES ÉMISSIONS D'OBSA RÉSERVÉES À DES « PARTENAIRES »
DE LA SOCIÉTÉ ÉMETTRICE**

Ces émissions entraînent une modification de la composition de l'actionnariat de la société visant généralement à renforcer la position des actionnaires principaux, notamment en vue de se protéger d'une offre publique de caractère inamical.

Dans la mesure où le prix d'exercice des bons se trouve associé à l'évolution du cours des actions, ces opérations n'appellent pas de critique du fait d'un éventuel appauvrissement des actionnaires.

Néanmoins l'utilisation de cette procédure afin de permettre aux dirigeants sociaux de constituer artificiellement une protection éventuelle entraînerait, s'agissant d'une société cotée, une modification de sa situation qui peut affecter l'évaluation par le marché des titres des autres actionnaires et en définitive aller à l'encontre de leurs intérêts.

L'emploi de cette procédure en période d'offre publique pourrait en outre s'analyser comme constituant des manœuvres en vue d'infléchir le choix des actionnaires ou de modifier la situation qui existait au lancement de l'offre.

C'est pourquoi la Commission a demandé aux dirigeants sociaux de faire preuve de réserve dans l'utilisation de ces procédures, ce qui devrait se traduire :

- par une limitation du montant des émissions ainsi réalisées à des fractions raisonnables du capital social,
- par la garantie donnée au public que les bénéficiaires de ces titres sont réellement indépendants et en mesure d'apprécier librement par rapport à la société et à ses dirigeants l'usage qu'ils peuvent faire des bons qui leur ont été attribués.

