

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 72

Juillet 2014

"Article publié le 20 juin 2014 sur www.lasyntheseonline.fr "

BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS : COMMENT LEUR DONNER UNE SECONDE JEUNESSE ?

Les bons de souscription d'actions (ci-après les « BSA ») sont des instruments optionnels ; à ce titre, ils confèrent à leur détenteur le droit, et non l'obligation, de souscrire à une ou plusieurs actions (sous-jacent) à un prix d'exercice convenu à l'avance, et ceci, à tout moment d'ici l'échéance prévue au terme du contrat d'émission. Contrairement aux warrants et aux options, les BSA sont créés par la société émettrice elle-même, et non par des établissements bancaires ou d'autres entreprises d'investissement. Dans certains cas, peu fréquents, une société émettrice peut souhaiter modifier les caractéristiques des BSA qu'elle a précédemment émis et qui sont encore en circulation.

QUELLES MODIFICATIONS ET QUELS IMPACTS FINANCIERS ?

Comme pour tout instrument optionnel, les paramètres qui conditionnent la valeur des BSA, à un instant donné, sont les suivants :

- le cours de référence de l'action sous-jacente ;
- la volatilité de l'action sous-jacente ;
- le prix d'exercice ;
- la durée de vie des BSA ;
- la parité d'exercice ;
- le taux d'intérêt sans risque ; et
- le rendement de l'action sous-jacente.

En pratique, les modifications envisagées par la société émettrice des BSA concernent, le plus souvent, leur durée de vie, leur prix d'exercice et leur parité d'exercice. Les impacts associés sur la valeur des BSA sont synthétisés ci-dessous :

- la durée de vie des BSA :
 - ✓ allongement de la période d'exercice : augmentation de la valeur des BSA ;
 - ✓ réduction de la période d'exercice : diminution de la valeur des BSA ;
- le prix d'exercice :
 - ✓ revu à la hausse : diminution de la valeur des BSA ;
 - ✓ revu à la baisse : augmentation de la valeur des BSA ;
- la parité d'exercice :
 - ✓ augmentation du nombre d'actions résultant de l'exercice des BSA : augmentation de la valeur des BSA ;
 - ✓ diminution du nombre d'actions résultant de l'exercice des BSA : diminution de la valeur des BSA.

La société émettrice peut, le cas échéant, modifier, de manière concomitante, plusieurs des paramètres susvisés ; de manière générale, les opérations ayant pour objet de « repackager » des BSA sont construites de telle sorte que les modifications de paramètres, toutes natures confondues, conduisent à une augmentation de la valeur des BSA au profit de leurs détenteurs. A l'inverse, la société émettrice peut souhaiter que les BSA conservent une valeur identique, par exemple, d'une part en réduisant la période d'exercice des BSA, d'autre part en réduisant leur prix d'exercice, de façon à ce que les deux impacts sur la valeur des BSA se neutralisent.

OBJECTIFS DES OPERATIONS DE « REPACKAGING » DES BSA

D'une façon générale, l'attribution de BSA par la société émettrice a un double objectif :

- récompenser et fidéliser les actionnaires et/ou managers de la société ; et
- renforcer les fonds propres de la société, en cas d'exercice, avec pour corollaire son désendettement.

Dans ce cadre, les opérations ayant pour objet de « repackager » des BSA répondent aux impératifs suivants :

- protéger les détenteurs de BSA contre une potentielle baisse de cours (par exemple, suite une annonce de résultats annuels de la société ayant déçu les investisseurs) ; et
- inciter les détenteurs de BSA à les exercer, dès lors qu'ils seraient à la monnaie, où presque, et à ainsi faire bénéficier la société d'un renforcement de ses fonds propres via une augmentation de capital.

Dés lors que ces opérations de « repackaging », qui ont pour objet de donner une seconde jeunesse aux BSA, se traduisent par une augmentation de valeur au profit de leurs détenteurs, elles conduisent de manière concomitante, presque systématiquement, à appauvrir à due concurrence les détenteurs des actions sous-jacentes. Dans les sociétés cotées, ces opérations ont donné lieu à des recommandations de l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui souhaite que les différentes parties prenantes intéressées, les détenteurs de BSA et les actionnaires, soient informées de manière transparente de l'impact de ces opérations.

OBJECTIFS DES OPERATIONS DE « REPACKAGING » DES BSA

A la suite de sa position n° 2008-09 relative aux conditions d'émissions des obligations à bons de souscription (ou d'acquisition) d'actions remboursables (OBSAR ou OBSAAR), l'AMF a été consultée sur la possibilité de modifier les caractéristiques des BSA en cours de vie, et notamment de proroger leur période d'exercice (position AMF n° 2008-10).

« Sur le fond, l'AMF demande que toute modification du contrat d'émission susceptible d'avoir un impact sur la valorisation de BSA (prorogation de la période d'exercice, modification du prix d'exercice, de la parité d'exercice, etc.) et ce, quel que soit son montant, ne soit mise en œuvre que dans des cas particuliers et dûment justifiés.

En outre, l'AMF demande que ces modifications soient soumises à l'assemblée générale extraordinaire sous la forme d'une résolution spécifique, et que les actionnaires titulaires de BSA, bénéficiaires de la modification, en situation de conflit d'intérêt, s'abstiennent de participer au vote sur cette résolution. »

L'AMF rappelle que les opérations ayant pour objet d'attribuer des BSA aux managers font souvent l'objet, notamment pour des raisons fiscales et comptables, même si cette pratique ne présente pas de caractère obligatoire, de l'établissement par un expert indépendant d'un rapport sur les [...]

[...] caractéristiques des BSA et notamment sur le caractère équitable de leur prix de cession. Dans la mesure où il constitue une information utile, ce rapport d'expertise doit être systématiquement intégré au prospectus.

S'agissant des opérations de « repackaging » des BSA, l'AMF précise sa position sur le rôle de l'expert comme suit :

« Dans l'hypothèse, enfin, d'une modification des caractéristiques des BSA dans les conditions ci-dessus rappelées, l'AMF demande qu'au cas où un rapport d'expert aurait été établi initialement, il soit alors procédé à une nouvelle expertise sur les conséquences de cette modification et, notamment, sur le montant de l'avantage en résultant pour les porteurs. »

CONCLUSION

Dès lors que les opérations de « repackaging » des BSA sont susceptibles d'opérer des transferts significatifs de valeur au détriment des actionnaires et au profit des détenteurs de BSA, il est compréhensible que l'AMF ait souhaité les encadrer, notamment via le recours à un expert indépendant, dont la mission consiste principalement à apprécier l'éventuel accroissement de valeur des BSA ainsi que l'appauvrissement correspondant des actionnaires.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com