

AUGMENTATION DE CAPITAL SANS DROIT PREFERENTIEL DE SOUSCRIPTION

Freins à l'attractivité de la Place de Paris

Note à l'attention de l'AMF et à la DGT

1. Dans le cadre des relations régulières que le Comité Opérations Financières (COF) de l'AMAFI entretient avec Mme Martine Charbonnier, en sa qualité de Secrétaire générale adjointe en charge de la Direction des Emetteurs de l'AMF, l'attention de cette dernière a été attirée sur les difficultés engendrées par une position exprimée par l'Autorité dans sa revue mensuelle de mai 2005 au sujet des modalités de fixation du prix d'émission des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription (DPS)¹ (la Position AMF). Selon les membres du COF, cette Position, propre à la France, constitue un frein majeur à la réalisation de ces opérations en France et explique donc le peu d'opérations de cette nature d'un montant significatif² réalisées sur le territoire national par rapport à celles réalisées par des sociétés européennes dans d'autres pays de l'Union européenne.

2. Alertée par cette situation, Mme Charbonnier a invité l'AMAFI à lui transmettre des éléments illustrant les conséquences, considérées par le COF comme dommageables pour la Place de Paris et les émetteurs français, de la Position AMF, et plus particulièrement des exemples d'augmentations de capital sans DPS réalisées par des sociétés européennes depuis la publication de cette Position par l'Autorité.

3. L'objet de la présente note est double : il est d'abord de rassembler les éléments chiffrés demandés (A. Le Constat : un très petit nombre d'augmentations de capital sans DPS de taille significative réalisées en France par rapport au nombre d'opérations similaires réalisées dans le reste de l'UE) ; mais au-delà, il est aussi d'analyser les raisons pour lesquelles la Position AMF constitue un frein majeur à la réalisation d'augmentations de capital sans DPS de taille significative en France et de proposer des modifications au régime actuellement applicable à ces opérations (B. Les raisons de cette situation et les propositions de l'AMAFI pour y remédier). Les modifications proposées ayant également un impact sur un texte de nature réglementaire, il apparaît utile d'adresser la présente note à la fois à l'AMF et à la Direction du Trésor.

A. Le constat : un très petit nombre d'augmentations de capital sans DPS de taille significative réalisées en France par rapport au nombre d'opérations similaires réalisées dans le reste de l'UE

4. En annexe de cette note, figurent deux tableaux présentant les opérations d'augmentations de capital sans DPS d'un montant supérieur à 25 millions d'euros réalisées, d'une part, au sein de l'Union européenne de janvier 2014 à mai 2015, soit sur un période de 17 mois (*Annexe 1*), et d'autre part, en France depuis la publication de la Position AMF, soit sur une période de 10 ans (*Annexe 2*).

¹ « Application des dispositions du décret du 12 février 2005 relatives au moment de la fixation du prix d'émission » – Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers – N° 14 – Mai 2005.

² D'un montant supérieur à 25 millions d'euros.

5. Ces deux tableaux doivent être analysés au regard du nombre d'opérations réalisées, de leur taille et de la décote que fait apparaître le prix d'émission :

- a) Au regard du nombre d'opérations, on observe que seulement 7 opérations d'augmentations de capital sans DPS de taille significative ont été réalisées en France en 10 ans, alors qu'au cours des 17 derniers mois :
- 8 opérations ont été réalisées en Allemagne,
 - 12 opérations ont été réalisées au Royaume-Uni,
 - 34 opérations au total ont été réalisées dans l'Union européenne.
- b) Au regard de leur taille moyenne, on observe que la taille des opérations réalisées hors de France est très supérieure à celle des opérations réalisées en France. En effet :
- La taille moyenne des opérations réalisées dans l'Union européenne au cours des 17 derniers mois est de 1.067 millions d'euros, alors que la taille moyenne en France est de 207 millions d'euros et que l'opération la plus importante réalisée en France depuis 2005 s'élève seulement à 507 millions d'euros.
 - Douze des trente quatre augmentations de capital sans DPS réalisées au sein de l'Union européenne excédaient 1 milliard d'euros, 6 au moins 2 milliards d'euros dont une 7,5 milliards d'euros.
- c) Au regard de la décote entre le prix d'émission et le cours prévalant sur le marché au moment de la fixation du prix, on observe que :
- Dans près de la moitié des opérations réalisées par des émetteurs européens (14 opérations) une décote excédant 5% du cours de bourse des actions émises (la décote imposée par la réglementation française – v. infra note 4) a été appliquée.

B. Les raisons de cette situation et les propositions de l'AMAFI pour y remédier

6. Face à la situation décrite ci-dessus, il y a clairement lieu de s'interroger sur les freins réglementaires ou autres qui, en France, de façon spécifique, empêchent ou freinent de façon significative la réalisation de telles opérations. Cette réflexion s'impose d'autant plus à un moment où la nécessité de favoriser le financement des entreprises par les marchés est reconnue de toutes parts et où les initiatives en ce sens se multiplient : à l'échelon européen, avec le projet de constitution d'une Union des Marchés de Capitaux ; mais également au niveau national, avec, notamment, la démarche engagée récemment par le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris³ pour promouvoir la compétitivité de la Place de Paris.

7. Selon l'AMAFI, le petit nombre d'augmentations de capital sans DPS réalisées en France, par comparaison avec ce qui est réalisé dans le reste de l'UE, tient pour une large part à la Position AMF, texte de nature non réglementaire mais auxquels les opérationnels n'ont pas néanmoins, face à l'AMF, la possibilité concrète de déroger, alors que ce texte a la particularité, de surcroît, d'être clairement et

³ Par courrier du 9 mars 2015 à l'AMAFI, M. Prada, Président du HCJFPF a indiqué que le Comité souhaitait notamment « identifier les principales questions considérées par les acteurs économiques comme des entraves juridiques importantes à la compétitivité de la Place Financière et susceptibles, le cas échéant, de conduire les acteurs économiques, soit à délocaliser certaines activités hors de France, soit à rechercher des moyens de contourner ces entraves ».

directement en contradiction avec un texte qui est, lui, de nature réglementaire (l'article R. 225-119 du Code de commerce). Face à cette situation tout à fait paradoxale et très préjudiciable pour la Place de Paris, l'AMAFI souhaite en réalité que trois aspects du régime des augmentations de capital sans DPS soit réexaminés : le moment de la fixation du prix de l'émission (a), le critère de référence pour la fixation du prix d'émission (b) et la décote maximale de 5% (c).

(a) Le moment de la fixation du prix de l'émission

8. L'article R. 225-119 du Code de commerce⁴ énonce que pour fixer le prix de l'émission, il faut se référer à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse (sur ce critère de référence, voir infra les § 14 et 15) « précédant sa fixation », ce qui, s'agissant des opérations réalisées par construction d'un livre d'ordres, ne peut que se référer aux trois séances précédant la clôture du placement puisque dans ce cas, le prix ne peut pas, par définition, être fixé avant l'ouverture du placement.

Or malgré cette évidence, la Position AMF a posé comme principe que « *le moment de la fixation du prix, au sens du décret, s'entend au plus tard, comme celui de l'ouverture du placement, que celui-ci s'effectue à prix fixe ou à prix ouvert* ». Cette « interprétation » est hautement critiquable à plusieurs titres : sur le plan juridique, sur le plan du fonctionnement des marchés et enfin, sur le plan opérationnel puisqu'elle est directement responsable du faible nombre d'opérations réalisées en France.

9. Sur le plan juridique, en effet, la Position AMF pose un véritable problème, en ce qu'elle contredit une disposition réglementaire en vigueur relative aux modalités de fixation du prix d'une telle augmentation de capital. Or le régulateur ne peut pas valablement, par le biais d'un instrument de doctrine telle qu'une position, interpréter un texte réglementaire de façon contraire aux termes de ce texte.

10. Sur le plan du fonctionnement des marchés, ensuite, la Position AMF méconnaît les fondamentaux de ce fonctionnement et les règles applicables à l'information qui doit être donnée au marché. En effet, il est constant que la valeur d'une action sur le marché se détermine par rapport à la totalité des informations disponibles sur la société émettrice. En indiquant dans sa Position que le prix d'émission des actions nouvelles doit être fixé par référence aux cours qui prévalent avant le début du placement, l'AMF demande en définitive à ce que le prix d'émission soit fixé sur la base de cours qui n'intègrent pas l'information totalement déterminante que constitue l'augmentation de capital, sa taille et son but. Or ne pas prendre en compte un évènement aussi important qu'une augmentation de capital dans la fixation du prix de l'émission aboutit en réalité à influencer de façon artificielle et contraire aux lois du marché, la fixation de ce prix.

11. Il est donc tout à fait paradoxal que l'AMF mette en avant, pour justifier sa Position, la nécessité d'« *éviter de possibles manipulations de marché* ». Sans compter qu'alléguer d'un risque de « manipulation de marché », toujours possible naturellement comme en toutes circonstances, pour aller à l'encontre d'un texte réglementaire, n'est pas acceptable alors que par ailleurs le régulateur dispose de moyens particulièrement puissants pour détecter et sanctionner les éventuelles manipulations de marché, lorsqu'il s'en produit.

⁴ « Pour l'application du premier alinéa du 1° de l'article L. 225-136, le prix est au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant sa fixation éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5% » (C. Com. art. R. 225-119).

12. Sur le plan « opérationnel », enfin, la contrainte qu'impose l'Autorité est telle que les émetteurs préfèrent en définitive s'abstenir. En effet, le lancement d'une opération d'augmentation de capital entraîne le plus souvent (même si ce n'est pas toujours le cas) une baisse du cours de l'action concernée. Or la Position AMF oblige les émetteurs français à réaliser leurs opérations de ce type dans un laps de temps extrêmement court (2 à 3 heures) car si, suite à l'annonce de l'opération, le cours baisse significativement de telle sorte que le prix minimum autorisé (qui, lui, est fixé sans prendre en compte l'impact de l'augmentation de capital) est supérieur au cours de bourse, ce prix devient alors inacceptable pour les investisseurs avec la conséquence que l'opération doit alors être annulée. Or l'annulation d'une opération annoncée (annonce qui naturellement comporte les objectifs de l'augmentation de capital envisagée) a un effet tout à fait désastreux pour un émetteur – au-delà des simples impacts financiers déjà très significatifs (avec l'impossibilité de réunir par ce biais le financement souhaité – en termes d'image. Face à un tel risque, il n'est donc pas surprenant que les émetteurs renoncent à lancer en France des opérations de cette nature.

13. L'AMAFI estime donc que la Position AMF, qui ne repose sur aucune base juridique, et qui constitue un véritable frein à la levée de capitaux en France doit être purement et simplement abrogée. Au-delà et avec le même objectif de favoriser les levées de capitaux destinées à financer les entreprises, elle préconise que le critère de référence pour la fixation du prix d'émission soit modifié.

(b) Le critère de référence pour la fixation du prix d'émission

14. Si l'AMAFI préconise l'application stricte de l'article R. 225-119 en ce qui concerne le moment de la fixation du prix d'émission, elle estime que le mode de calcul de ce prix, tel que fixé par cet article, est problématique. Ce texte pose en effet le principe d'un prix moyen pondéré sur trois séances de bourse et non un cours « spot ». Or, comme indiqué précédemment (*v. supra §1212*), les investisseurs ne souscriront à l'augmentation de capital que si le prix d'émission est inférieur au prix auquel ils peuvent trouver des titres sur le marché, c'est-à-dire un cours « spot » et non une moyenne pondérée sur trois séances. On observera d'ailleurs que dans le marketing de ce type d'opération, la décote est toujours affichée par rapport à un cours « spot » et non à une moyenne pondérée sur plusieurs jours passés.

15. La combinaison des deux éléments précédemment mentionnés (à savoir la Position AMF, qui impose un placement sur une période extrêmement courte, faute de quoi il y a un risque élevé de ne pas pouvoir fixer le prix d'émission et la référence à une moyenne pondérée sur trois séances de bourse, qui ne peut en aucun cas constituer une référence acceptable pour les investisseurs), a conduit à l'évidence à la réduction de la taille des émissions mais aussi à leur rareté car même avec une faible taille, les émetteurs ne sont pas à l'abri d'une baisse des cours de plus de 5 %.

(c) La décote maximale de 5%

16. Comme indiqué ci-dessus (*v. supra § 5*), l'examen des opérations réalisées au cours de ces 10 dernières années fait apparaître que dans près de la moitié des cas, une décote excédant 5% - montant exigé par la réglementation française (*l'article R. 225-119 précité*) - a été appliquée ce qui démontre bien que cette exigence, propre à la France, n'est pas appropriée. La réalité est que le niveau de cette décote aboutit souvent à brider les émetteurs et contribue à limiter leur appétence pour ces opérations⁵.

⁵ Certes, en vertu de l'article L. 225-136 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à fixer sous certaines conditions le prix d'émission et dans ce cas, la décote peut ne pas s'appliquer mais en pratique, il apparaît que beaucoup d'émetteurs sont réticents à faire voter une résolution donnant une flexibilité supérieure à ce que prévoit le décret.

17. Il est donc important qu'un débat soit ouvert sur cette question de la décote maximum et de façon plus générale, sur l'ensemble des règles applicables à la fixation du prix d'émission de ces opérations, débat qui devrait s'appuyer sur un examen de ce qui est en vigueur dans d'autres pays de l'UE : en Allemagne par exemple, le prix ne doit pas être « *significativement inférieur au dernier cours de bourse* »; en Italie, aux Pays-Bas et en Espagne, le prix doit être « *juste* » au sens de ce qui peut se justifier ; au Portugal enfin, les critères sont fixés par l'assemblée générale ou le conseil d'administration.

C. Conclusion

18. L'AMAFI souhaite donc vivement engager des discussions avec l'AMF et la Direction du Trésor sur les conditions de fixation du prix d'émission dans les augmentations de capital sans DPS dans la mesure où les règles qui sont actuellement appliquées en France constituent un véritable frein à la réalisation de ces opérations. Au-delà de l'abandon de la Position AMF qui s'impose pour toutes les raisons évoquées ci-dessus, un débat doit s'engager avec les professionnels concernés pour permettre qu'à l'avenir, ces opérations d'augmentation de capital sans DPS puissent à nouveau être réalisées en France dans des conditions satisfaisantes.



Annexe 1

Opérations réalisées au sein de l'Union européenne du 1^{er} janvier 2014 au 31 mai 2015

Date	Société	Pays	Secteur	Taille (M€)	% du capital	% du flottant	Nombre de jours de bourse	Décote
19/05/15	DCC	Royaume-Uni	Energie	271	5,0%	5,2%	23	(7,1%)
28/04/15	Commerzbank	Allemagne	Finance	1.377	9,9%	12,1%	11	6,3%
27/04/15	Hispania Activos Inmobiliarios	Espagne	Immobilier	337	50,0%	55,7%	160	4,7%
19/03/15	Tritax	Royaume-Uni	Immobilier	244	33,8%	33,8%	140	1,1%
16/03/15	Delta Lloyd	Pays-Bas	Assurance	338	10,0%	10,1%	17	0,1%
13/02/15	Rocket Internet	Allemagne	Internet	589	7,3%	62,3%	36	8,9%
12/02/15	BT Group	Royaume-Uni	Télécoms	1.360	2,7%	2,8%	13	1,1%
02/02/15	CRH	Irlande / Royaume-Uni	Construction	1.623	9,1%	10,0%	29	(2,9%)
08/01/15	Santander	Espagne	Finance	7.500	8,8%	9,9%	14	9,9%
20/11/14	BBVA	Espagne	Finance	2.000	3,9%	4,1%	5	4,5%
18/11/14	Informa	Royaume-Uni	Média	259	6,9%	7,5%	40	8,8%
12/11/14	Essentra	Royaume-Uni	Plastique et Métaux	215	9,1%	11,0%	76	(0,1%)
06/11/14	Deutsche Annington	Allemagne	Immobilier	451	7,2%	9,2%	52	5,1%
04/11/14	Arcadis	Pays-Bas	Construction	174	9,1%	13,0%	56	5,5%
25/09/14	Hammerson	Royaume-Uni	Immobilier	510	9,1%	10,1%	47	4,2%
16/09/14	United Internet	Allemagne	Internet	352	5,4%	10,0%	27	7,8%
09/09/14	Gamesa	Espagne	Industrie	236	9,1%	12,6%	9	4,7%

25/07/14	BSkyB	Royaume-Uni	Télécoms	1.716	9,1%	17,1%	47	5,9%
24/06/14	Altice	Luxembourg	Télécoms	911	8,0%	31,5%	49	4,0%
04/06/14	Volkswagen	Allemagne	Automobile	2.000	3,4%	14,0%	11	2,4%
20/05/14	Cobham	Royaume-Uni	Industrie	221	5,3%	5,7%	30	3,9%
14/05/14	Symrise	Allemagne	Chimie	401	8,6%	10,4%	40	3,3%
14/05/14	Capital & Counties	Royaume-Uni	Immobilier	317	9,1%	11,6%	57	2,6%
09/05/14	National Bank of Greece	Grèce	Finance	2.500	32,2%	-	-	14,7%
08/05/14	Lanxess	Allemagne	Chimie	433	9,1%	10,0%	9	2,7%
01/05/14	Serco	Royaume-Uni	Services	195	9,1%	10,3%	19	5,9%
29/04/14	Eurobank	Grèce	Finance	2.864	69,5%	-	-	16,0%
24/04/14	Sacyr	Espagne	Construction	166	7,2%	16,3%	5	2,9%
16/04/14	Piraeus Bank	Grèce	Finance	1.750	16,9%	106,8%	85	15,8%
25/03/14	Alpha Bank	Grèce	Finance	1.200	14,5%	105,6%	146	7,1%
06/03/14	Shaftesbury	Royaume-Uni	Immobilier	190	9,1%	10,4%	60	4,6%
26/02/14	Wirecard	Allemagne	Finance	367	9,1%	10,6%	37	3,5%
04/02/14	Vestas Wind	Danemark	Industrie	442	9,1%	10,1%	7	9,3%
22/01/14	Raiffeisen Bank	Autriche	Finance	2.778	33,3%	235,2%	474	4,7%
Moyenne				1.067	13,5%	27,7%	57	5,0%
Médiane				438	10,5%	10,5%	67	4,7%

Annexe 2

Opérations réalisées en France depuis la publication de la position de l'AMF en 2005

Date	Société	Secteur	Taille (M€)	% du capital	% du flottant	Nombre de jours de bourse	Décote	Placement privé
11/12/13	Orpea	Santé	100	4,5%	6,1%	37	2,7%	Oui
01/10/12	Alstom	Industrie	350	4,3%	6,8%	8	2,3%	Oui
06/07/11	SCOR	Assurances	80	2,2%	2,6%	7	3,6%	Non
15/10/09	Orpea	Santé	62	5,2%	10,4%	24	4,5%	Oui
06/12/06	Cap Gemini	Electronique	507	7,9%	8,8%	9	4,6%	Non
25/10/05	Ipsos	Services	115	17,6%	42,7%	110	4,0%	Non
22/06/05	SCOR	Assurances	233	15,1%	27,8%	40	(0,6%)	Non
Moyenne			207	8,1%	15,0%	34	3,0%	
Médiane			115	5,2%	8,8%	24	3,6%	