

**Position AMF n°2008-09**

**Émissions d'obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR), suivies d'une cession des BSAR au profit des salariés et/ou mandataires sociaux de la société émettrice.**

**Textes de référence : articles 212-7 et 213-2 du règlement général de l'AMF**

L'Autorité des marchés financiers a constaté un intérêt des sociétés pour les émissions d'obligations à bons de souscription (ou d'acquisition) d'actions remboursables (OBSAR ou OBSAAR) suivies de l'attribution des bons au profit de certains actionnaires et des salariés et/ou mandataires sociaux de la société émettrice.

Plusieurs émissions d'OBSAR ont, en effet, été réalisées :

- soit avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (DPS) ;
- soit sur le fondement d'une résolution autorisant une émission réservée à un ou plusieurs bénéficiaires dénommés, en l'occurrence, des établissements de crédit.

Ces opérations avaient toutes pour finalité, d'une part, de permettre aux émetteurs de se financer à des conditions attractives et, d'autre part, de réserver les BSAR à des bénéficiaires dénommés ou à des catégories de personnes, tels les mandataires sociaux ou les salariés des sociétés concernées, en vue de les associer à la croissance de leur société.

Ces montages étaient similaires dans leur déroulement et se décomposaient en plusieurs phases :

1. Dans une première phase, l'établissement de crédit souscrit aux OBSAR soit dans le cadre de l'émission qui lui est réservée, soit par l'exercice des DPS qui lui ont été cédés par des actionnaires majoritaires ;
2. Dans une deuxième phase, l'intermédiaire financier détenteur des OBSAR, procède à leur démembrement. Il conserve les obligations et revend la totalité des BSAR qu'il détient, soit, directement aux mandataires sociaux et/ou salariés concernés, soit à un ou plusieurs actionnaires majoritaires de la société émettrice. Dans ce dernier cas, les actionnaires majoritaires cèdent à leur tour les BSAR aux salariés et/ou mandataires sociaux de la société émettrice.

L'attribution des BSAR au profit des salariés et des mandataires sociaux constitue ainsi, dans les montages concernés, une opération distincte de l'émission des OBSAR.

Au total, ces opérations ayant un effet dilutif non négligeable pour les actionnaires, l'AMF rappelle que les actionnaires appelés à autoriser l'opération doivent être informés de la dilution potentielle issue de l'exercice des BSAR.

Ces montages soulèvent plusieurs questions, quel que soit le cadre juridique utilisé par les sociétés émettrices des OBSAR. L'AMF souhaite en conséquence apporter des précisions sur certaines règles applicables à ce type d'opération.

### **Emission réservée d'OBSAR**

Dans les montages utilisant des résolutions d'émissions réservées à un investisseur, bien que chacune des étapes de l'opération, prise séparément, soit valide juridiquement (émission réservée à un ou plusieurs intermédiaires financiers, démembrement des OBSAR, cession postérieure des BSAR aux mandataires sociaux et aux salariés), l'opération, prise dans son ensemble, n'est pas en adéquation avec le régime juridique retenu à l'origine, puisque ces montages conduisent, *in fine*, à deux attributions réservées à des bénéficiaires distincts :

- une attribution d'obligations réservée à un ou plusieurs établissements financiers ;
- une attribution de BSAR réservée aux mandataires sociaux et/ou aux salariés de la société.

La résolution d'émission réservée d'OBSAR soumise au vote de l'assemblée générale ne correspond pas aux objectifs de l'émission et ne permet donc pas aux actionnaires de se prononcer en connaissance de cause puisque les bénéficiaires finaux des BSAR (mandataires sociaux et salariés) ne sont pas les bénéficiaires désignés par les actionnaires en assemblée générale.

Par ailleurs, certains montages prévoient que les BSAR soient cédés à des mandataires sociaux non salariés. Or, ces derniers ne peuvent bénéficier de programmes d'options de souscription ou d'achat d'actions, ni d'actions gratuites, sauf s'ils sont dirigeants de la société. Ainsi, sans une émission d'OBSAR, ils ne pourraient pas bénéficier d'un régime favorable d'intéressement aux performances de la société.

En conséquence, ces opérations doivent être réalisées selon un cadre juridique en adéquation avec leur finalité. Ainsi, les opérations qui ont pour fondement une émission réservée d'OBSAR, doivent respecter les règles de vote des émissions réservées fixées par le législateur, lorsque les bénéficiaires de BSAR sont par ailleurs actionnaires.

**Position :**

**La société doit donc proposer au vote de son assemblée générale :**

- **une résolution d'émission d'OBSAR, précisant que les BSAR issus de cette émission sont réservés *ab initio* à des bénéficiaires autres que le souscripteur des OBSAR (mandataires sociaux, salariés, actionnaires). Cette résolution doit préciser que l'attribution des BSAR aux bénéficiaires actionnaires sera suspendue à l'adoption d'une résolution distincte pour laquelle ces bénéficiaires ne prennent pas part au vote ;**
- **une résolution distincte pour l'attribution des BSAR aux bénéficiaires actionnaires, ces bénéficiaires ne prenant pas part au vote.**

**Ces modalités de réalisation permettent à l'ensemble des actionnaires de voter l'émission d'OBSAR, tout en respectant le principe selon lequel le bénéficiaire ne participe pas au vote.**

### **Emission avec maintien du droit préférentiel de souscription**

S'agissant des opérations réalisées avec maintien du DPS, on constate que les actionnaires ne se trouvent pas dans une situation identique selon qu'ils sont majoritaires, ou importants, et associés à la mise en place de l'OBSAR, ou non. Alors que les actionnaires majoritaires ou importants peuvent céder leurs DPS à l'intermédiaire financier et se voir rétrocéder le BSAR, les actionnaires minoritaires doivent souscrire à l'OBSAR, puis céder l'obligation pour pouvoir, *in fine*, détenir uniquement le BSAR ; en pratique la vente des obligations seules est souvent impossible.

**Position :**

**Ainsi, pour ce type d'opération, afin de préserver l'égalité entre les actionnaires de la société émettrice, l'AMF demande qu'un mécanisme permettant à tous les actionnaires de souscrire aux BSAR seuls, démembrés de l'obligation, soit mis en place.**

**En outre, pour être acceptable, ce type d'opération doit conduire à proposer une quotité raisonnable de DPS qui permet, en pratique, à l'ensemble des actionnaires minoritaires de la société émettrice de pouvoir souscrire effectivement aux BSAR.**

### **Sur le rapport d'expert**

En pratique, les cessions de BSA aux managers font l'objet, notamment pour des raisons fiscales et comptables, d'un rapport réalisé par un expert indépendant sur les caractéristiques des bons et notamment sur le caractère équitable du prix de cession, les résolutions d'assemblées générales d'actionnaires prévoyant habituellement que le prix sera déterminé à dire d'expert.

Ce rapport, conformément à l'article 212-7 du règlement général de l'AMF relatif au contenu du prospectus, constitue une information utile pour permettre aux investisseurs d'évaluer, en toute connaissance de cause, les BSA objet de l'opération ; aussi doit-il être systématiquement intégré au prospectus.

### **Ajustement du nombre de BSAR attachés à chaque obligation**

Enfin, certaines sociétés peuvent souhaiter ajuster le nombre de bons attachés à chaque obligation en fonction de la demande exprimée par les bénéficiaires auxquels les BSAR sont cédés *in fine*, dès lors que la dilution maximale potentielle reste limitée. Le nombre définitif de BSAR est alors déterminé par le président de la société, sur délégation du conseil d'administration ou de surveillance, à l'issue d'une période de centralisation des demandes auprès de l'intermédiaire financier ayant souscrit les OBSAR. Ces demandes sont matérialisées par un engagement d'achat ferme et irrévocable des mandataires sociaux et/ou des salariés souhaitant acquérir les BSAR.

**Position :**

**Dans ce cas de figure, l'AMF précise que le prospectus visé par elle et publié avant le début de la période de centralisation des demandes des bénéficiaires, doit contenir une information sur la dilution potentielle résultant de l'exercice des BSAR, calculée sur une hypothèse basse et une hypothèse haute du nombre définitif de bons et permettant aux actionnaires de la société d'apprécier raisonnablement l'impact de l'opération sur leur situation.**

**Le nombre définitif de BSAR attachés aux obligations fait l'objet d'un communiqué diffusé par la société.**