
FSMA_2023_02 du 1/02/2023

Les risques liés aux émissions d'obligations convertibles et autres equity lines par des sociétés cotées en difficultés financières

Résumé/Objectifs:

La FSMA a constaté que des sociétés cotées en difficultés financières émettent de plus en plus souvent des instruments financiers convertibles en actions pour combler leurs besoins de financement. Les bénéficiaires de ces instruments sont généralement des parties qui n'ont pas l'intention de devenir actionnaires de ces sociétés.

La FSMA souhaite attirer l'attention des investisseurs sur les risques liés à ce type de financement. Elle désire par ailleurs rappeler aux sociétés cotées leurs responsabilités lorsqu'elles émettent de tels instruments et, enfin, sensibiliser les bénéficiaires de ces instruments aux règles de marché applicables.

1. Quelles sont les caractéristiques d'un financement de ce type ?

Il se présente souvent sous la forme d'une émission par l'entreprise d'obligations convertibles à l'intention d'un ou de quelques bailleurs de fonds, éventuellement accompagnée d'une émission de droits de souscription ou warrants.

Une obligation convertible est un instrument financier présentant les mêmes caractéristiques qu'une obligation ordinaire¹ mais qui offre en outre au porteur le droit, durant une certaine période et à certaines conditions, de convertir l'obligation en actions au lieu de récupérer le capital en espèces. Le montant de l'emprunt obligataire peut alors être converti en actions à un prix de conversion convenu à l'avance entre le prêteur et l'émetteur.

Les obligations convertibles sont généralement émises avec une prime de conversion par rapport au cours de bourse au moment de leur émission. Une société dont l'action cote 22 euros émettra par exemple une obligation convertible assortie d'un prix de conversion de 25 euros par action. Si elle émet une obligation d'une valeur nominale de 100.000 euros, le créancier pourra l'échanger contre 4.000 actions de la société.

L'on a cependant constaté que des entreprises en difficultés financières et n'ayant plus accès à d'autres sources de fonds (telles que des prêts bancaires ou une émission d'actions ou d'obligations

¹ Les obligations sont des instruments financiers qui représentent un prêt accordé par des investisseurs à la société émettrice. Les obligations sont généralement émises pour une durée déterminée, au bout de laquelle l'entreprise devra rembourser le montant emprunté aux porteurs des obligations. Dans l'intervalle, les obligataires perçoivent des intérêts.

ordinaires), font un autre usage de ces instruments en émettant des obligations convertibles avec un prix de conversion inférieur de 10 % par exemple au cours de bourse au moment de la conversion.

En reprenant l'exemple décrit plus haut, les scénarios suivants peuvent ainsi se produire au moment où la conversion devient contractuellement possible :

	Scénario 1 : Le cours grimpe de 25 %	Scénario 2 : Le cours ne change pas	Scénario 3 : Le cours baisse de 25 %
Cours au moment de la conversion	€ 27,78	€ 22,22	€ 16,67
Prix de conversion (cours de bourse avec décote de 10 %)	€ 25	€ 20	€ 15
Nombre d'actions à émettre	4.000	5.000	6.665
Bénéfice du financier si le cours ne change pas ²	≅ € 11.000 (11 % de la valeur nominale de l'obligation)		

Plus le cours sera faible au moment de la conversion, plus la dilution des actionnaires existants sera forte.

Ce mécanisme, qui consiste à émettre de nouvelles actions à un prix inférieur au cours de bourse, a été facilité par l'entrée en vigueur du Code des sociétés et associations (« CSA ») en 2020. En vertu de l'ancien Code des sociétés, un prix d'émission minimum fixé par la loi devait être respecté lors d'émissions d'actions à l'occasion desquelles le droit préférentiel était limité ou supprimé en faveur de personnes déterminées. Sous l'ancien code, ce mécanisme ne pouvait ainsi être mis en place que si les bénéficiaires n'étaient pas connus au préalable. La FSMA a constaté que si ce mécanisme ne se rencontrait, avant 2020, que lors d'opérations structurées sous la forme de placements privés accélérés (également appelés "*accelerated book buildings*" ou ABB), ce n'était plus le cas depuis : il n'est désormais plus utilisé que dans le cadre d'émissions au profit de personnes connues à l'avance. La FSMA a en outre observé une utilisation plus fréquente de tels instruments depuis 2020.

Outre la décote sur le cours de bourse au moment de la conversion, les entreprises qui émettent de tels instruments financiers doivent en général également payer d'importantes commissions aux bailleurs de fonds en échange de la mise à disposition du financement (ce que l'on appelle les *commitment fees*).

Certains bailleurs de fonds, souvent sous la forme de fonds d'investissement, ciblent spécifiquement ce type d'instrument financier afin de vendre immédiatement les actions acquises à la suite de la

² Soit le bénéfice que le bailleur de fonds engrangerait s'il pouvait vendre immédiatement toutes les actions au même cours qu'au moment de la conversion. En réalité, il faut normalement plusieurs jours avant que les actions soient cotées et que le bailleur de fonds puisse les vendre en bourse, et le cours de l'action pourrait alors avoir augmenté ou diminué.

conversion et ainsi d'encaisser le bénéfice résultant de la décote accordée par rapport au cours de bourse.

2. Quels risques ce type de financement comporte-t-il ?

Pour les actionnaires existants, les principaux risques associés à ce type de financement sont les suivants:

- **Dilution**

La conversion en actions entraînera souvent une dilution importante de la participation des actionnaires existants. Le nombre d'actions d'une société cotée belge a, par exemple, été récemment multiplié par neuf, ce qui correspond à une dilution d'environ 90 % pour les actionnaires existants. À titre d'exemple, les actionnaires qui possédaient 10 % des actions de cette société n'en détenaient plus - après dilution - qu'1 %.

L'opération risque en outre d'entraîner une dilution financière significative puisque les actions sont émises à un cours inférieur à celui du marché.

- **Pression sur le cours**

L'émission de nouvelles actions à un prix inférieur au cours de marché suivie d'une vente immédiate de ces actions en bourse va exercer une pression baissière importante sur le cours de la société cotée. Une étude publiée en octobre 2022 par l'Autorité française des marchés financiers (AMF) est à cet égard révélatrice. Parmi les 69 sociétés de l'échantillon, 57 ont chuté en moyenne de 72 % en bourse et 20 d'entre elles ont même vu leur cours dégringoler de plus de 90 %³.

3. Qu'en est-il des sociétés cotées belges ?

La FSMA a détecté ce type d'opération de financement auprès de 9 sociétés soumises à son contrôle.

La FSMA a principalement constaté que:

- Les émetteurs qui recourent à ce type de financement sont pour la plupart des biotechs ou des medtech en difficultés financières.
- Les parties qui procurent ce type de financement sont essentiellement des fonds d'investissement étrangers spécialisés dans ce genre de transactions.
- Les sociétés émettent souvent ces instruments en utilisant le capital autorisé, c'est-à-dire le pouvoir d'augmenter le capital conféré au préalable par l'assemblée générale au conseil d'administration.
- Le financement est octroyé avec un volet pouvant être converti en actions, le plus souvent par le biais d'une émission d'obligations convertibles. Ces obligations peuvent souvent être converties en actions immédiatement après leur émission, à la demande du bailleur de fonds.

³ Pour plus d'informations à ce sujet : [Octobre 2022 – étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou equity lines](#)

- Les clauses de conversion prévoient qu'en cas de conversion les actions soient émises au profit des bénéficiaires avec une décote par rapport au cours de bourse⁴ au moment de la conversion. Les décotes sont généralement de 5 à 8 %, mais des décotes plus importantes, de l'ordre de 20 %, ont également été observées.
- La transaction a le plus souvent pour objectif de fournir un financement. Les bailleurs de fonds bénéficiaires de la conversion se constituent donc rarement une participation dans la société cotée dans laquelle ils investissent. Un seuil de transparence n'a été franchi que dans quelques cas et la participation a d'ordinaire été réduite rapidement (c'est-à-dire quelques jours plus tard).
- L'ampleur du financement fourni est souvent important par rapport à la capitalisation boursière de l'émetteur. Le montant du financement s'élève en moyenne à 30 % de la capitalisation boursière au moment de son octroi. Dans certains cas, le financement consenti est même égal à la capitalisation boursière de l'émetteur au moment de la conclusion de la convention avec le prêteur.
- Les émetteurs ne peuvent en général pas faire appel en une fois à la totalité du financement convenu. La convention entre l'émetteur et le prêteur prévoit souvent des périodes d'attente à respecter. L'émetteur est alors par exemple autorisé à émettre un certain nombre d'obligations convertibles une fois par mois pendant un an. Dans ces cas, le montant du financement inclus dans la convention est en fait un montant maximum qui ne pourra pas nécessairement être appelé dans son intégralité.

4. À quoi les investisseurs doivent-ils être attentifs en présence d'un tel financement ?

La FSMA recommande aux investisseurs de prendre connaissance des informations publiées par l'émetteur. Elles sont disponibles sur le site web de l'émetteur, dans le rapport du conseil d'administration concernant l'émission, dans les éventuels communiqués de presse qui l'accompagnent et, le cas échéant, dans un prospectus de cotation.

À quoi prêter attention ?

- Par quel **type de bailleur de fonds** le financement est-il apporté ? Envisage-t-il de devenir actionnaire de l'émetteur (est-il une entreprise du secteur par exemple) ? Le risque de voir le cours mis sous pression augmente si le bailleur de fonds prévoit de vendre les actions directement en bourse en cas de conversion.
- Dans quelle mesure les intérêts des actionnaires existants peuvent-ils être **dilués** ? Plus le cours de bourse sera bas au moment de la conversion, plus la dilution sera importante. Les cours de bourse utilisés par l'émetteur dans ses scénarios pour estimer la dilution potentielle peuvent en donner une idée. Selon l'étude précitée de l'AMF, il n'est pas rare de voir le cours de bourse chuter de 70 %.
- À quel **prix de conversion** le porteur d'obligations peut-il les convertir en actions ? Plus la décote par rapport au cours de bourse est élevée, plus l'impact négatif probable sur ledit cours sera important.

⁴ Il s'agit souvent d'une décote par rapport au *1-day Volume Weighted Average Price (VWAP)* le plus bas sur une période d'une dizaine de jours précédant la conversion.

- Quelle est l'**ampleur du financement** par rapport à la capitalisation boursière de l'émetteur? En supposant que l'entreprise puisse l'utiliser intégralement, plus le financement est de grande envergure, plus son effet négatif probable sur le cours de bourse sera marqué.
- La convention entre le prêteur et l'émetteur inclut-elle des **clauses restrictives (covenants)** ? La convention peut par exemple prévoir une clause de volume minimum de transactions en bourse. Elle impose également parfois une clause interdisant toute suspension de la cotation. Si les conditions ne sont pas respectées, l'émetteur risque de ne plus pouvoir faire appel aux fonds non encore débloqués.
- **Quand** l'émetteur peut-il **faire appel** aux fonds ? Peut-il les mobiliser entièrement en une fois (par le biais d'une seule émission d'obligations convertibles pour la totalité du financement)? Ou doit-il les prélever par tranches échelonnées dans le temps (au moyen de plusieurs émissions d'un nombre limité d'obligations convertibles, entrecoupées de périodes d'attente, dans un délai prédéterminé) ? Dans ce dernier cas,
 - le montant du financement inclus dans la convention entre l'émetteur et le prêteur est donc en réalité un montant maximum. Dans la pratique, il se peut que l'émetteur ne *puisse* ou ne *veuille* pas utiliser le montant total du financement, faute de respecter toutes les clauses de la convention conclue entre le prêteur et l'émetteur par exemple. Il existe un risque que l'émetteur ne soit pas en mesure d'utiliser la totalité du financement.
 - le bailleur de fonds va acquérir des obligations convertibles à des moments différents. S'il convertit ensuite ces obligations en actions et les vend en bourse, le cours subira une pression baissière. Cette pression persistera probablement pendant toute la période de financement.

Les entreprises peuvent émettre ce genre d'instruments en utilisant le **capital autorisé**, c'est-à-dire le pouvoir d'augmenter le capital conféré au préalable par l'assemblée générale au conseil d'administration. Il est important que les actionnaires se montrent critiques lorsque l'octroi de tels pouvoirs est mis à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

5. À quoi les sociétés cotées doivent-elles prêter attention ?

Responsabilité

La FSMA demande aux sociétés cotées et à leurs administrateurs de bien réfléchir avant d'émettre de tels instruments et d'être conscients de la responsabilité qu'ils prennent en le faisant.

Information privilégiée

La FSMA attire leur attention sur l'obligation qui leur est faite d'informer le marché à temps et de manière complète et correcte. Ils doivent veiller en particulier à rendre toute information privilégiée publique dès que possible.

Information

Elle leur rappelle que le conseil d'administration est tenu de rédiger un rapport en cas d'émission, au titre ou non du capital autorisé, d'obligations convertibles en faveur de personnes déterminées. Ce rapport doit justifier l'opération et le prix d'émission en tenant compte en particulier de la situation financière de la société, de l'identité des bénéficiaires, ainsi que de la nature et de l'importance de leur apport.

La FSMA estime que le rapport doit au moins également comprendre les éléments suivants :

- une description précise des conditions de la convention ;
- une illustration à l'aide de scénarios de la dilution totale potentielle des actionnaires ;
- une explication quant à l'objectif poursuivi par le bailleur de fonds concerné.

Respect de la réglementation en matière de transparence

Si un prêteur effectue plusieurs conversions sur une courte période, le nombre total de droits de vote de la société se verra plusieurs fois modifié dans ce laps de temps. Étant donné que ce nombre, appelé dénominateur, est nécessaire pour permettre des notifications de transparence correctes, la FSMA appelle les entreprises dans cette situation à publier un changement de dénominateur sur une base régulière, c'est-à-dire après chaque émission d'actions et donc sans attendre la fin du mois. Si cela n'est pas possible, la FSMA demande à être informée du nouveau dénominateur au moins après chaque émission afin de pouvoir mettre à jour le formulaire de notification TR-1 BE.

Obligation éventuelle de publier un prospectus

Les émetteurs doivent également tenir compte de l'obligation de publier un prospectus, notamment lorsqu'il n'est plus possible de se prévaloir du seuil de 20 % fixé par l'article 1(5)a de la directive (UE) 2017/1129. En cas de dépassement de ce seuil, l'émetteur devra rédiger et faire approuver un prospectus de cotation en tenant compte de toutes les exigences d'information applicables en la matière.

6. À quoi les bailleurs de fonds doivent-ils prêter attention ?

Manipulation de marché

Les bailleurs de fonds sous la forme d'obligations convertibles ou sous d'autres formes présentant des caractéristiques similaires doivent s'assurer - s'ils vendent les actions acquises – de l'absence d'activités ou de comportements pouvant être qualifiés de manipulation de marché.

Au moment de la conversion, ils acquièrent en général une grande quantité d'actions. S'ils veulent ensuite vendre rapidement ces actions en bourse, cela créera une pression baissière sur le cours. Un risque de manipulation du marché apparaît alors, surtout si le bailleur de fonds a un intérêt pécuniaire à influencer le cours de l'action ou les volumes échangés (par exemple, en fonction des conditions de la convention).

La mesure dans laquelle les ventes effectuées représentent une proportion significative du volume d'échange quotidien de l'action constitue entre autres un indicateur pertinent pour déterminer s'il y a manipulation de marché. La mesure dans laquelle les ventes entraînent des fluctuations significatives du cours de l'action est un autre critère à cet égard.

Information privilégiée

Il est en outre rappelé qu'il est interdit à quiconque d'effectuer des opérations d'initiés. Une information privilégiée pourrait notamment survenir lors de la négociation entre parties concernées du contrat qu'elles souhaitent conclure au sujet d'un financement.

Obligation de déclaration: positions *short* nettes et participations importantes

Enfin, la FSMA rappelle aux personnes concernées qu'elles sont tenues de déclarer d'éventuelles positions *short* nettes ainsi que des participations importantes. Cette information permettra aux

autres investisseurs de se faire une idée complète de la position en actions de la société que le bailleur de fonds a pu se constituer et ainsi d'éviter qu'ils soient induits en erreur.