

OCTOBRE 2022
**ÉTUDE SUR LES FINANCEMENTS
DILUTIFS DE TYPE OCABSA OU
*EQUITY LINES***

INTRODUCTION

L'Autorité des marchés financiers a constaté ces dernières années une recrudescence des signalements et des réclamations (plus de 250 en 2021 soit une hausse de 232 % par rapport à 2020 et déjà plus de 200 en 2022) émanant de particuliers¹ ayant perdu une partie significative de leur investissement dans des sociétés cotées qui ont recours à des financements sous forme d'*equity lines* ou d'OCABSA (obligation convertible en actions avec bon de souscription d'actions)².

Le recours à ces financements est le plus souvent le fait de sociétés cotées qui n'ont plus accès au crédit, sous quelque forme que ce soit, du fait de leur situation financière dégradée ou de leurs perspectives insuffisantes. Ces financements par augmentation de capital sont réalisés en plusieurs fois et étalés dans le temps. Ils sont souscrits par un intermédiaire financier/investisseur qui n'a pas vocation à rester durablement actionnaire.

Pour rappel :

Les *equity lines* sont des programmes d'augmentation de capital par exercice d'options qui permettent de réaliser des augmentations de capital en plusieurs fois.

Les OCABSA (ou obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions) se composent de deux titres financiers émis ensemble mais pouvant être négociés séparément :

- Les obligations convertibles en actions (OCA) donnent droit à un nombre d'actions nouvelles calculé en fonction du cours de bourse à la date de conversion. La conversion s'opère à une valeur inférieure au cours de bourse, ce qui permet à l'investisseur (unique souscripteur de ces obligations) de réaliser une plus-value en revendant l'action très rapidement dans le marché au cours de bourse.
- Des bons de souscription d'actions (BSA) qui sont attachés aux OCA. Ces bons donnent à leur porteur le droit de souscrire à une ou plusieurs actions à un prix déterminé, jusqu'à une date d'échéance.

Les actions issues de la conversion des OCA sont revendues très rapidement sur le marché par l'investisseur. **Elles peuvent alors être achetées par des investisseurs particuliers.** Le marché supporte donc *in fine* les risques associés à ce type de financement : une dilution significative des actionnaires et dans de nombreux cas une forte pression baissière sur le cours de bourse des sociétés concernées.

L'AMF a alerté à la fois les émetteurs, les actionnaires et les investisseurs à l'occasion de la publication de deux communiqués sur son site internet :

- « L'AMF alerte les émetteurs et les investisseurs sur les risques associés au financement par OCABSA et autres formes d'*equity lines* particulières³ » ;

1 Certains de ces appels font état d'une importante dilution des investisseurs au capital et d'une forte baisse du cours de bourse.
2 Pour en savoir plus : https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-07/20200720_description-de-la-modalite-de-financement-par-ocabsa.pdf
3 Communiqué publié le 20 juillet 2020 - L'AMF alerte les émetteurs et les investisseurs sur les risques associés au financement par OCABSA et autres formes d'*equity lines* particulières | AMF (amf-france.org)

- « L'AMF alerte les sociétés cotées, les mandataires sociaux et les investisseurs sur les risques associés aux financements sous forme d'*equity lines* et d'OCABSA⁴ ».

En complément de ces publications, l'AMF a réalisé une étude sur les émetteurs ayant recours à ce type de financement, et plus particulièrement sur l'évolution du cours de bourse des valeurs concernées.

AVERTISSEMENT

Réalisée à partir d'une méthodologie détaillée ci-dessous, la présente étude a pour seul objet d'analyser l'évolution de certains indicateurs boursiers (et plus particulièrement le cours de bourse) des sociétés faisant partie de l'échantillon présenté.

Cette étude a été réalisée à partir d'informations et de données publiques.

Elle ne préjuge pas de l'évolution future des indicateurs boursiers des sociétés de l'échantillon.

4 Communiqué de presse en date du 15 novembre 2021 - L'AMF alerte les sociétés cotées, les mandataires sociaux et les investisseurs sur les risques associés aux financements sous forme d'*equity lines* et d'OCABSA | AMF (amf-france.org)

1. MÉTHODOLOGIE

1.1. IDENTIFICATION DE L'ÉCHANTILLON

La première étape de l'étude a consisté à identifier les émetteurs ayant recours à des financements de type dilutif afin de construire un échantillon suffisamment large pour permettre de dresser des constats.

Base de données étudiée

L'échantillon analysé a été constitué à partir des données historiques et publiques des émetteurs cotés sur Euronext ou Euronext *Growth* (i.e. prospectus approuvés par l'AMF, document de référence, rapport financiers annuels ou communiqués de presse diffusés par les sociétés).

Identification des émetteurs constituant l'échantillon

Remarque préliminaire : La recherche a été arrêtée au 30 juin 2021 pour permettre d'apprécier l'évolution des indicateurs au 31 décembre 2021 (sur une période de 6 mois minimum). Les opérations ayant donné lieu à un communiqué publié postérieurement à cette date n'ont par conséquent pas été prises en considération.

En premier lieu, pour identifier les émetteurs, l'AMF a cherché à identifier les opérations de financement dilutif structurées sous forme d'OCABSA, d'*equity lines* ou de PACEO. Cette recherche a été menée à partir de mots-clés ou de couple de mots-clés tels que : « obligations convertibles », « obligations », « BSA » ou « programme de financement ». Cette collecte a porté sur les communiqués publiés par les émetteurs entre le 1^{er} janvier 2019 et le 30 juin 2021.

En second lieu, les documents et communiqués identifiés au terme de cette recherche par mots-clés ont été triés afin de ne conserver que ceux relatifs aux types de financement OCABSA/ Equity line/ Pacey (les offres au public réalisées directement sur le marché ont par exemple été exclues).

Enfin, cette base de données a été comparée aux données déjà collectées, de manière empirique, par l'AMF dans le cadre des échanges avec les émetteurs supervisés. Ainsi, la première base de données a été complétée d'opérations qui n'avaient pas été identifiées entre 2019 et 2021 via le procédé susmentionné (utilisation de mots clés) et d'opérations antérieures à 2019.

La recherche effectuée sur les marchés d'Euronext et d'Euronext *Growth* a permis d'identifier 69 sociétés. Cependant la méthode utilisée ne permet pas de garantir l'exhaustivité de l'échantillonnage.

Identification de la première opération de financement dilutif

L'AMF a cherché ensuite à identifier pour chaque émetteur recensé, la plus ancienne opération de financement dilutif qu'il avait mis en œuvre, en se fondant sur les informations rendues publiques par ce dernier et en utilisant la base de données précitée.

1.2. LES INDICATEURS BOURSIERS ANALYSÉS

Sur la base de l'échantillon des 69 sociétés identifiées, certaines données ont été étudiées.

Collecte des données boursières antérieures à la première opération de financement dilutif

Pour chaque émetteur de l'échantillon retenu, en considérant le communiqué annonçant la première opération de financement dilutif identifiée, l'AMF a relevé les données de certains indicateurs boursiers à une date antérieure à la date de publication du communiqué (« J ») :

- le nombre d'actions en circulation à J-1,
- le cours de bourse à J-1⁵⁶ (cours de clôture et le prix moyen pondéré par les volumes ; en anglais *Volume Weighted Average Price* ou VWAP),
- la capitalisation boursière à J-1,
- la valeur nominale des actions à J-1.

Base comparative

Les informations obtenues ont été comparées, pour chaque émetteur, aux données relevées le dernier jour ouvré de chaque année postérieure à la mise en place de l'opération de financement identifiée jusqu'au 31 décembre 2021. Cela a permis de vérifier l'évolution des données boursières sur la période d'observation propre à chaque émetteur.

L'AMF a choisi de retenir un seul indicateur comme support pour les constats réalisés : le cours de bourse. Les autres indicateurs sont difficilement comparables dans le temps en raison des événements qui peuvent affecter la vie de la société tels que les diminutions de la valeur nominale du titre ou encore les regroupements d'actions⁷.

Le cours de bourse relevé à J-1 (cours de clôture et VWAP) a été comparé à celui du 31 décembre 2021. Pour les sociétés qui n'étaient plus cotées au 31 décembre 2021, l'étude a retenu le cours de bourse du dernier jour ouvré de la dernière année de cotation complète⁸.

2. LES CONSTATS

2.1. ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE L'ÉCHANTILLON

Évolution du cours de bourse de l'échantillon analysé

Sur les 69 sociétés de l'échantillon, le cours de bourse de 57 d'entre elles (soit 83 %) a évolué à la baisse entre la date de leur première opération de financement dilutif et le 31 décembre 2021⁹ :

- pour 20 sociétés (soit 29 % de l'échantillon), le cours a chuté de plus de 90 % ;
- pour 28 sociétés (soit 40 %), le cours a chuté de plus de 80 % ;
- pour 45 sociétés (soit 65 %), le cours a chuté de plus de 50 %.

Pour ces 57 sociétés, le cours de bourse a chuté en moyenne de 72 %.

⁵ Le cours de clôture et le cours moyen pondéré par les volumes à J-1 ont été relevés et comparés pour apprécier la cohérence des résultats.

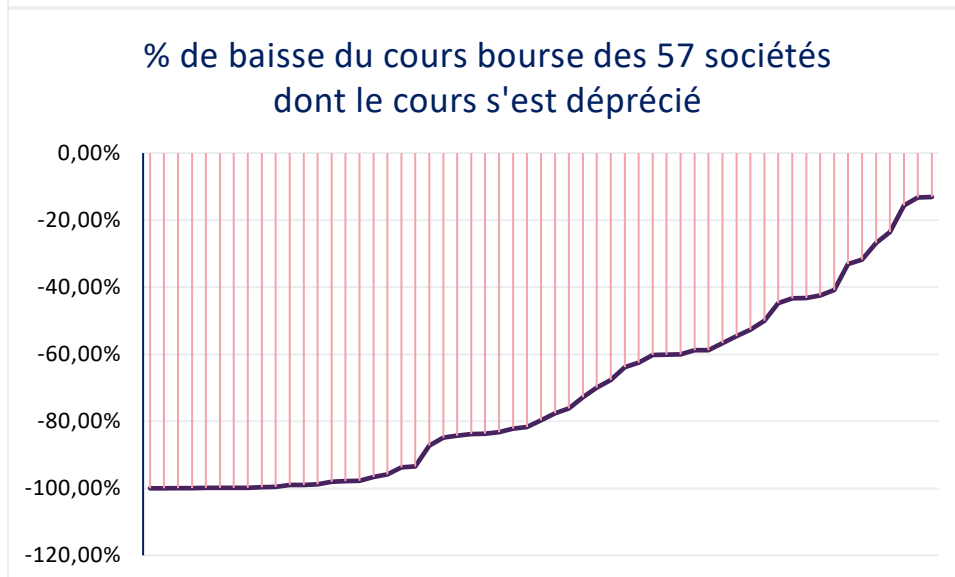
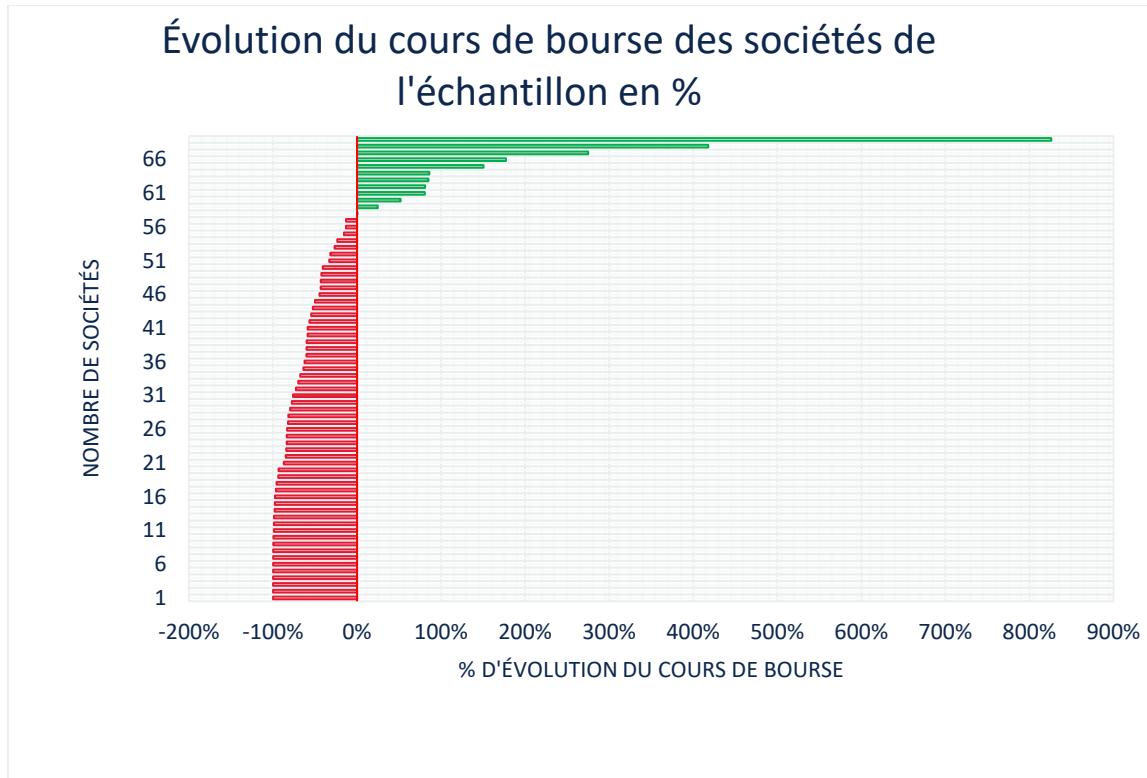
⁶ Le dividende versé n'est pas pris en compte.

⁷ Le nombre d'actions en circulation n'étant pas systématiquement retraités par les fournisseurs d'information lors d'opérations telles que la division de la valeur nominale du titre ou le regroupement d'actions, les données portant sur la capitalisation boursière ou le nombre d'actions en circulation n'ont pu être ni exploitées ni présentées.

⁸ À titre d'exemple, exemple, dans le cas où une société a fait l'objet d'une OPA en 2019, les données boursières collectées sont celles du dernier jour ouvré de l'année 2018.

⁹ En prenant en compte les réserves formulées dans les paragraphes précédents.

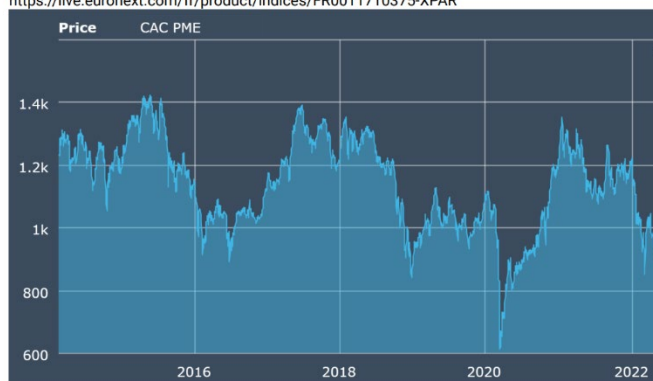
Il convient cependant de noter que 12 sociétés (soit 17 % de l'échantillon) ont vu leur cours de bourse évoluer à la hausse. On relève des performances disparates comprises entre 0,5 % et 826 %.



□ Évolution du cours de bourse – comparaison avec l'indice CAC PME EURONEXT

Les données obtenues ont été comparées avec l'indice CAC PME créé en 2014. L'évolution de l'indice est la suivante sur la période allant de 2014 à 2021 :

Saved from:
<https://live.euronext.com/fr/product/indices/FR0011710375-XPAR>



L'indice a perdu seulement 2 % sur la période d'observation.

□ Observation du cours de bourse en valeur

32 sociétés de l'échantillon cotaient au 31 décembre 2021 à un niveau inférieur à 1 euro (soit 46% de l'échantillon). Le cours de 26 d'entre elles est devenu inférieur à 1 euro après la mise en place du premier financement dilutif (sans que la date ne soit précisée).

Il faut noter que ces chiffres seraient plus élevés si les valeurs finales observées étaient ajustées pour prendre en considération les opérations de division du nominal et de regroupement d'actions réalisées sur la période d'observation propre à chaque émetteur.

□ Analyse complémentaire

Les services de l'AMF ont analysé plus en détails les opérations réalisées par les émetteurs dont le cours de bourse a le plus fortement varié à la hausse ou à la baisse¹⁰ (+ ou - 99%) à compter de la mise place de la première opération de financement dilutif.

Les services de l'AMF ont cherché à identifier le nombre d'opérations de financement dilutif, le nombre d'intermédiaires ou encore les différents types d'instruments financiers auxquels l'émetteur a eu recours. Les opérations portant sur le capital telles que les opérations de regroupement d'actions et de réduction de la valeur nominale ont également été dénombrées.

Les services de l'AMF ont constaté que¹¹ :

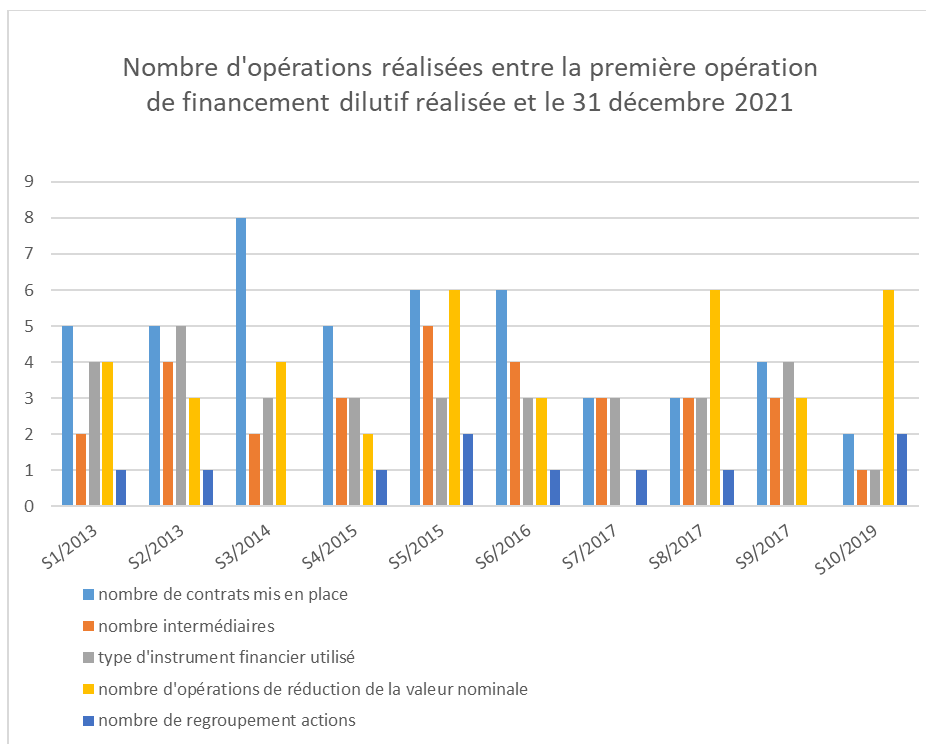
- le nombre d'opérations de financement de ce type mises en place par les émetteurs dont le cours a le plus baissé est de 5 en moyenne contre 1 pour celles dont le cours a le plus augmenté ;
- 7 des émetteurs dont le cours a le plus baissé ont eu recours à au moins 3 contreparties différentes alors qu'un seul des émetteurs dont le cours a évolué à la hausse a eu recours à plus d'un intermédiaire ;

¹⁰ Le cours de 11 émetteurs de l'échantillon a chuté de plus de 99 % cependant pour l'un d'entre eux les informations financières ne sont plus que partiellement disponibles et n'ont pas pu être étudiées. Les données sont donc présentées pour 10 d'entre eux.

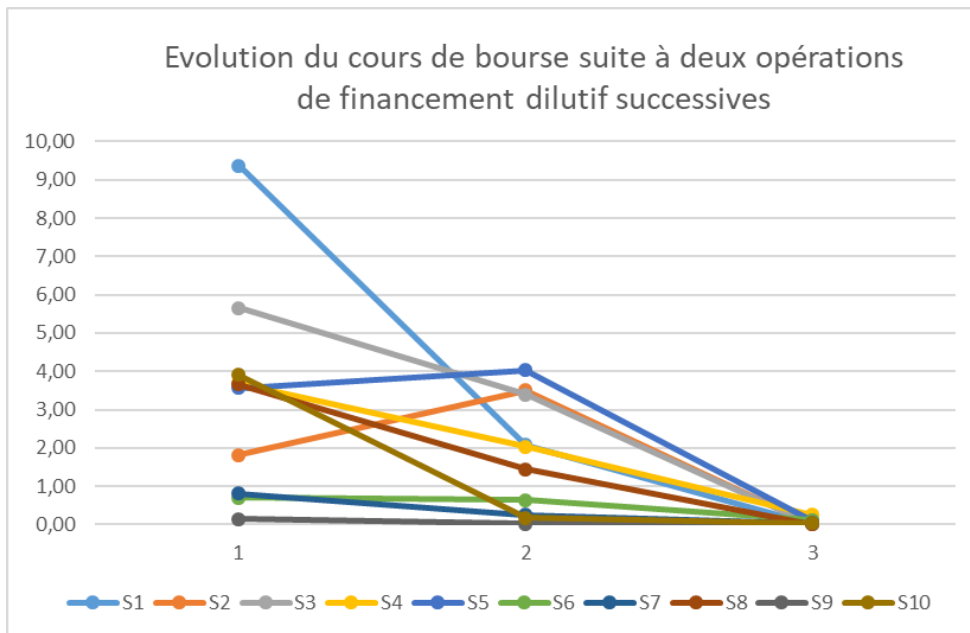
¹¹ Les chiffres ont été arrondis à l'unité la plus proche.

- les sociétés dont le cours s'est le plus déprécié ont émis en moyenne 3 instruments financiers différents, alors que celles qui ont vu leur cours augmenter n'ont mis en place qu'un seul type de financement ;
- les émetteurs dont le cours de bourse s'est le plus déprécié ont procédé en moyenne à 4 réductions de la valeur nominale de leur action et à 1 regroupement d'actions. En comparaison, seul un des émetteurs dont le cours s'est le plus apprécié a procédé sur la période d'observation à une réduction de la valeur nominale de son titre et aucun d'entre eux n'a effectué de regroupement d'actions.

Le graphique ci-dessous illustre les constats réalisés pour les sociétés dont le cours a le plus chuté (les sociétés sont dénommées de S1 à S10). Le graphique précise l'année de la mise en place de la première opération de financement dilutif afin d'apprécier la période au cours de laquelle les opérations précitées se sont succédées.



Pour ces mêmes sociétés l'évolution du cours de bourse suite aux deux premières opérations de financement dilutif a été illustrée dans le graphique ci-dessous. Trois données sont présentées : (1) le cours de bourse à la date de mise en place du premier financement dilutif, (2) le cours de bourse à la date de la seconde opération et (3) le cours de bourse au 31 décembre 2021. Le graphique ne tient pas compte de la période de temps écoulée durant laquelle les différentes opérations se sont succédées, cette dernière étant différente pour chaque émetteur.



CONCLUSION

La présente étude a identifié un échantillon de 69 sociétés ayant mis en place des financements dilutifs souscrits par un investisseur/intermédiaire n'ayant pas vocation à les conserver.

Au sein de cet échantillon, 57 sociétés ont vu leur cours de bourse chuter en moyenne de 72 % depuis la mise en place de la première opération de financement dilutif relevée dont 20 sociétés à plus de 90%.

On observe que celles dont le cours de bourse s'est le plus déprécié ont mis en place des programmes de financement multiples et successifs avec différents intermédiaires en ayant recours à différents instruments financiers. Elles ont également procédé de nombreuses opérations portant sur le capital de la société et ont notamment réduit la valeur nominale des actions de façon répétée.

Fort de ces constats, l'AMF réitère ses mises en garde et :

- invite les émetteurs et leurs mandataires sociaux à être particulièrement vigilants avant de recourir à ce type de financement et attire leur attention sur la responsabilité qui leur incombe dans le choix et la mise en œuvre de ces instruments. Il est précisé, par ailleurs, que le recours aux procédures d'augmentation de capital au profit de catégories de personnes ou d'investisseurs ne doit pas avoir pour objet d'éluder les dispositions applicables aux augmentations de capital à une ou plusieurs personnes nommément désignées ;
- rappelle aux actionnaires que ces financements sont généralement mis en place sur le fondement de délégations de compétence consenties par l'assemblée générale au conseil d'administration. Les actionnaires sont donc invités à être vigilants lors de la publication de l'ordre du jour sur les résolutions qui seront débattues et votées lors des assemblées générales, particulièrement celles visant à supprimer leur droit préférentiel de souscription.

met en garde les épargnants vis-à-vis des risques spécifiques associés aux investissements dans des sociétés ayant recours à ce type de financement et notamment le risque particulièrement élevé de perte du capital investi. L'AMF invite tant les épargnants personnes physiques que tous les autres investisseurs à être particulièrement vigilants avant de prendre la décision d'investir dans les titres de sociétés cotées qui réalisent des opérations de financement dilutif successives.