

# La chronique des opérations financières

## Refus d'un montage de FCPE à effet de levier impliquant l'émetteur en tant que partie à la couverture sous-jacente et l'utilisation de produits dérivés long terme dans le cadre de programme de rachat d'actions

Une société souhaitait mettre en place un fonds commun de placement d'entreprises (FCPE) à effet de levier d'une durée de cinq ans proposant une garantie du capital investi par le salarié et d'une partie de la performance de l'action au-delà d'un cours de référence. Cette garantie devait être assurée par le prestataire de service d'investissement (PSI) gérant le FCPE.

La gestion du montage impliquait que le PSI effectue un achat à terme de l'intégralité des actions souscrites par le FCPE et une vente d'options d'achat à la monnaie au FCPE pour permettre de garantir la performance de l'action. L'achat à terme permettait de garantir aux salariés leur apport personnel et de rembourser le financement de l'augmentation de capital, effectué au terme d'un *swap* passé entre le FCPE et le PSI.

La banque proposait la mise en place de deux modalités de couverture :

- pour couvrir partiellement l'achat à terme, une vente de ces titres au comptant au cours de référence à une contrepartie de gré à gré. Cette vente de titres au comptant était couverte par un emprunt de titres d'une durée de cinq ans du PSI pour partie auprès de l'émetteur, la liquidité réduite du marché du titre ne permettant pas de telles opérations.

Afin de couvrir le solde de l'opération d'achat à terme, cette vente au comptant était complétée soit par :

- i) une vente d'options de vente d'actions par l'émetteur au PSI couvrant ce dernier dans l'hypothèse où les options d'achat consenties au FCPE demeureraient hors la monnaie au terme du programme. L'échéance de l'option coïncidait avec celle de l'opération salariée et il était prévu une clause de résiliation anticipée en cas de non-renouvellement du programme de rachat d'actions ;
- ii) un achat au comptant et une vente d'options d'achat par l'émetteur au PSI à échéance de cinq ans. Si le cours de l'action à l'échéance était supérieur au cours de référence, la banque devait pré-vendre pendant les 6 mois précédant le débouclage du FCPE une partie des titres, cette vente à découvert étant couverte par l'exercice du *call* sur la société.

Là encore, compte tenu du peu de liquidité du marché de l'action de l'émetteur, le mécanisme classique de couverture par lequel le PSI achète des actions sur le marché et procède aux ajustements nécessaires pendant la vie de l'opération pour gérer sa position " en delta neutre " ne pouvait être mis en place.

La Commission a décidé de refuser le montage proposé aux motifs que :

1. Il faisait courir un risque à l'émetteur, sans autre motivation que d'assurer la couverture de la banque du fait de l'incapacité de celui-ci à gérer ce risque dans un marché peu liquide.
2. En assurant lui-même la couverture des opérations sous-jacentes, l'émetteur faisait ainsi supporter par les actionnaires existants un coût qui s'ajoutait aux coûts autorisés et encadrés par le code de commerce (la décote de 20 % maximum par rapport aux cours de bourse, les charges résultant du prêt accordé aux salariés pour l'acquisition des titres et l'abondement), la situation spécifique des salariés telle que résultant de la loi ne justifiant pas l'inégalité de traitement entre actionnaires, engendrée par ce coût supplémentaire.
3. S'agissant du premier cas de couverture, ce mécanisme de couverture était incompatible avec les règles relatives à la conclusion d'options par un émetteur sur ses propres titres posées par la Commission<sup>1</sup>. La Commission a en effet précisé que les options de vente pouvaient être consenties par une société sur ses propres titres dès lors que, entre autres conditions, l'échéance des options n'intervient pas postérieurement à l'issue du programme de rachat décidé par l'émetteur.
4. S'agissant du deuxième cas de couverture, on pouvait estimer qu'un achat au comptant assorti d'une vente d'options d'achat sur ses propres actions par la société était assimilable à une vente d'options de vente synthétique.
5. Dans le deuxième cas de couverture, en achetant au comptant au PSI, au début de l'opération, les titres de l'opération projetée, l'émetteur finançait en numéraire une partie de l'augmentation de capital réservée à ses salariés (déjà bénéficiaires d'une décote de 20 % par rapport au prix de référence et d'un effet de levier de 90 %) et couvrait la banque pour une partie du risque induit de son achat de titres à terme. L'opération apparaissait donc partiellement fictive puisque, économiquement, l'émetteur devait immédiatement racheter en partie les titres émis. Il est à noter également que le financement et la vente d'options d'achat offerts aux salariés peut s'analyser comme des *stocks-options* pour lesquels il existe déjà un cadre juridique.

En conséquence, il est donc recommandé aux sociétés qui ont des titres bénéficiant d'une liquidité faible d'adapter la taille et les caractéristiques des opérations de FCPE à effet de levier afin que les opérations sous-jacentes de couverture puissent toujours être assumées par les prestataires de services d'investissement dans le marché, et non par l'émetteur.

<sup>1</sup> Bulletin mensuel n° 332 de février 1999.