



Stratégie de financement – Obligations convertibles : une réponse à la crise financière et au resserrement du crédit ? ...mais attention aux pièges

Novembre 2011

Lorsqu'une société est fortement valorisée et que les apports personnels d'un successeur pressenti sont proportionnellement trop faibles, le bouclage du montage financier comportera plusieurs étages, ... entre « actionariat » et « prêteurs de fonds ». Revers de la médaille, le risque de perdre en indépendance, et parfois même la majorité du capital, est réel pour le repreneur.

Le candidat à la reprise a pour premier réflexe naturel de s'orienter vers sa famille, ses amis proches ou des investisseurs privés (des « business Angels ») en cas d'insuffisance d'apports personnels. Il leur propose de s'associer financièrement au capital de sa société, le reste des besoins en financement étant couvert par des emprunts bancaires traditionnels. Situation classique !

Exemple avec une société valorisée 1 million d'€. Armand constitue une holding de rachat dans laquelle, après avoir fait « tous ses fonds de tiroirs », il apporte 250 000 €. Son banquier ne souhaite pas prendre le risque de financer les 75% restants. Aussi Armand fait-il appel à deux bons amis, Bernard et Claude, pour augmenter les capitaux propres de sa holding. Dans ce contexte, une banque accepte d'accompagner le projet, ses engagements étant réduits en conséquence.

Holding Armand et associés				Répartition du capital			
ACTIF	2011	PASSIF	2011	Nombre de titres	Répartition du capital	Valeur nominale	Capital en €
Biens stables		Financements stables		Armand	25,10%	10	251 000
Titres de la société cible	1 000 000	Capital	501 000	Bernard	24,95%	10	125 000
		Capitaux propres	501 000	Claude	24,95%	10	125 000
		Emprunt bancaire traditionnel	500 000				
	1 000 000		1 001 000		100,00%		501 000

Ici, Armand est majoritaire au capital de « sa » société et le restera aussi longtemps que celui-ci ne sera pas ouvert à d'autres actionnaires.

Un Business Angel est une personne physique (ou morale), souvent entrepreneur ou ancien entrepreneur lui-même, décidant d'investir une partie de son patrimoine financier dans des sociétés à fort potentiel. En plus de ses financements, il apporte son expérience, son expertise, son carnet d'adresses... Les business Angels apportent une certaine caution à ces projets, facilitent l'arrivée de nouveaux investisseurs et sécurisent les partenaires financiers traditionnels. Mais attention, les Business Angels ne sont pas des... Anges naïfs !

Si Armand s'intéressait à une société valorisée beaucoup plus, il pourrait rencontrer des difficultés pour monter son projet financier selon une approche traditionnelle. Aussi pourrait-il choisir de recourir à des partenaires financiers « mi prêteurs/ mi associés » en émettant, via sa société holding, des OCA (Obligations Convertibles en Actions). Il réussirait à « boucler » son tour de table ainsi :

Holding Armand et associés			
ACTIF	2011	PASSIF	2011
Biens stables		Financements stables	
Titres de la société cible	1 800 000	Capital	501 000
		Capitaux propres	501 000
		Obligations Convertibles en Actions	400 000
		Emprunt bancaire traditionnel	900 000
	1 800 000		1 801 000

Répartition du capital				
	Nombre de titres	Répartition du capital	Valeur nominale	Capital en €
Armand	25 100	50,10%	10	251 000
Bernard	12 500	24,95%	10	125 000
Claude	12 500	24,95%	10	125 000
	50 100	100,00%		501 000

Répartition des obligations			
	Nombre de titres	Valeur nominale	en €
Banque A	20 000	10	200 000
Invest SA	10 000	10	100 000
Bernard	5 000	10	50 000
François	5 000	10	50 000
	40 000		400 000

Une obligation est une valeur mobilière constituant un titre de créance représentatif d'un emprunt.

Une obligation convertible est une obligation à laquelle est attachée un droit de conversion offrant à son porteur (l'Obligataire) le droit d'échanger l'obligation en action d'une société (selon une parité de conversion préfixée) ou le droit de se faire rembourser son obligation, dans une période future prédéterminée (donc à tout moment ou au terme selon les contrats).

Autrement dit et en pratique, un emprunt obligataire souscrit par une société est remboursé aux Obligataires à échéance convenue, à moins que ces derniers ne préfèrent transformer leurs obligations en actions, et de participer ainsi au capital de la société. Les créanciers Obligataires retiennent naturellement cette dernière solution quand la société « a tenu ses promesses » en termes de développement et de rentabilité, les autorisant ainsi, en cas de revente de leurs actions, à réaliser une belle plus-value.

Si les Obligataires décident de se faire rembourser purement et simplement leurs obligations, ils auront été rémunérés au travers un taux d'intérêt versé annuellement par la société sur leur créance et par la prime de non conversion (**la prime de non conversion** est versée au porteur d'une obligation convertible qui opte, à l'échéance de celle-ci, pour le remboursement en numéraire de son obligation et non pour sa conversion en actions).

Les intérêts payés par l'émetteur sont (en principe !) plus faibles lorsqu'il s'agit d'obligations convertibles que lorsqu'il s'agit d'obligations non convertibles. La différence de coût correspond en quelque sorte à la valeur qui est attribuée au droit de conversion. En pratique, en fonction du degré de risque, le taux d'intérêt peut être bien supérieur à un financement traditionnel.

Le recours aux financements par obligations n'est pas réservé uniquement aux très grandes entreprises (ou aux Etats). L'obligation convertible intéresse aussi les PME. La levée de fonds est simplement adaptée et le projet plus confidentiel, sans appel public à l'épargne.

Au plan opérationnel la mise en œuvre de ce mode de financement est assez lourde. Il attire plutôt des Obligataires intéressés par un projet d'entreprise leur apparaissant novateur. L'Obligataire peut être un établissement de crédit ou, tout simplement, une personne physique. Souvent ils participent déjà au capital de la société (le cas de

SARL Adequa

ZA Le Pacage – Chemin du Berger – 62223 Sainte Catherine les Arras

Tel : 03.21.07.12.00 – Fax : 03.21.07.12.07

Olivier Delétoille – Laurent Cassel - Amaury Tierny

www.adequa.fr

Bernard dans l'exemple qui a une « double casquette » en étant Actionnaire à 24.95% et Obligataire en même temps).

Au plan juridique le processus est très formel, les actionnaires étant préalablement informés (via les instances dirigeantes de la société et les Commissaires aux comptes) de la situation théorique de l'actionariat futur avant et après réalisation de l'augmentation de capital du fait de la conversion des obligations en actions. L'ingénierie financière prendra des détours formalisés dans les contrats d'emprunts obligataires, afin que ceux-ci s'adaptent à la multiplicité des situations rencontrées.

En 2017, le terme de l'emprunt obligataire dans la société holding « Armand et associés » arrive à échéance. La structure du haut de bilan est la suivante avant conversion des obligations convertibles en actions :

Holding Armand et associés (avant conversion des obligations en actions)			
ACTIF	2017	PASSIF	2017
Biens stables		Financements stables	
Titres de la société cible	1 800 000	Capital	501 000
		Réserves et résultats accumulés	900 000
		Capitaux propres	1 401 000
		Obligations Convertibles en Actions	400 000
		Prime de non conversion (provision)	72 000
		Emprunt bancaire traditionnel	100 000
	1 800 000		1 973 000

Répartition du capital				
	Nombre de titres	Répartition du capital	Valeur nominale	Capital en €
Armand	25 100	50,10%	10	251 000
Bernard	12 500	24,95%	10	125 000
Claude	12 500	24,95%	10	125 000
	50 100	100,00%		501 000

Répartition des Obligations			
	Nombre de titres	Valeur nominale	en €
Banque A	20 000	10	200 000
Invest SA	10 000	10	100 000
Bernard	5 000	10	50 000
François	5 000	10	50 000
	40 000		400 000

Si les Obligataires souhaitent se faire rembourser, la société devra chercher un nouveau financement de 472 000 €, correspondant à l'emprunt obligataire de 400 000 € augmenté de 72 000 € de prime de non conversion (400 000 € X 3% l'an X 6 ans, si la prime de non conversion est de 3% selon le contrat). Il est entendu que certains Obligataires peuvent choisir de convertir en actions et d'autres de se faire rembourser leurs créances.

Si les Obligataires décident de convertir, sachant que la parité de conversion définit dans le contrat d'emprunt obligataire est de une action pour deux obligations, la présentation du « haut de bilan » sera la suivante :

Holding Armand et associés (après conversion des obligations en actions avec une parité de 2 obligations pour une action)			
ACTIF	2017	PASSIF	2017
Biens stables		Financements stables	
Titres de la société cible	1 800 000	Capital	701 000
		Réserves et résultats accumulés	972 000
		Réserves prime de conversion des OC en actions	200 000
		Capitaux propres	1 873 000
		Emprunt bancaire traditionnel	100 000
	1 800 000		1 973 000

Répartition du capital				
	Nombre de titres	Répartition du capital	Valeur nominale	Capital en €
Armand	25 100	35,81%	10	251 000
Bernard	15 000	21,40%	10	150 000
Claude	12 500	17,83%	10	125 000
Banque A	10 000	14,27%	10	100 000
Invest SA	5 000	7,13%	10	50 000
François	2 500	3,57%	10	25 000
	70 100	100,00%		701 000

Ici Armand perd en indépendance, puisque d'une situation d'actionnaire majoritaire, sa détention au capital est ramenée à 36%. En contrepartie les capitaux propres de la société sont plus confortables et la société n'a pas à résoudre le problème du remboursement des obligations, n'ayant d'ailleurs pas forcément toujours la trésorerie pour le faire.

Si la parité de conversion définie dans le contrat d'emprunt obligataire avait été de une action pour trois obligations, la présentation du « haut de bilan » serait la suivante, et Armand conserverait 40% du capital de la société :

Holding Armand et associés (après conversion des obligations en actions avec une parité de 3 obligations pour une action)

ACTIF	2017	PASSIF	2017	Répartition du capital				
				Nombre de titres	Répartition du capital	Valeur nominale	Capital en €	
Biens stables		Financements stables		Armand	25 100	39,57%	10	251 000
Titre de la société cible	1 800 000	Capital	634 340	Bernard	14 167	22,33%	10	141 670
		Réserves et résultats accumulés	972 000	Claude	12 500	19,71%	10	125 000
		Réserves prime de conversion des OC en actions	266 660	Banque A	6 667	10,51%	10	66 670
		Capitaux propres	1 873 000	Invest SA	3 333	5,25%	10	33 330
		Emprunt bancaire traditionnel	100 000	François	1 667	2,63%	10	16 670
	1 800 000		1 973 000		63 434	100,00%		634 340

Obligations convertibles en actions : Avantages et inconvénients pour l'entrepreneur

- L'émission d'obligations convertibles représente l'opportunité de lever des fonds importants autorisant tout simplement l'accès pour un entrepreneur à une société fortement valorisée. Sinon, il ne le pourrait pas !
- Le revers de la médaille, à terme, est à la fois financier et juridique :
 - Soit l'Obligataire décide de se faire rembourser son prêt, et dans ce cas les intérêts versés augmentés de la prime de non conversion représentent un coût financier nettement plus élevé qu'un emprunt classique. Néanmoins, il convient de considérer que les Obligataires ne sont pas des partenaires traditionnels. Ils prennent un risque financier élevé et sont patients... et « ça se paye » !
A noter par ailleurs que la société n'a pas toujours les moyens financiers de réaliser le remboursement des obligations au terme prévu, et une solution de refinancement devra être trouvée.
 - Soit que l'Obligataire choisisse de convertir ses obligations en actions et dans ce cas, tout d'abord, l'entrepreneur aura le sentiment (pas forcément justifié) d'être « squeezé » de la réalisation d'une partie de la plus-value sur les actions de la société et, ensuite corrélativement, il constatera une dilution de sa participation dans le capital (il faudra prendre en compte ce point dans le *contrat d'emprunt obligataire* pour ne pas léser les actionnaires d'origine). Néanmoins, la vocation des Obligataires n'est pas de prendre le contrôle d'une société, mais bien plutôt de réaliser une opération financière intéressante à la mesure des risques qu'ils ont pris. Aussi, un montage financier « chapeau » est-il souvent mis en place pour permettre à l'entrepreneur de racheter des actions et d'accéder à la pleine propriété de la société par la suite.

Conseils aux repreneurs

Fort de ces précisions, l'entrepreneur ayant recours à des OCA veillera à ses intérêts légitimes, au risque de « se faire manger tout cru », en portant une attention toute particulière :

- Au taux d'intérêt pratiqué et versé annuellement sur l'emprunt obligataire ;

SARL Adequa

ZA Le Pacage – Chemin du Berger – 62223 Sainte Catherine les Arras

Tel : 03.21.07.12.00 – Fax : 03.21.07.12.07

Olivier Delétoille – Laurent Cassel - Amaury Tierny

www.adequa.fr

- Au montant de la prime de non conversion ;
- A la parité d'échange à terme, lorsque les Obligataires auront le choix, soit de se faire rembourser, soit de « remonter » leur créance au capital de la société ;
- Aux apports non financiers de ses partenaires (conseils, expertise et carnet d'adresses), à leurs intentions véritables à long terme, aux modalités de leurs sorties et préalablement si telle est véritablement leur intention.

En pratique, compte tenu des aspects techniques (notamment en ce qui concerne la question essentielle de la parité d'échange des obligations en actions convenue longtemps à l'avance) et des aspects psychologiques, le repreneur (qui « joue » ses deniers, son travail et son avenir professionnel) n'est pas toujours dans la capacité d'analyser et de négocier les conditions du contrat. Il doit confier cette tâche à son conseil et/ou expert-comptable indépendamment des futurs Obligataires.