

section 4 L'estimation des frais d'émission e et du taux de rendement requis par le marché k,

§1 Les frais d'émission associés à une augmentation de capital en numéraire : l'estimation de e

Ces commissions bancaires ont beaucoup évolué au cours des dernières années, en raison d'une part de la simplification des procédures d'émission et surtout depuis l'abandon du barème standard bancaire et la systématisation de la négociation des commissions

** les frais d'émission d'une augmentation de capital en numéraire au début des années quatre-vingt*

Les commissions bancaires constituaient l'élément le plus important de ces frais d'émission : il s'agissait des commissions de garantie (2.50% du prix d'émission), de guichet (2,30 % du prix d'émission selon le niveau de celui-ci)¹ et de centralisation (1/4 de la commission de guichet).

A ces diverses commissions il convenait d'ajouter un droit d'apport égal à 1% du montant de l'émission et les divers frais d'impression des titres et frais de publicité.

A cette époque, dans le cadre des travaux de préparation du Vème Plan, la commission CAPLAIN avait estimé le total de ces frais d'émission à un chiffre compris entre 8% et 12% du montant des capitaux recueillis. Les colonnes 1 et 2 du tableau ci-après présentent la décomposition des coûts telle qu'elle apparaissait à l'époque pour les deux hypothèses de base (émissions de 1 million et 100 millions de francs) retenues alors par les membres de la commission Caplain.

¹ ces deux limites, le taux à savoir 2.30 % pour un nominal supérieur à 200 Francs, et 3.00% pour un nominal inférieur à 60 Francs. Pour les titres de nominal compris entre ces 2 limites était applicable le tarif suivant: les 60 premiers francs au taux de 3 %, et le complément à 200 Francs au taux de 2% : ainsi le pourcentage de la commission de guichet :

associée à un titre de nominal 100 F était: $(60 \text{ F} \times 0.03) + (40 \times 0.02) = 0,026$

associée a un titre de nominal 150 F était: $(60 \text{ F} \times 0.03) + (90 \times 0,02) = 0,024$

associé à un titre de nominal 200 F était : $(60 \text{ F} \times 0.03) + (140 \times 0,02) = 0,023$

Tableau 10 Frais d'émission théoriques associés à une augmentation de capital en numéraire

| | hypothèse 1 | hypothèse 2 | hypothèse 3 |
|--|--------------|-------------|--------------------------|
| °Montant des capitaux recueillis (capital nominal + prime d'émission éventuelle) | 1 000 000 | 100 000 000 | 100 000 000 |
| ° Nombre supposé d'actions à émettre au nominal de 100 francs | 10 000 | 1 000 000 | 769 200 |
| FRAIS FIXES | | | |
| ° Publications légales (Balo, Journaux d'annonces légales...) | 6 000 | 6 000 | 6 000 |
| ° Frais de tenue d'assemblée et dépôts légaux | 10 000 | 60 000 | - |
| FRAIS PROPORTIONNELS | | | |
| ° <u>Droit d'apport de:1% sur le montant de l'augmentation de capital(prime d'émission incluse)</u> | 10 000 | 1 000 000 | - ⁽²⁾ |
| ° <u>Honoraires du notaire:</u> | 3 475 | 25 050 | - ⁽¹⁾ |
| ° <u>Impression des titres:</u> <u>coût variant entre 0.70F et 1.30F par titre en fonction de la qualité de l'impression (typographie ou taille douce)et de la quantité de titres à imprimer (coupures multiples éventuelles)</u> | 6 000 | 200 000 | - ⁽³⁾ |
| ° <u>Impression de la documentation</u> | 10 000 | 100 000 | 100 000 |
| - <u>Note d'information</u> | 1 000 | 25 000 | - ⁽¹⁾ |
| - <u>Bulletin de souscription</u> | | | |
| ° <u>Budget de publicité</u> <u>de 0.50% à 1.00% du montant de l'émission (en fonction de la taille de celle-ci)</u> | 10 000 | 500 000 | 500 000 |
| ° <u>Frais divers (droit de timbre sur bulletin de souscription...)</u> | 1 000 | 150 000 | - ⁽¹⁾ |
| ° <u>Commissions bancaires</u> | 25 000 | 2 500 000 | |
| - <u>commission de garantie (2.50% du prix d'émission)</u> | 26 000 | 2 600 000 | 3 060 000 ⁽⁴⁾ |
| - <u>commission de guichet ,variable suivant le prix d'émission: 2.60% pour un titre émis à 100 francs</u> | 6500 | 650 000 | |
| - <u>commission de chef de file (1/4 de la commission de guichet)</u> | | | |
| Coût total hors taxe de l'émission | 11.5% | 7.8% | 3.7% |

(1) supprimé par une loi du 3 Janvier 1983

adapté du rapport CAPLAIN

(2) supprimé par une loi de mai 1985

supprimé depuis la loi de dématérialisation des titres (3.11.1984)

calculées sur la base des taux effectivement observés en 1978-1980 (source COB)

Les pourcentages indiqués à ces deux premières colonnes du tableau nous paraissent être cependant beaucoup plus représentatifs de taux maxima que pouvait à l'époque supporter une société lors d'une augmentation de capital en numéraire que de taux effectifs ; plusieurs facteurs non pris en considération dans le calcul précédent jouaient en effet dans le sens d'une baisse du pourcentage des frais d'émission par rapport au montant des capitaux recueillis.

- Tout d'abord l'urgence d'émettre une augmentation de capital en numéraire n'est jamais telle que s'impose d'emblée l'obligation de convoquer une assemblée générale extraordinaire à *une date distincte* de la date prévue pour la prochaine assemblée générale ordinaire. Le plus souvent on

tiendra successivement le même jour les deux assemblées générales: en conséquence ne devrait être imputée à l'augmentation de capital en numéraire que le coût marginal induit par cette dernière, c'est-à-dire en fin de compte un montant relativement limité, voire négligeable. C'est l'hypothèse retenue dans la colonne 3 du tableau ci-contre.,

- ensuite à ce premier facteur de réduction du coût effectif d'une augmentation de capital, il faut ajouter le fait qu'il était supposé dans le calcul précédent que le prix de souscription de l'action nouvelle avait été fixé au niveau du nominal du titre. Or, il était habituel à l'époque pour une société, comme nous l'avons précisé plus haut, d'émettre à un prix de souscription très supérieur à ce nominal et de réduire en conséquence le nombre d'actions à émettre et les frais variables associés à cette émission: tel est le cas retenu à la colonne 3 du tableau ci-contre concernant une société qui aurait recueilli 100 millions de francs en émettant à 130 Francs des actions dont le nominal était de 100 francs ; par ailleurs il était fréquent qu'une société émettrice ait la possibilité de limiter son impression de titres à 50% voire 25% du nombre supposé d'actions nouvelles à émettre en raison de la possibilité d'émission de coupures multiples et du pourcentage modeste des titres au porteurs observé habituellement lors de ces souscriptions.

- enfin, il convenait de réviser en baisse le montant des commissions bancaires : dans le calcul précédent de la commission Caplain les commissions bancaires avaient été calculées sur la base de la totalité du capital appelé ; or beaucoup de raisons pouvaient justifier une réduction de ces commissions :

° ainsi le fait que lorsqu'il y avait une augmentation de capital en numéraire c'était à l'initiative d'un groupe d'actionnaires, les actionnaires "contrôlares" qui d'ores et déjà avaient l'intention de suivre l'augmentation de capital : il était dès lors peu vraisemblable dans ces conditions que soit prélevée par la banque une commission de garantie sur cette part de l'émission qui était déjà placée. Cette commission ne concernait donc potentiellement que le flottant de l'émission ou même une partie seulement de ce flottant.

° La banque elle-même pouvait dans quelques cas ne pas désirer assurer la garantie : tel était le cas lorsque la fixation du prix d'émission à un niveau jugé trop élevé pour elle conduisait à un montant très faible voire inexistant du droit de souscription, situation aggravant par là les chances d'insuccès de l'émission.

° Pour des raisons inverses, lorsque la banque au contraire avait imposé à une entreprise un prix d'émission du titre trop bas, niveau auquel le risque d'insuccès de l'émission apparaîtrait totalement écarté, c'est l'entreprise elle-même qui pouvait renoncer à demander pour cette émission la garantie bancaire.

. ainsi un sondage effectué par les services de la Commission des Opérations de Bourse auprès de 17 sociétés ayant lancé courant 1973 de telles augmentations aboutissait déjà aux résultats précisés dans le tableau 11

TABLEAU 11

| % des commissions bancaires hors taxes lors d'augmentations de capital en numéraire | Effectifs |
|---|-----------|
| 5% < % < 7% | 2 |
| 3% < % < 5% | 1 |
| 1% < % < 3% | 12 |
| % < 1% | 2 |
| moyenne générale :2.63% du montant émis ² | 17 |

Ces chiffres laissent déjà clairement entendre qu'un nombre important de ces sociétés, ou bien n'avaient pas eu à supporter de commission de garantie, et pour partie d'entre elles avaient bénéficié

² au lieu des 5.75 % auxquels aurait conduit l'application des conditions standards au montant total émis

de conditions particulières en matière de commission de guichet et de centralisation, ou bien avaient pu faire exempter du champ d'application de ces commissions une part essentielle du montant émis par elles.

Pour toutes ces raisons les chiffres divulgués par la Commission Caplain nous paraissent très exagérés par rapport aux conditions réelles dans lesquelles s'effectuaient les augmentations de capital au début des années quatre-vingt

De même une nouvelle enquête effectuée à cette époque par la COB³, à partir de 70 opérations, nous fournit d'ailleurs des renseignements intéressants: des 70 opérations étudiées, 41 seulement avaient donné lieu au versement d'une commission de garantie⁴ les 29 autres ayant été émises sans garantie bancaire, le pourcentage moyen des commissions bancaires apparaissant pour les premières de 3.06 % du montant émis, contre 0.94 % pour les secondes.

Ce sont les chiffres correspondant à une société qui bénéficierait de la garantie bancaire qui ont été retenus pour le calcul des commissions bancaires dans la colonne 3 du tableau 10.

Quoi qu'il en soit ces chiffres sont aujourd'hui dépassés, en raison d'une part d'un certain nombre de réformes des conditions d'émission et d'autre part de l'habitude qu'ont prise les dirigeants financiers de sociétés de négocier les conditions bancaires.

** l'évolution récente des frais d'émission des augmentations de capital en numéraire*

- une simplification des conditions d'émission

. en premier lieu une loi du 3 Janvier 1983 a simplifié le processus administratif de souscription des titres : celle-ci peut désormais s'effectuer sur papier libre sans nécessité pour l'entreprise de faire imprimer des bulletins de souscription ad hoc, échappant par ailleurs au prélèvement du droit de timbre qui lui était jusque-là rattaché. Parallèlement l'obligation de faire appel à un notaire pour l'opération n'est plus obligatoire, permettant à l'entreprise de faire l'économie des frais de notaire

. en second lieu la dématérialisation des valeurs mobilières en Novembre 1984 a rendu caduque l'obligation d'impression des titres⁵.

. en troisième lieu par une loi de mai 1985 (loi DDOEF) a été supprimé le droit d'apport de 1% qui pesait sur les appels de fonds.

- une habitude systématique des entreprises de négocier les conditions d'émission

Les grosses sociétés lançant des augmentations de capital en numéraire peuvent être effectivement en position d'obtenir des concessions des banques en matière de commissions, générant des écarts parfois considérables entre le taux standard des commissions pris en considération par la commission Caplain et le taux des commissions effectivement versées par les sociétés procédant à une augmentation de capital en numéraire: d'une nouvelle enquête de la COB

³ COB. Les frais d'émission de titres par appel public à l'épargne - Bulletin Mensuel de la COB - Déc. 1981, pp. 4-13

⁴ avec un poids de la commission de garantie de l'ordre de 1.57% du montant émis traduisant donc en moyenne une exonération de fait de près de 40 % du volume de l'émission

⁵ La circulation des titres s'effectuant désormais, depuis le 3 novembre 1984 exclusivement sous forme de virements de compte à compte, c'est-à-dire par de simples jeux d'écritures comptables, l'impression effective des titres n'est plus nécessaire.

effectuée en 1986 il résulterait que ces pourcentages à cette date étaient respectivement devenus de 2.97% et 1.79% ⁶.

Il s'agit là certes d'estimations ponctuelles que l'on ne saurait généraliser, le pourcentage des frais d'émission associés à une augmentation de capital en numéraire pouvant varier sensiblement d'une opération à l'autre. En portent témoignage les éléments du tableau 12 ci-dessous tirés des résultats de l'enquête de la COB à laquelle nous nous référons plus haut.

TABLEAU 12 Les frais d'émission associés aux augmentations de capital en numéraire(enquête COB 1978-1980 :70 opérations)

| | 41 opérations avec commission de garantie | 29 opérations sans commission de garantie |
|---|---|---|
| A- Frais non bancaires | 1.80% | 1.65% |
| <u>Frais fixes</u> | | |
| . Publications légales (Balo, Journaux d'annonces légales) | ε | ε |
| . Frais de tenue d'assemblée | - | - |
| <u>Frais proportionnels</u> | | |
| . Droit d'enregistrement | 1.00% | 1.00% |
| . frais divers (honoraires ⁷) | 0.15% | 0.15% |
| . Impression de titres | 0.12% | 0.12% |
| . Impression de la documentation | 0.12% | 0.12% |
| . Publicité financière | 0.41% | 0.30% |
| B- Frais bancaires | | |
| commissions bancaires | 3.06% | 0.94% |
| dont de garantie | 1.57% | - |
| dont autres commissions | 1.49% | 0.94% |
| total frais d'émission(%) | 4.86% | 2.59% |
| Dispersion des frais d'émission (%) | 1.3% < fe < 12.2% pour 100% des émissions 3.0 % < fe < 8.0% pour 88% des émissions | 1.4% < fe < 10.6% pour 100% des émissions 1.0% < fe < 4% pour 83% des émissions |

Si l'on prend en considération l'ensemble des opérations étudiées, il apparaît que le *pourcentage total des frais d'émission* évoluait selon les sociétés de 1.3% à 12.2% du montant émis pour celles d'entre elles bénéficiant de la garantie bancaire, et de 1.4 % à 10.6 % pour celles émettant sans garantie bancaire⁸.

⁶ source COB :chiffres cités par E.Ginglinger Le Financement des Entreprises par les Marchés de capitaux, Paris: Presses universitaires de France, 1991p.201

⁷ honoraires du Notaire, des Commissaires aux comptes et Conseils Juridiques, frais de réceptions et autres frais.

⁸ le facteur "garantie bancaire" joue ici, on le voit, un rôle essentiel dans le niveau des frais d'émission ; il est d'autres facteurs toutefois que l'on ne saurait éluder. Parmi ces derniers notons la taille de l'émission et la taille de la société, facteurs qui ont été identifiés, tant dans l'enquête de la COB que dans maintes études étrangères (citons en particulier celle de S.H. ARCHER et L.G. FAERBER "Firm Size and the Cost of Equity Capital" JOURNAL OF FINANCE, March 1966, pp. 69-83), comme les principaux facteurs explicatifs du niveau des frais d'émission lors d'augmentations de capital en numéraire

Si l'on souhaite éliminer les extrêmes, ceux-ci pouvant être associés à des cas trop particuliers, on peut se référer à l'intervalle de variation suivant, 3 à 8% (ou 1.7 à 6.7% si l'on élimine le droit d'apport, les frais de notaire et les frais d'impression des titres) pour les augmentations de capital avec garantie bancaire, de 1 à 4% (0.5% à 2.7%) si l'on exclut les mêmes droit d'apport, frais de notaire et d'impression des titres) pour les augmentations de capital sans garantie bancaire, concernant dans chaque cas plus de 80 % des opérations concernées.

Ce sont ces chiffres que les dirigeants financiers se devront d'avoir à l'esprit lorsqu' ils se préoccuperont d'estimer le coût d'opportunité de leurs fonds propres, c'est-à-dire le taux de rentabilité minimal à exiger du réemploi de leurs fonds propres issus d'une augmentation de capital en numéraire.