Rubrique

CONTENTIEUX des SOCIÉTÉS COTÉES et des OFFRES PUBLIQUES

OCABSA : regards croisés d'un financier et d'un juriste

Avec la participation de....



Quentin Bertrand
Avocat à la Cour, Visconti Associés



Pascal Quiry
Professeur de finance, HEC Paris
Titulaire de la chaire BNP Paribas
Co-auteur du Vernimmen (Dalloz, Wiley)
Investisseur en actions cotées et non cotées

Les financements dilutifs, qui illustrent le phénomène croissant du *shadow banking*[1] et représentent une source de financement importante[2] pour les petites entreprises cotées, font l'objet d'une vive critique depuis de nombreuses années.

Ces financements prennent le plus souvent la forme de valeurs mobilières composées dont la plus décriée est l'Ocabsa (obligation convertible en actions avec bons de souscription d'actions), qui représente une large part des montants annoncés[3].

La Commission des opérations de bourse s'était prononcée sur les financements dilutifs dès 2001 et l'Autorité des marchés financiers – saisie de très nombreuses réclamations de particuliers[4] – s'est largement mobilisée en publiant plusieurs communiqués de presse afin d'alerter sur les risques de ce type de financement, en réalisant une étude *ad hoc*, en mettant à jour sa doctrine et en engageant des poursuites devant la Commission des sanctions dans plusieurs affaires.

Plusieurs actions pénales semblent également en cours[5] et, très récemment, à la suite d'un arrêt remarqué de la Chambre commerciale de la Cour de cassation[6], le législateur s'est également emparé de la question. En parallèle des travaux de la « *commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs* », créée en décembre 2025[7] et ayant abouti en juin 2026 à la publication d'un rapport dénonçant le financement par « *un fonds véreux* » au travers des « *Ocabsa : un dispositif ravageur à contrôler davantage* »[8], une « *proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours* » a été déposée le 12 mai 2026 et vise explicitement les Ocabsa[9].

La presse financière s'en félicite : « *une proposition de loi pourrait mettre fin aux abus liés aux Ocabsa, ces instruments financiers accusés de ruiner les actionnaires et de fragiliser les petites sociétés cotées. L'AMF, jusqu'ici impuissante, pourrait enfin encadrer ces pratiques* »[10].

Une telle effervescence, assez inhabituelle en droit financier, conduit à s'interroger sur les Ocabsa, sur leurs effets contestés et sur la nécessité de légiférer.

Les deux contributions qui suivent y répondent avec deux visions complémentaires, celle du juriste puis celle du financier.

1 Désormais qualifié d'« *intermédiation financière non bancaire* », étant précisé que ce secteur représente plus de la moitié des actifs financiers mondiaux (v. Eurosystem, *Strengthening the macroprudential lens in the regulation of non-bank financial intermediation*, mai 2026).

2 L'étude récemment réalisée par le Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) relève que, sur la dizaine d'années concernées par l'étude (non exhaustive), ces financements ont été utilisés par 100 sociétés (pour 217 opérations) et ont représenté un montant total annoncé (et non effectivement tiré) de 3,6 milliards d'euros (HCJP, Avis en réponse à la saisine du Parquet général de la Cour de cassation sur les financements *equity* alternatifs, 24 avril 2025, p. 9).

3 L'avis susvisé du HCJP relève que les OCABSA représentent 43 % des montants annoncés (p. 10).

4 AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, octobre 2022, le régulateur indique qu'il « *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 particuliers* ».

5 Le rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi n° 2789 (Assemblée nationale, rapport n° 2938, par M. G. Verny, 17 juin 2026, p. 8 (le « Rapport sur la Proposition de loi ») indique que le Parquet de Lyon a ouvert une enquête préliminaire et qu'un signalement aurait été transmis au Parquet National Financier.

6 Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492 (n° 390 FS-B).

7 La commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a été créée le 16 décembre 2025, sur le fondement de l'article 141, alinéa 2, du Règlement de l'Assemblée nationale, à l'initiative du groupe La France insoumise – Nouveau Front Populaire (LFI-NFP) exerçant son « droit de tirage ».

8 Assemblée nationale, rapport n° 2903 fait au nom de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, 9 juin 2026, p. 110 et 112 (le « Rapport de la commission d'enquête »).

9 Proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours, n° 2789, déposée le 12 mai 2026 par MM. Gérault Verny et Éric Ciotti ainsi que les membres du groupe Union des droites pour la République (la « Proposition de loi »).

10 *Les Echos*, « *Protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours* » *: Ocabsa, la fin de l'impunité ?*, 3 juin 2026.

Une décote qui n'a pas la cote : le législateur face aux Ocabsa

Par Quentin Bertrand

Les spécificités des Ocabsa émises par les petites sociétés cotées. Les Ocabsa sont des valeurs mobilières composées qui résultent d'un principe général de libre émission[1] qui laisse par définition une large place à la liberté contractuelle.

Au-delà du fonctionnement général de ces valeurs mobilières qui associent deux titres financiers dilutifs (une obligation convertible en actions et un bon de souscription d'actions), il est donc impossible d'en définir des caractéristiques figées que l'on retrouverait dans chaque émission.

La défiance à l'encontre de ces titres s'explique en réalité par l'usage particulier qui en est fait par certains financeurs auprès de petites sociétés cotées, ce qui explique pourquoi l'AMF a alerté sur « *les dispositions contractuelles spécifiques de certaines de ces émissions* »[2].

Elles représentent tout d'abord un coût élevé pour l'émetteur qui doit supporter diverses commissions versées au financeur, pour des montants parfois très conséquents[3].

Si un tel coût peut en théorie s'expliquer par le risque supporté par le financeur, les stipulations des Ocabsa émises excluent en réalité toute prise de risque par ce dernier[4].

En effet, à la différence des obligations convertibles classiques émises avec une prime de conversion par rapport au cours au moment de leur émission[5], les Ocabsa critiquées sont émises avec un prix de conversion qui présente une décote par rapport au cours de bourse au moment de la conversion[6].

Cette double particularité (décote et non prime, calculée par rapport au cours de bourse lors de la conversion et non lors de l'émission) entraîne plusieurs conséquences majeures :

- alors qu'un investisseur classique n'a intérêt à convertir ses obligations convertibles que si le cours s'est suffisamment apprécié depuis sa souscription, le financeur souscrivant des Ocabsa aura systématiquement intérêt à convertir ses obligations en actions afin de bénéficier de la décote de conversion et de réaliser une rapide plus-value en cédant les actions obtenues ;

- l'important flux vendeur créé par le financeur qui cède rapidement sur le marché les actions obtenues au titre de la conversion entraîne une baisse du cours[7]. Bien que la doctrine de l'AMF impose aux financeurs de « *veiller à ce que la ou les cessions qu'il effectue ne perturbent pas le bon fonctionnement du marché* »[8], ces derniers cèdent en général les actions obtenues très rapidement afin de ne pas conserver d'exposition économique aux émetteurs ;

- le prix de conversion des tirages ultérieurs, calculé sur la base du cours déjà diminué par l'effet des cessions réalisées par le financeur au titre des précédents tirages, est en outre diminué d'une décote.

Les tirages successifs entraînent donc des émissions et cessions corrélatives d'actions sur le marché de plus en plus importantes, et cet effet est susceptible d'être encore aggravé par l'exercice des bons de souscription d'actions attachés aux obligations convertibles.

Cette « *spirale de la mort* » – selon la dénomination retenue outre-Atlantique de *death spiral convertibles*[9] – entraîne une baisse du cours parfois spectaculaire.

Les financements souscrits par les sociétés Europlasma et Auplata constituent des exemples frappants puisque leurs cours ont diminué de près de 99,9 % au cours des programmes de financement[10]. Ces chutes du cours peuvent par ailleurs être fulgurantes, à l'image du financement de la société belge Pharmasimple qui a conduit à faire chuter le cours de 8 euros à environ 0,29 euro en près de trois mois[11].

L'action de l'AMF : assurer une pleine information du marché. Jusqu'à récemment, c'est le régulateur boursier qui a dû faire face, seul, aux nombreuses critiques soulevées par les Ocabsa.

Le secrétaire général de l'AMF a récemment résumé l'intervention de son autorité dans le cadre d'une audition parlementaire : « *C'est plutôt un sujet d'information financière […] On identifie aisément les risques associés à une telle opé-*

1 Art. L. 228-36-A C. com.

2 AMF, communiqué, 20 juill. 2020, « *L'AMF alerte les émetteurs et les investisseurs sur les risques associés au financement par OCABSA et autres formes d'equity lines particulières* ».

3 Dans l'affaire Auplata, la Commission des sanctions de l'AMF a relevé que « *ce financement pouvait se traduire par un financement total de 32,5 Meuros (29,3 Meuros nets de frais)* », les frais supportés représentant donc près de 10 % du montant brut du financement (AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11).

4 « *le souscripteur d'Ocabsa est classiquement immunisé contre le risque de marché* » (Rapport sur la Proposition de loi, p. 25) ; ou encore le souscripteur « *transfère l'intégralité du risque de défaillance de l'émetteur au marché* » (AMF, La modalité de financement par OCABSA, 20 juillet 2020).

5 À titre illustratif, lors de la récente émission d'OCEANEs par Accor : « *La prime de conversion/échange est fixée à 37,5 % par rapport au cours de référence de l'action de la Société, soit 46,4035 euros, étant le cours moyen pondéré par les volumes (VWAP) de l'action Accor constaté sur Euronext Paris entre l'ouverture et la clôture de ce jour* » (Accor, communiqué de presse, 2 sept. 2026).

6 En pratique souvent le VWAP le plus bas de la période précédant la conversion.

7 L'exposé des motifs de la Proposition de loi indique que « *c'est précisément cette mécanique [la revente des actions obtenues par conversion des obligations] qui soulève une difficulté majeure. Car la revente rapide des actions issues de la conversion induit une baisse sur le cours de bourse* ».

8 AMF, position-recommandation DOC-2020-06, § 4.1.3, p. 97.

9 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *Death spiral convertibles*, *Journal of Financial Economics*, 2004, vol. 71, p. 381-415.

10 Rapport sur la Proposition de loi, p. 7.

11 Rapport sur la Proposition de loi, p. 8.

ration […] Si le financement est accompagné d'une mise en garde adéquate sur son caractère très dilutif et sur le risque que courent les investisseurs de perdre beaucoup d'argent, la pratique est parfaitement légale et respecte la réglementation. […] s'agissant des Ocabsa, le mécanisme n'est pas interdit par la loi et, si l'information est bien faite, il n'y a aucun motif d'intervention de notre part »[12].

Afin de remplir ses missions de protection de l'épargne et d'information des investisseurs, l'AMF n'a en effet pas ménagé ses efforts pour assurer la qualité et l'exhaustivité de l'information délivrée dans le cadre de ces financements.

Elle a tout d'abord alerté les émetteurs, mandataires sociaux et investisseurs sur les risques liés à ce type de financement, en publiant pas moins de quatre communiqués successifs (20 juillet 2020, 15 novembre 2021, 22 mars 2022 et 14 février 2023) et une étude *ad hoc* du 13 octobre 2022 sur les financements dilutifs de type Ocabsa ou *equity lines*. Ces différentes communications aux termes dépourvus d'équivoque ont pleinement alerté le marché sur les « *risques très significatifs* » de ces financements, l'étude susvisée mettant notamment en exergue le constat peu flatteur – désormais largement repris – que « *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 2021 […] Pour ces 57 sociétés, le cours de bourse a chuté en moyenne de 72 %* ».

L'AMF a également recommandé de bonnes pratiques en la matière, d'abord au travers d'une position-recommandation dédiée applicable jusqu'au 17 juin 2020[13] puis dans le guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers[14].

Cette doctrine a notamment été renforcée lors du communiqué du 14 février 2023 où le régulateur a proposé un communiqué type à publier par les émetteurs au moment de la conclusion du contrat d'émission des Ocabsa et également un encart type sur les risques à faire figurer en tête de leur communication. Ces recommandations ont été accompagnées d'un avertissement de l'AMF indiquant qu'elle pourrait être amenée « *à publier un communiqué nominatif informant [les investisseurs] […] des risques de telles opérations si l'émetteur qui les réalise soit a omis, en tête de ses communiqués, de reproduire cet avertissement ou d'en reprendre intégralement la substance, soit n'a pas porté à la connaissance du marché l'ensemble des informations figurant dans le communiqué type* ».

L'autorité boursière n'a, à notre connaissance, pas eu à utiliser ce dispositif original de *name and shame* mais il témoigne de la ferme intention du régulateur d'obtenir une information transparente concernant les Ocabsa.

Avant l'AMF, la COB avait adopté dès 2001 une approche similaire en alertant le marché et en formulant des recommandations concernant les *equity lines*[15].

La Commission des sanctions de l'AMF a également été amenée à sanctionner[16] l'insuffisance des informations communiquées[17] dans le cadre de financements dilutifs, sur le fondement de plusieurs abus de marché : diffusion d'informations fausses ou trompeuses et manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses ou par fixation du cours à un niveau artificiel ou anormal.

Au-delà de ces défauts de transparence qui ont déjà été caractérisés, d'autres manquements pourraient être envisagés puisque l'investisseur peut être tenté de maximiser son profit en intervenant sur le marché au cours du programme de financement (malgré la doctrine contraire de l'AMF[18]).

Il pourrait par exemple vendre à découvert l'action avant la conversion de l'obligation afin d'abaisser le cours de référence et ainsi accroître le nombre d'actions reçues. L'étude empirique américaine susvisée[19] a examiné à cet égard l'hypothèse selon laquelle « *les modalités du contrat incitent les détenteurs d'obligations convertibles à vendre à découvert* »[20], « *Les détenteurs d'obligations convertibles ont tout intérêt à vendre à découvert l'action avant la conversion. La pression à la vente à découvert qui en résulte peut faire baisser le cours de l'action en dessous de sa juste valeur, d'autant plus que l'émetteur est généralement une petite entreprise dont les actions sont peu négociées. Les conversions s'effectuant à des prix inférieurs à la juste valeur, la dilution qui en résulte réduit la valeur sous-jacente par action* »[21].

Cette hypothèse ne semble d'ailleurs pas seulement théorique puisque l'AMF a déjà eu l'occasion de sanctionner un finan-

12 Sébastien Raspiller, secrétaire général de l'AMF, audition par la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, compte rendu n° 7, 29 janv. 2026.

13 AMF, position-recommandation DOC-2012-18, « *Information du marché lors de la mise en place et de l'exécution d'un programme d'equity lines ou Paceo* ».

14 AMF, position-recommandation DOC-2020-06, « *Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers* ».

15 COB, Rapport annuel 2002, p. 98, faisant référence au communiqué de presse du 25 juill. 2001 dans lequel le régulateur avait formulé les conditions suivantes : « *- que le marché soit clairement informé, avant la mise en place du mécanisme, que les augmentations de capital ont vocation à être finalement financées par le marché ; - que l'intermédiaire s'interposant entre l'émetteur et le marché s'abstienne de toute intervention sur le marché du titre pendant les périodes de référence ; - que cet intermédiaire s'abstienne de toute pré-vente des titres souscrits et de toute couverture directe ou indirecte préalablement à la souscription effective des titres* ».

16 Affaires *Visiomed Group* (AMF, sanct., 27 nov. 2023, SAN-2023-16 ; des recours sont pendants devant la cour d'appel de Paris) et *Auplata Mining Group* (AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11 ; des recours sont pendants devant la cour d'appel de Paris).

17 Par exemple, dans la décision *Auplata Mining Group* (AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11), en raison d'un communiqué de presse et de comptes consolidés ne décrivant pas les stipulations du contrat de financement prévoyant le paiement par l'émetteur d'un complément de prix dans le cas où le prix de conversion était inférieur au nominal de l'action.

18 La position-recommandation DOC-2020-06 de l'AMF (§ 4.1.3, p. 97) prévoit, au titre d'une position, qu'« *afin d'éviter tout impact sur le cours, l'intermédiaire financier doit s'abstenir : - de toute intervention sur le marché du titre pendant les périodes de référence servant à la fixation du prix d'émission ; - de toute pré-vente des actions souscrites et de toute couverture directe ou indirecte préalablement à la souscription effective des actions* ».

19 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit*.

20 "*the contract design encourages short-selling by the convertible holders*" (p. 381).

21 "*Convertible investors have an incentive to sell short the stock prior to conversion. The resulting short-selling pressure may push the stock below fair value, especially considering that the typical issuer is a small, thinly traded firm. As conversions take place at prices below fair value, the resulting dilution lowers the underlying value per share*" (p. 383).

ceur pour défaut de déclaration de ses positions à découvert[22] sur l'émetteur objet du programme, et le régulateur norvégien (la *Finanstilsynet*) a également sanctionné un fonds pour de très nombreux manquements à ce titre concernant trois émetteurs pour lesquels il avait consenti des financements dilutifs[23]. Cette dernière décision relève que « *Le prix de conversion était lié à l'évolution du cours du marché au cours d'une période précédant l'émission d'un avis de conversion par le prêteur. Outre ces lignes de crédit convertibles, des contrats de prêt de titres portant sur les actions [des émetteurs] ont été conclus par [le financeur]. Ces contrats de prêt de titres ont rendu possible la vente à découvert* »[24] ; et que « *Dans ce cas précis, [le régulateur] relève que le mécanisme de détermination du prix de conversion prévu dans le cadre des convertibles aurait pu lui donner des raisons de surveiller toute position courte nette détenue par [l'investisseur]* »[25].

L'investisseur peut également être tenté d'intervenir sur le marché après la conversion des obligations, ce que souligne le rapport parlementaire susvisé : « *Pour maximiser les revenus […] le tirage d'une nouvelle tranche obligataire, qui conduit à la conversion rapide des obligations en actions, est très régulièrement précédé (ou immédiatement suivi) d'annonces flatteuses ou d'articles de presse laudateurs pour favoriser une hausse soudaine du cours de bourse. Le dernier exemple en date est un cas emblématique : la dernière tranche de 1 million d'euros d'Ocabsa tirée par [l'émetteur] a été suivie, le lendemain, de l'annonce de l'ouverture de négociations exclusives pour la cession de ses activités de défense pour un montant de 150 millions d'euros* »[26]. Un tel comportement, susceptible de constituer un abus de marché classiquement qualifié de *pump and dump*, n'est néanmoins pas spécifique aux financements dilutifs.

L'action de l'AMF, centrée sur l'information délivrée concernant les caractéristiques et conséquences des financements dilutifs, a eu un effet *a priori* incontestable : la place est désormais pleinement informée des risques inhérents aux Ocabsa.

Néanmoins, cette action est par principe enserrée dans les limites de la compétence de l'autorité, et notamment le caractère non contraignant de ses recommandations[27] qui a été rappelé dans une récente décision qui constitue un « *tournant judiciaire* »[28] pour les financements dilutifs[29].

Le tournant judiciaire imposé par la Chambre commerciale. À la suite d'un financement dilutif, l'émetteur s'opposait au paiement de la rémunération convenue avec le financeur en soulevant notamment la nullité du contrat de souscription des ORNANE[30] avec bons de souscription d'actions attachés qui constituait selon lui un service de prise ferme[31], service d'investissement[32] imposant l'obtention d'un agrément[33] alors que l'investisseur n'en disposait pas.

La Chambre commerciale casse l'arrêt attaqué qui excluait cette qualification[34] et livre une définition du service de prise ferme[35] qui pourrait – en fonction de l'interprétation de la cour de renvoi – s'adapter aux Ocabsa et ainsi imposer un agrément aux financeurs qui les proposent[36].

Sans même discuter de cette solution, qui n'a pas reçu un accueil unanime de la doctrine[37], il s'agit *a priori* d'une interprétation audacieuse[38] des juges qui ont manifestement souhaité proposer une solution aux désordres causés par les financements dilutifs proposés par certains financeurs peu scrupuleux.

La proposition de loi qui vise à « systématiser » la solution de la Chambre commerciale. En considérant dans son éditorial qui cite notamment l'arrêt susvisé que, « *loin de s'opposer au législateur, les juges entretiennent avec lui un dia-*

22 AMF, sanct., 27 nov. 2023, SAN-2023-16, *Visiomed Group*.

23 *Finanstilsynet*, 23 mai 2019, n° 18/10274, puis 16 sept. 2019 (à la suite de l'annulation de la première décision), partiellement infirmée par le ministre des Finances (8 sept. 2023, n° 19/4158).

24 « *The conversion price was related to the development of the market price during a period prior to issuance of a conversion notice by the lender. In addition to these convertible loan facilities, share lending agreements relating to shares in each of Element, Induct and Lavo were entered into by ABO/affiliates. These share lending agreements have made the short selling possible* ».

25 « *In this specific case Finanstilsynet notes that the mechanism in determining the conversions price under the convertible loan facilities could have given Finanstilsynet reason to monitor any net short position by ABO* ».

26 Rapport de la commission d'enquête, p. 114.

27 « *La méconnaissance d'une position-recommandation de l'AMF, laquelle n'a pas de force obligatoire, ne peut, à elle seule, constituer une faute civile* » (Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492, point 21).

28 C. Granier, Tournant judiciaire pour les financements par émission d'OCABSA, *BJB* sept. 2025, n° BJB202j4.

29 Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492.

30 Obligations remboursables en numéraire ou en actions nouvelles.

31 Art. D. 321-1, 6-1, C. mon. fin. : « *Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, en vue de procéder à leur vente* ».

32 Art. L. 321-1 C. mon. fin.

33 Art. L. 532-1 C. mon. fin.

34 CA Paris, 17 janv. 2023, n° 21/05879, confirmant TC Paris, 16 mars 2021, n° 2020022014.

35 « *le service de prise ferme n'exige pas l'engagement du prestataire de ce service de placer, pour le compte de l'émetteur ou du cédant, les instruments financiers souscrits ou acquis, et qu'il est constitué lorsque le prestataire de ce service s'engage, à l'égard de l'émetteur ou du cédant, à souscrire ou à acquérir des instruments financiers avec l'intention de les vendre soit à ses clients, soit sur les marchés financiers* » (point 25). *La Lettre de la chambre commerciale, financière et économique* (n° 17, nov. 2025) précise le raisonnement : « *Une hésitation avait, en effet, pu naître du fait que l'ancien article 312-5 du règlement général de l'AMF définissait le service de prise ferme comme le fait de souscrire ou d'acquérir auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, en vue de procéder à leur placement, lequel suppose l'engagement spécifique du prestataire de placer, pour le compte de l'émetteur, les titres sur les marchés financiers ou auprès de ses clients. Or, l'article D. 321-1, 6-1, du code monétaire et financier, qui le remplace, ne se référant non plus au placement des instruments financiers souscrits ou acquis, mais à leur vente, la chambre commerciale, en tirant les conséquences, en a déduit que ce service impliquait un engagement non plus de placer les titres acquis mais de les vendre* ».

36 Tout en précisant que l'absence d'agrément ne suffit pas à entraîner la nullité du contrat d'émission : « *Si la méconnaissance de l'exigence d'agrément […] est de nature à engager la responsabilité civile de la personne qui a fourni ce service lorsqu'elle cause à son cocontractant un préjudice personnel et direct résultant de la privation des garanties attachées à l'agrément des prestataires de services d'investissement, elle ne peut avoir pour effet d'entraîner la nullité des contrats conclus* » (point 11).

37 Le professeur Thierry Bonneau considère par exemple que l'« *on peut hésiter à suivre la Cour de cassation* » (T. Bonneau, *Service de prise ferme, nullité des actes méconnaissant le monopole financier et force obligatoire des positions-recommandations de l'AMF*, *Revue des sociétés* 2025, p. 680, n° 6).

38 Même si « *M. Vigneau, et Mme Fanélie Ducloz, magistrate à la chambre commerciale, ont indiqué que les travaux parlementaires de la loi du 2 juillet 1996, qui introduit en droit français la notion de prise ferme, sont sans équivoque : l'intention du législateur était de qualifier un service de prise ferme, même si l'intermédiaire financier avait une intention de vente* » (Rapport sur la Proposition de loi, p. 21).

logue fructueux »[39], Monsieur le président Vigneau ne s'est pas trompé puisque le législateur s'est peu après emparé de la question des financements dilutifs au travers de la proposition de loi susvisée déposée le 12 mai 2026[40].

Cette proposition ne cache pas son objectif : « *le contentieux suit son cours. Mais les entreprises, elles, ne peuvent pas attendre encore plusieurs années. L'intervention du législateur est donc nécessaire. La proposition de loi vise donc à systématiser le raisonnement et à soumettre à un agrément préalable les fonds qui réalisent ces opérations* »[41].

L'article unique de la proposition de loi, dans sa version amendée par la commission des finances, vise ainsi à créer un article L. 321-1-1 au sein du Code monétaire et financier qui disposerait : « *Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, notamment ceux donnant accès au capital de l'émetteur par conversion, échange, remboursement ou exercice ou à une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, en vue de procéder à la vente de ces instruments ou, le cas échéant, de ceux obtenus à la suite de leur conversion, de leur échange, de leur remboursement ou de leur exercice* »[42].

La méthode envisagée par le législateur, qui consiste à « *systématiser* » la solution jurisprudentielle, apparaît doublement insatisfaisante.

Tout d'abord, elle exclut tout pouvoir de modération du juge[43] et nie ainsi la spécificité des Ocabsa dont les effets contestés résultent non pas du mécanisme lui-même mais des stipulations particulières convenues lors de chaque émission entre un financeur et une société.

Ensuite, elle propose une solution seulement indirecte : en soumettant les financeurs à une obligation d'agrément, les auteurs du texte espèrent qu'ils s'astreindront à des stipulations « raisonnables » lors des émissions.

Elle est donc fondée sur le postulat que les obligations inhérentes à une entité régulée, et plus particulièrement la « déontologie » de cette dernière (« *Un opérateur agréé est soumis à des obligations professionnelles et déontologiques* »[44]), suffiraient à écarter les modalités contestées des Ocabsa.

Pourtant la qualité d'entité régulée ne garantit aucunement qu'aucune faute ne sera commise[45].

Surtout, il paraît critiquable de déléguer aux entités régulées le soin de définir elles-mêmes les conditions « acceptables » d'une émission d'Ocabsa en l'absence de cadre normatif, et peu probable que ces dernières, déjà réticentes à proposer de tels financements, prennent le risque de s'exposer à un tel flou.

À ce titre, le rapport de la commission d'enquête envisageait d'autres pistes de réforme, notamment en encadrant les modalités des Ocabsa : « *D'autres mesures d'encadrement […] pourraient être envisagées comme l'interdiction du recours aux Ocabsa en-deçà d'un prix plancher, la limitation du montant des Ocabsa pouvant être émises, l'encadrement de la décote opérée au moment de la conversion des obligations en actions (voire l'interdiction de cette décote) ou encore l'encadrement strict des commissions d'engagement ou de tirage* »[46].

S'il est douteux qu'il appartienne au législateur d'intervenir pour fixer lui-même les stipulations acceptables des contrats d'émission d'Ocabsa, cette réflexion a le mérite de souligner les caractéristiques contestées de ces titres qui motivent une modification du droit positif.

Au regard de la dénomination de la « *proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours* », il est ensuite possible de s'interroger sur les objectifs de protection des « entreprises » et des « petits porteurs ».

Le texte protège-t-il les entreprises ? Les parlementaires soulignent que « *les mécanismes de financement du type Ocabsa répondent à une réalité économique* »[47] ou encore que « *Les interdire reviendrait à priver certaines entreprises cotées d'un outil de financement, au risque de réduire encore l'accès au marché pour des sociétés fragiles mais potentiellement viables* »[48], et par conséquent l'objectif du texte – contrairement au précédent rapport parlementaire[49] – « *n'est pas d'interdire ces instruments mais de mieux les encadrer en soumettant leurs opérateurs à des exigences professionnelles renforcées [en leur imposant un agrément]* »[50].

Néanmoins, cette déclaration de principe – imposer un agrément sans interdire les financements dilutifs – semble difficilement conciliable avec la réalité du marché puisqu'« *il semble que les acteurs régulés qui pratiquaient de tels financements en France se soient retirés, pour diverses raisons tenant à l'existence d'autres activités et à la petite taille des émetteurs concernés, à la politique de risque acceptable, aux*

39 Vincent Vigneau, *Le juge, interprète de la loi, non législateur de l'ombre*, éditorial, *La Lettre de la chambre commerciale, financière et économique*, n° 17, nov. 2025.

40 Proposition de loi n° 2789, déposée le 12 mai 2026.

41 Rapport sur la Proposition de loi, p. 10.

42 Assemblée nationale, texte de la commission des finances sur la proposition de loi n° 2789, n° 2938-A0, 17 juin 2026.

43 Le Rapport sur la Proposition de loi indique que « *l'amendement ne définit donc pas de façon extensive la prise ferme, même s'il précise qu'elle peut porter sur des instruments financiers de type OCABSA : le juge sera par la suite chargé d'analyser si les critères de la prise ferme sont remplis* » (p. 25), mais il semble peu probable que le juge écarte une telle qualification pour les Ocabsa qui sont explicitement visées par le législateur.

44 PPL, exposé des motifs.

45 La lecture des décisions de la Commission des sanctions suffit à s'en convaincre.

46 Rapport de la commission d'enquête, p. 115.

47 Rapport sur la Proposition de loi, p. 11.

48 PPL, exposé des motifs.

49 La dixième recommandation du Rapport de la commission d'enquête préconisait quant à elle l'interdiction pure et simple des Ocabsa et autres instruments similaires.

50 Rapport sur la Proposition de loi, p. 12.

enjeux prudentiels et au risque réputationnel »[51], et le rapporteur relève lui-même que « *en pratique les fonds visés par le dispositif ne pourraient pas se conformer aux obligations nécessaires pour recevoir l'agrément de l'ACPR : l'effet principal du dispositif est ainsi d'empêcher ces acteurs de fournir sur le marché français et européen des financements par Ocabsa* »[52].

Limiter les financements dilutifs à des entités régulées, alors même que ces dernières ne souhaitent manifestement pas en proposer, risque donc en pratique de conduire à la disparition de ces financements.

Une telle disparition préjudicierait aux entreprises, à rebours de l'objectif de la proposition de loi, puisque les Ocabsa constituent le plus souvent le dernier recours pour les entreprises les plus fragiles qui n'ont plus accès aux financements classiques (emprunts bancaires, émissions obligataires simples ou augmentations de capital).

En concentrant les débats sur les financeurs et leurs méthodes parfois douteuses, il est aisé de perdre de vue que les financements dilutifs ne sont jamais imposés aux entreprises mais constituent au contraire des opérations sur le capital soumises à la double approbation des actionnaires et des dirigeants de l'émetteur.

Faut-il protéger les petits porteurs d'eux-mêmes ? Les actionnaires, qui sont les principaux concernés par la baisse du cours et donc par l'effet des Ocabsa que le législateur souhaite combattre, sont également les seuls à pouvoir autoriser l'émission de ces valeurs mobilières composées donnant accès au capital. Cela explique pourquoi l'AMF les a invités « *à être vigilants, lors de la publication de l'ordre du jour, sur les résolutions qui seront débattues et votées, particulièrement celles visant à supprimer leur droit préférentiel de souscription* »[53].

Si les actionnaires ont fait l'objet d'une information suffisante en amont de leur vote – conformément aux recommandations de l'AMF – ils peuvent donc difficilement se plaindre ensuite des conséquences de l'autorisation donnée lorsqu'elle aura entraîné une importante dilution[54].

À titre illustratif, dans l'affaire Auplata[55], les actionnaires avaient autorisé, pour les besoins du projet de construction d'une nouvelle usine d'extraction d'or (fort mal) dénommée « Dieu Merci », une augmentation de capital d'un montant maximal de 37,5 millions d'euros alors que le capital social était limité à 9,5 millions d'euros. Ils avaient également décidé que le prix d'émission des nouvelles actions présenterait une décote maximale de 35 % par rapport au cours de bourse, et avaient donc consenti par avance à une dilution financière massive.

Il ne semble donc pas nécessaire que le législateur intervienne pour protéger les actionnaires d'eux-mêmes.

Le rapport de la proposition de loi vise néanmoins des situations particulières où « *certains fonds s'organisent méticuleusement pour disposer d'un volume suffisant d'actions avant les assemblées générales afin d'y imposer leurs décisions, et les revendent massivement ensuite. Ces pratiques peuvent conduire à des décisions contraires à l'intérêt de long terme de l'entreprise, de ses actionnaires et de ses salariés* »[56]. Dans une telle hypothèse où le sens de la décision d'assemblée générale serait détourné par le financeur, les actionnaires lésés pourraient certainement introduire à son encontre une action en responsabilité pour abus de majorité[57] ou plus largement pour abus de pouvoirs[58].

La baisse du cours ne peut se résumer à la mécanique des Ocabsa. L'explication de la baisse du cours des sociétés faisant l'objet de financements dilutifs, qui constitue selon le législateur la « *difficulté majeure* » posée par les Ocabsa, est trop souvent limitée à un effet mécanique de ces titres alors même que plusieurs autres raisons peuvent l'expliquer.

Il ne faut tout d'abord pas perdre de vue la situation des émetteurs qui ont recours aux financements dilutifs, qui « *n'ont généralement plus accès au crédit, sous quelque forme que ce soit, du fait de leur situation financière dégradée et/ou de leurs perspectives insuffisantes* »[59].

À ce titre, l'avis du HCJP relève que « *sur 100 sociétés, 25 ont ensuite fait l'objet d'une procédure collective, qui s'est terminée la plupart du temps par une liquidation* »[60]. Or, sauf cas particulier (par exemple en présence de *covenants* bancaires), la baisse du cours de bourse ne fait pas peser un risque sur la continuité de l'activité.

Le fait que 25 % des sociétés de l'échantillon représentatif analysé par le HCJP aient rencontré des difficultés opérationnelles suffisamment graves pour entraîner une procédure collective pourrait donc indiquer que la baisse du cours connue par ces sociétés était principalement liée à leur activité plutôt qu'aux Ocabsa émises.

51 Avis HCJP, p. 13.

52 Rapport sur la Proposition de loi, p. 17.

53 AMF, « *OCABSA : à quoi devez-vous faire attention ?* », 22 mars 2022 (v. déjà AMF, communiqué, 15 nov. 2021).

54 Néanmoins l'AMF relève que « *L'assemblée générale autorise une augmentation de capital, soit en fixant elle-même toutes les modalités, soit en déléguant son pouvoir ou sa compétence au conseil d'administration ou au directoire. Lorsqu'elle délègue son pouvoir ou sa compétence, les actionnaires votent sans information précise sur les caractéristiques de l'émission* » (AMF, position-recommandation DOC-2020-06, § 4.1.1, p. 93).

55 Auplata, Assemblée générale mixte du 21 juin 2016, 8e résolution extraordinaire.

56 Rapport sur la Proposition de loi, p. 10.

57 Défini depuis l'arrêt Schumann-Piquard comme une résolution adoptée « *contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment des membres de la minorité* » (Cass. com., 18 avr. 1961, n° 59-11.394).

58 Cass. com., 26 nov. 2025, n° 23-23.363 : « *Il résulte de l'article 1833 du code civil que la décision du conseil d'administration d'une société anonyme ne peut être annulée pour abus de pouvoirs que s'il est démontré que cette décision est contraire à l'intérêt social et qu'elle a été prise dans l'intérêt exclusif de membres du conseil d'administration ou de toute autre personne déterminée, en particulier d'actionnaires* ».

59 AMF, communiqué, 20 juill. 2020 (v. aussi Étude AMF, p. 2).

60 Avis HCJP, p. 10.

Cette hypothèse semble être également corroborée par l'étude américaine susvisée qui indique « *Plusieurs constats sont toutefois également compatibles avec l'hypothèse du financement de dernier recours, selon laquelle les sociétés émettent des obligations convertibles à prix de conversion variable parce qu'elles ne parviennent pas à lever des fonds propres à leur cours actuel, surévalué. Premièrement, la valeur des actifs sous-jacents baisse au cours de l'année qui suit l'annonce de l'émission. Cela suggère que la baisse du cours n'est pas un simple transfert de richesse des actionnaires vers les porteurs d'obligations convertibles. Deuxièmement, les émetteurs sont perçus comme des sociétés à fortes perspectives de croissance, mais affichent de mauvaises performances opérationnelles au moment de l'annonce. […] Troisièmement, la probabilité d'émettre une obligation convertible à prix de conversion variable […] est inversement liée à plusieurs indicateurs de performance opérationnelle de l'exercice précédant l'émission. […] Enfin, les indicateurs comptables de performance opérationnelle tendent à se dégrader au cours des années qui suivent l'émission, par rapport à des sociétés comparables* »[61].

Les auteurs considèrent donc que « *la forte validation empirique de l'hypothèse du financement de dernier recours suggère que la mauvaise réputation des obligations convertibles à prix de conversion variable est injustifiée. De nombreuses sociétés qui ont fait faillite auraient fait faillite plus tôt sans ce financement* »[62].

Il apparaît d'ailleurs moins risqué pour une entreprise de recourir à ces instruments en capital plutôt qu'à un emprunt classique susceptible de la placer en situation de défaut, et l'obtention d'un financement avec des Ocabsa peut dans certains cas permettre de traverser des difficultés ponctuelles en évitant la mise en œuvre d'une procédure collective[63].

Ensuite, le montant (brut) des financements accordés apparaît très souvent excessif. Le régulateur belge (FSMA) a relevé à cet égard que « *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* »[64], et « *L'AMF a parfois observé des autorisations pour des montants d'émission d'OCABSA représentant jusqu'à 15 fois la capitalisation boursière* »[65]. La souscription de financements aussi conséquents est par nature susceptible de faire douter le marché sur la pérennité de l'activité et d'amoindrir la valorisation de l'émetteur.

En outre, les émetteurs « *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 [à] de nombreuses opérations portant sur le capital de la société et ont notamment réduit la valeur nominale des actions de façon répétée* »[66]. C'est donc un usage peut-être excessif de cet outil de financement qui cause les chutes de cours les plus brutales.

Ces deux derniers facteurs semblent d'ailleurs confirmés par une « *étude événementielle à long terme* »[67] réalisée sur une centaine d'émissions d'obligations convertibles[68] réalisées par des entreprises françaises entre 1990 et 2002, qui relève que « *les émetteurs d'OC ayant procédé à une ou plusieurs émission d'actions durant les trois années précédant l'émission sont les plus concernés par la dégradation de la performance opérationnelle* » et que « *nos résultats mettent en exergue une sous-performance médiane significative […] et particulièrement élevée chez les émetteurs ayant une taille d'émission relativement importante* ».

Enfin, l'étude réalisée par l'AMF souligne que l'émission d'Ocabsa n'entraîne pas nécessairement une baisse durable et irrémédiable du cours puisque 17 % des sociétés de l'échantillon ont vu leur cours évoluer à la hausse dans des conditions parfois très importantes (entre 0,5 % et 826 %)[69].

En définitive, l'intervention législative n'apparaît pas nécessaire si elle est principalement motivée par la baisse du cours puisque cette dernière ne résulte pas exclusivement des Ocabsa.

La responsabilité des dirigeants. Étant donné que les conséquences contestées des Ocabsa résultent principalement des « *dispositions contractuelles spécifiques de certaines de ces émissions* »[70], ce sont en réalité les dirigeants – entourés de leurs conseils – qui devraient être le principal rempart contre les opérations excessives.

Toute émission constitue en effet une décision de gestion imposant aux mandataires sociaux de choisir un financeur et de négocier avec lui les termes du contrat d'émission conformément à l'intérêt social.

Leur responsabilité est à ce titre susceptible d'être engagée[71] par tout actionnaire[72] considérant que les stipulations du contrat d'émission sont contraires à l'intérêt social. Une telle

61 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit.*, p. 414-415 (traduction libre).

62 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit.*, p. 384 (traduction libre).

63 À titre illustratif, la société Adomos a indiqué avoir obtenu la validation de son plan de continuation grâce au soutien financier d'un financeur au travers d'Ocabsa (Adomos, communiqué de presse, 5 déc. 2025), et a par la suite annoncé une amélioration sensible de son activité (Adomos, communiqué de presse, 27 juill. 2026).

64 FSMA, Communication du 1er février 2023, Les risques liés aux émissions d'obligations convertibles et autres *equity lines* par des sociétés cotées en difficulté financière, p. 4.

65 AMF, « *La modalité de financement par OCABSA* », 20 juill. 2020.

66 Étude AMF, p. 9.

67 K. Elbadraoui, J.-J. Lilti et B. M'zali, *La performance opérationnelle à long terme des entreprises françaises émettrices d'obligations convertibles*, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° 3, sept. 2008, p. 125-154.

68 L'étude exclut expressément les émissions d'Ocabsa (p. 132).

69 Étude AMF, p. 6.

70 AMF, communiqué, 20 juill. 2020.

71 Art. L. 225-251 C. com.

72 Agissant *a priori* au titre d'une action sociale *ut singuli* afin d'obtenir la réparation du préjudice subi par la société, conformément à l'art. L. 225-252 C. com., puisque la baisse du cours est considérée comme un préjudice social et non un préjudice individuel d'actionnaire (p. ex. Cass. com., 17 déc. 2025, n° 23-18.998).

hypothèse semble d'ailleurs avoir été envisagée par l'AMF qui a étendu son alerte aux mandataires sociaux dans son deuxième communiqué et a « *attir[é] leur attention sur la responsabilité qui leur incombe dans la mise en œuvre de ces instruments* »[73]. Les dirigeants peuvent d'ailleurs aisément connaître les quelques financeurs ayant une réputation sulfureuse puisque le marché semble très concentré autour d'une dizaine seulement d'« *Ocabseur* »[74].

Le rapport de la commission d'enquête parlementaire fait état d'un témoignage rapportant des « *méthodes de séduction* »[75] déployées par les financeurs auprès des dirigeants afin de les mettre en situation de conflit d'intérêts et de les amener à conclure des contrats de financement douteux. De telles méthodes, *a priori* susceptibles d'engager les responsabilités civile et pénale des dirigeants impliqués, démontrent que sans l'accord de dirigeants non avertis ou peu scrupuleux aucun financement excessif ne peut être mis en place.

Au-delà de ces hypothèses particulières, si un dirigeant a recours aux Ocabsa malgré leur mauvaise réputation – il est d'ailleurs notable que les émetteurs aient continué à en émettre malgré les nombreux communiqués de l'AMF alertant sur leurs risques[76] –, c'est très probablement parce qu'il s'agit « *du dernier produit de financement pour lui avant la faillite* »[77].

Il n'est donc pas illégitime que le dirigeant prenne la responsabilité de privilégier l'intérêt de la société à celui de ses actionnaires, qui vont certes devoir supporter une chute brutale du cours de bourse mais qui ont accepté un tel risque en leur qualité d'ultimes créanciers de l'entreprise.

Renforcer encore davantage l'information délivrée plutôt qu'imposer un agrément aux financeurs. En définitive, sans pour autant constituer un plaidoyer pour les Ocabsa dont l'usage n'est pas toujours judicieux, l'analyse de ces instruments de financement souligne que leurs effets contestés – principalement la baisse du cours de bourse – résultent non seulement des stipulations des contrats d'émission mais aussi de la situation financière des émetteurs y ayant recours.

Comme le souligne le Professeur Pascal Quiry, il ne faut donc pas confondre la cause et la conséquence : ce sont des difficultés opérationnelles aiguës qui conduisent des émetteurs à recourir aux Ocabsa et le taux de succès de ces instruments n'est pas incohérent au regard de celui du capital-risque.

Par ailleurs l'intervention législative qui est envisagée, axée sur les modalités des émissions, semble mettre à la charge des seuls financeurs la responsabilité de ces stipulations particulières et envisage donc de renforcer la déontologie de ces derniers en leur imposant un agrément.

Le droit des sociétés devrait pourtant suffire puisqu'il impose déjà la vigilance des principaux intéressés : l'émission des Ocabsa est soumise à l'autorisation préalable des actionnaires et les dirigeants doivent s'assurer de convenir avec le financeur des stipulations conformes à l'intérêt social.

Le détournement de ces mécanismes et les manquements susceptibles d'intervenir dans le cadre de financements dilutifs sont par ailleurs susceptibles d'être sanctionnés, notamment au travers de la responsabilité civile et des abus de marché.

Il ne semble donc pas nécessaire de prévoir des dispositions législatives *ad hoc* pour encadrer davantage – mais de façon indirecte – les financements dilutifs.

Le principal défaut des Ocabsa étant la difficulté pour certains petits porteurs[78] d'appréhender les risques qui en résultent, il semblerait néanmoins utile de prolonger les efforts de l'AMF en matière d'obligations d'information. L'autorité pourrait par exemple :

- recommander aux émetteurs envisageant un financement dilutif, ou ayant un tel financement en cours[79], de prévoir sur leur site internet une page dédiée et actualisée afin de présenter l'ensemble de ses caractéristiques[80]. Cette présentation pourrait notamment préciser la dilution déjà réalisée et fournir plusieurs scénarios de dilution en fonction notamment de l'évolution du cours de bourse.

  Le régulateur italien (la Consob) semble s'être récemment engagé dans cette voie en sollicitant des émetteurs la publication d'une mise à jour mensuelle du programme dilutif au travers d'un tableau récapitulatif retraçant l'opération depuis son origine et indiquant notamment la dilution cumulée[81].

- préciser les principales caractéristiques des Ocabsa qui lui sembleraient acceptables[82] et, dans l'hypothèse où ces caractéristiques ne seraient pas respectées pour un financement, publier un communiqué nominatif visant

73 AMF, communiqué, 15 nov. 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* ».

74 Avis HCJP, annexe 8, p. 58.

75 « *des méthodes de séduction sont déployées en direction de dirigeants d'entreprise : un témoin a évoqué des invitations régulières aux Bahamas, des frais payés, des billets d'avion en première classe ou en jet privé offerts, etc.* » (Rapport de la commission d'enquête, p. 111).

76 Le recensement mené par le groupe de travail du HCJP a observé « *une accélération de l'augmentation du nombre d'opérations à partir de 2017 et un « pic » de leurs montants annoncés en 2021* » (p. 10).

77 Pascal Quiry, cf. *infra*.

78 L'avis HCJP relève au terme de son étude : « *une différence importante peut être observée entre les investisseurs institutionnels qui, en dépit de la dilution, comprennent la nécessité pour l'émetteur de recourir à ces financements, et les investisseurs individuels, qui ont plus de difficulté à appréhender ces financements et à comprendre les risques encourus et sont par conséquent plus exposés au risque de perte en capital* » (p. 14).

79 Afin d'informer les nouveaux actionnaires susceptibles d'acheter une participation après l'autorisation par l'assemblée.

80 Les émetteurs publient déjà des tableaux de suivi indiquant le nombre d'obligations converties et de BSA exercés et le solde disponible, conformément à la recommandation de l'AMF qui invite l'émetteur à présenter une information concernant les tirages effectués (AMF, position-recommandation DOC-2020-06, § 4.1.3, p. 97).

81 Consob, communication n° 13/25, 4 juill. 2025.

82 En reprenant éventuellement les critères envisagés par la commission d'enquête (Rapport de la commission d'enquête, p. 115-116) : un prix plancher, la limitation du montant des Ocabsa pouvant être émises, l'encadrement de la décote opérée au moment de la conversion des obligations en actions, l'encadrement des diverses commissions dues au financeur, …

à alerter le marché.

L'encadrement de la décote de conversion semble être le principal enjeu, puisque l'étude empirique susvisée relève que « *nous constatons que la décote de conversion est corrélée négativement et significativement à la performance à long terme des émetteurs. La probabilité d'être radié de la cote après l'émission augmente significativement avec la décote de conversion* »[83].

À défaut de constituer nécessairement une faute civile[84], la méconnaissance de ces caractéristiques par un financeur et des dirigeants dans le cadre d'une émission constituerait un indice d'une telle faute.

- publier une liste des financeurs déjà sanctionnés ou n'ayant pas respecté ses recommandations dans le cadre de précédentes émissions.

83 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit.*, p. 414 (traduction libre).

84 Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492, point 21.

OCABSA, ne pas confondre la cause et la conséquence, regarder devant plutôt que derrière

Par Pascal Quiry

Il est bien documenté depuis quelques années maintenant[1] que des investisseurs en Bourse, essentiellement des petits porteurs, actionnaires d'entreprises qui ont émis des Obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (OCABSA), après y avoir été autorisées par l'assemblée générale des actionnaires, ont pu voir leur investissement perdre 99 %, ou 99,9 % de sa valeur initiale.

Nous renvoyons à l'article qui précède de Quentin Bertrand qui décrit avec clarté le mécanisme par lequel le fonds qui a souscrit les OCABSA à des prix inférieurs aux cours de Bourse du moment convertit ensuite les obligations convertibles en actions de l'émetteur, qui sont alors cédées sur le marché, sans considération de l'impact de ces ventes importantes sur des marchés faiblement liquides, entraînant ainsi une chute brutale des cours, parfois jusqu'à réduire la valeur du titre à quelques centimes symboliques.

L'entreprise a ainsi trouvé des capitaux propres nécessaires à son financement, le fonds fait le plus souvent des profits significatifs, et les petits porteurs enregistrent des moins-values tout aussi significatives.

Comme la Cour de cassation l'a bien analysé d'un point de vue financier[2], il s'agit de la part du fonds qui souscrit aux OCABSA d'un rôle de prise ferme comme dans une opération d'ABB (*Accelerated Book Building*)[3], où celui qui prend ferme des titres avec une décote sur le cours de Bourse du moment se hâte de les céder dans le marché avec une décote plus faible, espère-t-il, pour faire son profit. En fait, l'OCABSA est l'ABB du pauvre ! La plus petite taille de ces opérations s'accompagnant d'une décote supérieure, et d'une dilution consécutive beaucoup plus élevée.
Il y a déjà une vingtaine d'années, on a assisté à une vague d'introductions en Bourse de sociétés de biotechnologie venant se faire coter à Paris (BioAlliance Pharma, Cellectis, Hybrigenics, Innate Pharma, Vivalis, Quantum Genomics, Deinove, etc.) après les pionniers Genset et NicOx du tournant du siècle. Puis à partir de 2013, des entreprises du secteur des *med-tech*, des *clean-tech*, des *green-tech*, etc. ont suivi. À cet égard, l'introduction en Bourse de Blue Solutions, la filiale de production et d'exploitation de batteries électriques du groupe Bolloré (Auto Lib), en octobre 2013 a marqué un tournant. Ce fut un immense succès tant auprès des investisseurs institutionnels français ou étrangers que des particuliers (l'offre est sursouscrite plus de 10 fois). Le premier jour de cotation, le cours s'établit en progrès de 45 % sur son prix d'introduction. Huit mois après, la capitalisation boursière était de plus d'un milliard d'euros, pour une entreprise qui réalisa des ventes 2013 de 47 M€ et des pertes de 36 M€. À l'horizon 2017, les ventes étaient attendues à plus de 200 M€ avec environ 60 M€ d'excédent brut d'exploitation[4].

D'autres *clean-tech* moins connues se sont introduites sur Alternext, ancêtre d'Euronext Growth, dans la foulée pour lever des fonds : Fermentalg, Innoveox, etc.

Toutes ces sociétés avaient une particularité qui les distinguait de leurs prédécesseurs : elles étaient à la recherche d'un modèle économique viable, étant pour la plupart en pertes, et pour cela elles avaient besoin de trouver des capitaux propres supplémentaires. En quelque sorte, la Bourse s'était encanaillée en accueillant en son sein des entreprises d'un profil bien différent du profil de la quasi-totalité des entreprises alors cotées.

Force est de constater que cette tentative sympathique d'élargir le rôle de la Bourse au financement du capital-risque est un échec. Rares sont les entreprises alors introduites à avoir réussi leur aventure entrepreneuriale et à s'être muées en en-

1 AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, octobre 2022.

2 Chambre commerciale, 9 juillet 2025, n° 23-15.492.

3 *Lettre Vernimmen* n° 230 d'octobre 2025, Augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription des sociétés cotées réalisées par ABB.

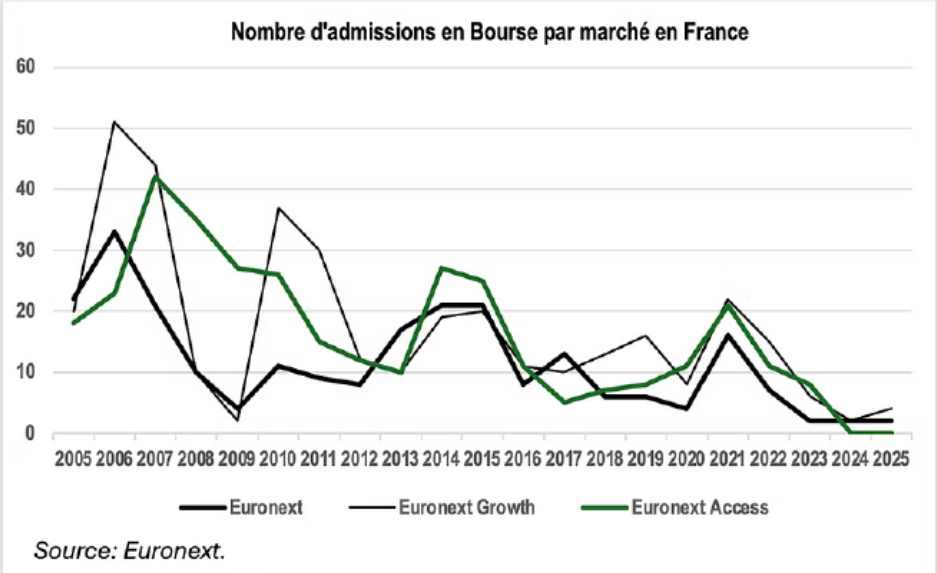
4 La réalité fut bien différente conduisant le groupe Bolloré à retirer de la cote Blue Solutions fin 2020.

treprises viables et profitables. Citons Abivax introduite en 2015 et qui capitalise actuellement 7 Md€. La plupart des autres ont végété, ont fait faillite, ont été rachetées ou ont émis des OCABSA pour se donner une ultime chance.

Car un entrepreneur ou un dirigeant qui choisit un financement par OCABSA ne le fait pas par hasard. Il n'est pas naïf, il sait que ce produit entraîne nécessairement une chute du cours de l'action. Mais ce n'est pas son problème premier. Son problème premier est de trouver des capitaux propres pour poursuivre son aventure entrepreneuriale, qui est peut-être à un tournant décisif, et si cette étape est franchie, le cours se redressera ensuite. Il sait aussi qu'il n'y a pas d'autre alternative, que c'est le dernier produit de financement pour lui avant la faillite, puisque ses actionnaires ne veulent ou ne peuvent plus souscrire à des augmentations de capital classiques. Alors il le prend.

Autrement dit, ce sont des entreprises bien particulières qui émettent des OCABSA, et dire que l'OCABSA les entraîne à la faillite, c'est confondre la cause et la conséquence. C'est parce qu'elles sont en difficultés opérationnelles aiguës qu'elles émettent des OCABSA. Ce n'est pas parce qu'elles ont émis des OCABSA qu'elles connaissent de ce fait des difficultés. Certes leurs cours peuvent avoir de ce fait beaucoup baissé, mais leur solvabilité et leur liquidité ont été renforcées par l'émission d'OCABSA qui a repoussé dans le temps le moment du jugement dernier, ce qui n'est pas le moindre des paradoxes.

Quand on regarde le nombre d'introductions à la Bourse de Paris dans le temps, qu'illustre ce graphique :



on se rend compte que la phase Capital-risque de la Bourse de Paris est bien derrière nous : il y a 10 fois moins d'introductions en Bourse en 2026 qu'il n'y en avait en 2014-2015, 4 à ce jour. Surtout les entreprises qui s'introduisent en Bourse sont de nouveau profitables, ont un modèle économique établi, et si elles font des augmentations de capital, ce sera par la voie classique ABB ou avec DPS, pas par OCABSA : Stif, Odyssée, Raising Stone, D.A.T.E, Le Slip Français, etc.

En conséquence de quoi, légiférer ou pas sur les OCABSA est probablement peu important en 2026, car toutes les entreprises cotées qui pouvaient émettre des OCABSA, l'ont fait. Certaines ont été sauvées grâce à ce produit de financement à mauvaise réputation. En effet, l'AMF relevait en 2022[5] que si 83 % des entreprises qui avaient eu recours à des OCABSA avaient vu ensuite leurs cours de Bourse baisser de 72 % en moyenne, 17 % l'avaient vu augmenter, non pas en raison de l'émission des OCABSA en tant que telle, mais parce que le produit de cette émission leur avait permis de franchir les derniers mètres qui les séparaient du succès. D'autres non finançables autrement ont disparu des radars ou sont devenues des entreprises zombies, car elles n'ont pas su trouver un modèle économique viable. Le flux de nouvelles introductions en Bourse relevant plus du capital-risque que de la Bourse est tari probablement pour un long moment. Ce qui fait que l'on ne devrait pas voir de sitôt de nouvelles OCABSA de la part d'entreprises cotées.

Si légiférer c'est tuer le produit OCABSA, le mieux est de ne pas légiférer, car tout critiqué qu'il est, il a permis à 17 % des entreprises qui y ont eu recours de ne pas disparaître, et de rebondir comme en témoigne un cours de Bourse supérieur à celui de l'émission d'OCABSA. Ce n'est pas un si mauvais taux de succès dans le domaine du capital-risque où les pertes partielles ou totales du capital sont estimées entre 60 et 90 % des cas, et les succès, au sens de ne pas détruire du capital, entre 10 et 40 %. ■

5 AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, octobre 2022.