

LES BSA

UTILISATIONS POSSIBLES DANS LES SOCIETES DE BIOTECHNOLOGIE

François Xavier Testu

Sidonie Hill

*Testu & Associés
Avocats à la Cour*

Avertissement □: Ce texte est paru dans deux numéros de la revue *Biotechnologies & Finances*, en juillet 2003 (publication du groupe Les Echos).

Les coûts de R & D dans les entreprises de biotechnologie les contraignent constamment à rechercher des fonds propres, tout particulièrement dans leur phase de démarrage. Le moyen de financement le plus élémentaire consisterait à procéder à des augmentations de capital faisant immédiatement naître des actions nouvelles. Diverses considérations - du côté de la société, des associés actuels, ou des nouveaux apporteurs - peuvent cependant rendre plus opportuns des droits différés sur le capital. Entre autres procédés, c'est ce que permet le système des bons de souscription d'action, qui reprend le mécanisme des *stock warrants* américains, et qui est autorisé en France par l'art. L.228-95 C.com.

La liberté du porteur du bon s'exerce dans un cadre fixé par le *contrat d'émission* que la société aura élaboré, le cas échéant après négociation entre les partenaires. Ce contrat va définir :

- le *prix d'émission*, c'est-à-dire le prix de souscription des bons ;
- la nature du titre auquel le bon donne droit : ce sous-jacent peut être une action ou un certificat d'investissement, étant entendu qu'un bon peut donner droit à plus d'une action, ou à l'inverse à une fraction d'action, et qu'il peut s'agir d'actions privilégiées (par ex. une action à dividende prioritaire) ;

- le *délai d'exercice*, c'est-à-dire la période de souscription des actions (qui ne peut excéder cinq ans à compter de l'émission des bons lorsque les actionnaires ont renoncé à leur DPS sur les bons, ce qui est l'hypothèse - et lorsque tel est le cas, les bons doivent être émis dans le délai d'un an à compter de la décision d'assemblée qui les a autorisés) ;

- le *prix d'exercice*, c'est-à-dire le montant que le porteur du bon devra verser pour souscrire aux titres sous-jacents ;

- les conditions auxquelles peuvent être soumis la souscription ou l'exercice des bons.

On peut jouer aussi bien sur la détermination des conditions financières liées aux prix d'émission ou de souscription, que sur la définition des conditions d'exercice ; c'est ce qui permet une grande diversité dans l'utilisation des bons de souscription d'actions.

L'essentiel du mécanisme repose sur le fait que, le plus souvent, le bénéficiaire n'est pas tenu de souscrire l'action à laquelle le bon donne droit, et qu'il choisira le moment de sa souscription à l'intérieur d'un certain délai. Toutefois, les conditions d'exercice des bons peuvent prévoir des périodes distinctes de souscription pour une même émission ; les diverses tranches de BSA peuvent alors poursuivre des fins variées, selon le moment auquel elles interviennent : garantie de la valeur de la participation selon la base retenue pour un tour de financement jusqu'au tour suivant (clause de *ratchet*), rétrocession de la plus-value au cas de cession totale...

Un mécanisme permettant *d'imposer* la souscription de ces bons en fonction de différentes conditions peut même être envisagé ; c'est le principe même des contrats financiers d'*equity lines* qui font leur apparition en droit français. Hors ce cas particulier réservé aux sociétés cotées, le caractère obligatoire de la souscription des bons est en pratique réservé aux hypothèses dans lesquelles le bénéficiaire est un investisseur, encore qu'il faille être très prudent dans la rédaction de telles stipulations et expliquer leur justification économique, pour éviter de voir la validité du mécanisme contestée.

Hors ce cas de figure, un aperçu des utilisations des BSA de nature à intéresser les divers intervenants dans le fonctionnement des sociétés de biotechnologies permet de montrer toute l'importance pratique du mécanisme.

L'effet de levier et le BSA spéculatif

Le système des BSA peut être spéculatif pour les souscripteurs : à partir de leur analyse du potentiel de la société émettrice, ils peuvent estimer que l'exercice du bon leur permettra de devenir actionnaire à un prix inférieur à la valeur de l'action lors de cet exercice. Pour savoir si un tel

avantage est susceptible d'exister, les souscripteurs opèrent un pronostic sur la valeur possible de l'action à l'échéance du bon, en la comparant à son prix de revient, constitué de la somme du prix d'émission et du prix d'exercice. Le contrat d'émission, en fixant ces deux derniers éléments, peut donc rendre l'opération plus ou moins attractive pour les investisseurs. On joue sur ce qu'on appelle *l'effet de levier*, car l'investisseur est attiré par la réalisation de gains importants en capital pour un investissement relativement faible.

Dès la mise en place du mécanisme, d'ailleurs, la société bénéficiera de certaines liquidités. Car si le porteur des bons est libre, en définitive, de devenir ou non actionnaire, il n'empêche qu'il aura dû acquitter dès l'origine le prix d'émission. Mais il arrive aussi qu'on juge plus opportun d'attribuer gratuitement des bons, encore qu'il faille manier le procédé avec prudence ; il est même à exclure lorsque les bons sont attribués à des salariés ou à des mandataires sociaux, car il est de nature à accroître un risque de requalification de l'avantage que représente l'attribution des bons en complément de salaires, avec toutes les conséquences fiscales et sociales qui peuvent s'ensuivre pour la société.

Le BSA comme moyen de financement sans changement politique

Le mécanisme à double détention des BSA permet de comprendre certains intérêts du système, en dehors des pures spéculations financières.

On l'utilise par exemple dans le déroulement de montages sur le capital : l'émission des bons permet, dans un premier temps, l'apport de liquidités avec le paiement du prix d'émission, et, dans un second temps, de faciliter une transmission du pouvoir dans la société émettrice ou la société mère. En effet, avec la souscription des bons la société va immédiatement recueillir des liquidités significatives lorsque le prix d'émission n'est pas négligeable, sans que son capital soit modifié (ce que ne permettrait pas une émission directe d'actions), et sans se créer de la dette (à la différence d'une émission d'obligations). En outre, l'émission des bons ne donnera pas lieu à l'ouverture d'un droit à dividende ou à une quelconque rémunération. L'augmentation du capital, et par conséquent le changement de l'actionnariat par la dilution des anciens actionnaires, est différée.

On joue alors sur le fait que les BSA correspondent à une promesse d'augmentation de capital consentie par la société émettrice : cette promesse d'actions se trouve "titrisée", ce qui d'ailleurs permet au droit correspondant de circuler (le bon est négociable, comme toute valeur mobilière). La pleine efficacité du mécanisme a été reconnue, pour les sociétés cotées, avec la consécration du PACEO (*programme d'augmentation de capital par exercice d'options*).

Cette liquidité du bon contribue encore à encourager les investisseurs, qui en théorie ne resteront pas prisonniers de leur titre puisqu'ils peuvent mobiliser leurs droits d'apporteur sur l'augmentation de capital future. Cependant, cette circulation n'aura lieu que dans le respect des stipulations susceptibles de limiter les cessions d'actions – qu'elles résultent des statuts ou d'un pacte d'actionnaires auxquelles ces bons sont le plus souvent soumis.

Les BSA rémunérateurs

Outre les utilités déjà indiquées, les bons permettent d'améliorer la rémunération des mandataires sociaux, puisque l'octroi de bons permettra de souscrire à moindre coût à des actions. En revanche, il n'est pas recommandé d'en distribuer aux salariés (et plus largement à toutes les personnes susceptibles de bénéficier d'options de souscription ou d'achat), parce que l'URSSAF pourrait être tentée de requalifier en complément de salaire la prime générée par le bon. Le régime social et fiscal des BSA étant en effet plus favorable que celui des *stock options*, les risques de requalification sont accrus lorsque l'on se situe hors du régime par lequel le législateur a encadré le régime fiscal et social des avantages issus de titres donnant accès au capital. En revanche, il ne paraît pas y avoir d'inconvénient majeur à attribuer des bons aux salariés ou dirigeants qui détiennent plus de 10 % du capital (ces derniers n'étant pas susceptibles de bénéficier de stock options) - sauf à rester prudent sur les attributions gratuites, comme il a été dit ci-dessus.

Les BSA permettent également de faire participer les dirigeants à la plus-value de sortie réalisée par les actionnaires lors de la cession des actions de la société émettrice. Le système consiste alors à attribuer des bons dont la faculté et les conditions d'exercice dépendront d'une cession de l'entreprise : si aucune cession n'a lieu durant la période d'exercice, les bons seront caducs (sauf à les renouveler) ; si en revanche une cession a lieu, le nombre de bons que le membre du *management* aura alors la faculté d'exercer dépendra – selon une formule plus ou moins élaborée - de la valorisation retenue par l'acquéreur, le prix d'acquisition de l'entreprise tenant compte d'une manière ou d'une autre de la qualité du résultat. Les dirigeants participent ainsi à la plus-value réalisée par les actionnaires cédants, puisque les actions résultant des bons leur seront rachetées par le cessionnaire au même prix que les actions détenues par les autres actionnaires.

Dans le même esprit (et cela présente spécialement un intérêt au démarrage de l'entreprise de biotech) l'octroi de BSA peut représenter un avantage consenti à une certaine catégorie d'actionnaires non dirigeants, mais qui méritent des égards particuliers. Il en va ainsi des fondateurs appelés à perdre le contrôle de la société : lors des négociations, il est alors équitable et prudent de convenir, dans le pacte d'actionnaires entre fondateurs et investisseurs que des BSA seront remis

gratuitement aux fondateurs, qui pourront ensuite souscrire des actions nouvelles à un prix avantageux.

Dans un esprit comparable, certains incubateurs font souscrire aux fondateurs auxquels ils fournissent leurs services un engagement par lequel ils leur remettront des BSA représentant un certain pourcentage du nombre d'actions émises lors de l'augmentation de capital liée au premier tour de financement.

Ces utilisations ont leur légitimité ; il faut cependant savoir qu'elles sont très peu appréciées par certains gérants de fonds d'investissement. De manière générale, il faut toujours manier avec prudence les engagements financiers dont la réalisation est suspendue à l'arrivée des premiers investisseurs.

Les BSA investisseurs

D'un autre côté, et en dehors même d'une logique spéculative, les bons peuvent être rassurants pour les investisseurs. Puisque, par ce procédé (utilisé de manière complémentaire), leur souscription à l'augmentation du capital se trouve différée et qu'elle n'a qu'un caractère facultatif, les investisseurs peuvent aisément souscrire à des bons dont l'échéance sera fixée en fonction de certaines *milestones* déterminées par le business plan ; ainsi, ce n'est que si certains objectifs sont effectivement atteints que les investisseurs décideront de souscrire aux actions nouvelles, par l'exercice des bons. Dans le climat actuel de précaution sur le choix des projets, rien n'est mieux adapté : cela permet d'apporter de l'argent frais jusqu'à concurrence du nécessaire, ce qui maintient les détenteurs scientifiques du projet en éveil, tout en permettant à l'investisseur de tenir en réserve un important droit différé « pour voir », puisque l'exercice en sera facultatif.

Dans une telle logique, on peut songer à associer le bon autonome à un titre en capital, spécialement une action ; la société émet alors des ABSA, c'est-à-dire des actions à bon de souscription d'actions : les actions nouvelles sont assorties chacune d'un ou plusieurs bons de souscription d'actions futures. Le mécanisme reste souple : la nature de titre négociable des bons permet au bénéficiaire des ABSA de détacher les bons, c'est-à-dire de les céder séparément de l'action. Une telle combinaison, ou quelques autres encore que les limites de cet article ne permettent pas d'évoquer, rendra d'autant plus attractive l'augmentation de capital à laquelle la société procède, ce qui est bien venu dans le contexte actuel. D'ailleurs, outre l'espérance de prime, le fait d'avoir attaché des bons aux actions nouvelles renforce la protection des investisseurs contre la dilution : ils n'exerceront leurs bons que si une menace se profile sur une recomposition du

capital de la société, sans être obligés de faire valoir leur DPS à l'occasion d'une augmentation de capital que le montant de la prime d'émission rendrait peut-être coûteuse.

Les BSA souscrits par l'ANVAR ou d'autres créanciers.

Traditionnellement, l'Anvar fournit des aides aux projets d'innovation retenus sous forme d'avances remboursables. Depuis 2001, un autre procédé est possible : le soutien en BSA. L'Anvar verse alors son aide à la société, qui lui remet en contrepartie des bons. Il est possible aussi que, une avance remboursable ayant déjà été versée, l'émission de BSA au profit de l'Anvar permette de faire disparaître cette créance : en effet, la dette à l'égard de l'établissement public va se trouver effacée par compensation avec la créance correspondant au prix d'émission de l'ensemble des bons, et ce passage du passif externe au passif interne va améliorer le ratio *endettement/fonds propres*.

Comme la vocation de l'Anvar n'est pas spéculative et qu'il s'agit d'améliorer les ratios financiers de l'entreprise, les BSA souscrits par l'Agence le seront de manière plutôt favorable à la société émettrice. Les bons sont souscrits par l'Anvar à un prix égal à la valeur estimée de l'action à la date de son intervention, diminuée du nominal (la valeur retenue est généralement celle du tour de financement le plus proche) ; le prix d'exercice, lui, est fixé à la valeur nominale de l'action. Ce système, qui consiste donc à charger le prix d'émission, permet d'apporter la majeure partie des fonds à l'entreprise au moment de la souscription des bons, ce qui est plutôt l'inverse des pratiques habituelles.

Au-delà d'ailleurs de ce mode d'intervention de l'Anvar, il est possible de remettre des bons à des créanciers en contrepartie de l'abandon de leur créance, spécialement lorsque l'état des comptes est mauvais : la contrepartie de l'abandon sera peu significative au moment de l'opération, mais si le développement du projet permet que l'entreprise revienne à meilleure fortune, le sous-jacent acquerra une valeur qui permettra de compenser largement la créance dont l'abandon avait été consenti.

Aspects fiscaux des BSA

Du côté de la société émettrice, il n'y aura pas de taxation particulière si le bon est exercé, puisqu'il donnera lieu à un apport ordinaire avec les conséquences qui s'y attachent. En attendant cet exercice, les montants reçus par la société lors de l'émission des bons sont enregistrés dans un compte de haut de bilan, dit *primes liées au capital* (au-dessus même des réserves), dans lequel on enregistre aussi les primes d'émission, les primes d'apport ou de fusion... Mais s'il apparaissait en

définitive que les bons n'ont pas été exercés, les sommes reçues au titre du prix d'émission seraient comprises dans les résultats imposables de la société émettrice, au titre de l'exercice de péremption des droits de souscription (art. 38.8-3° CGI).

Du côté du souscripteur, la valeur des bons est enregistrée dans son compte *valeurs mobilières de placement*, avec la taxation susceptible d'en résulter au titre des plus-values - réserves faites des règles propres aux FCP, ou encore des mécanismes qui permettent d'échapper à l'imposition de la plus-value, comme le désengagement d'une société de capital-investissement par rachat de titres et réduction du capital de la société émettrice. Enfin, et contrairement aux options de souscription d'actions, les BSA sont éligibles au PEA pour les titulaires personnes physiques, qui bénéficieront alors pour partie d'une exonération de la taxation des plus-values de cession, sous certaines conditions relatives à l'étendue du capital détenu par le contribuable et sa famille, .

Testu & Associés
Avocats - Paris