

Avocats associés



Les actions de préférence et les instruments financiers complexes

Petit déjeuner #4

Sommaire

01

Introduction

02

Titres de capital

03

Titres de créances

04

Titres hybrides /
complexes

05

Conclusion

1

Introduction

Typologie des instruments financiers

A. Rappel de la typologie des instruments financiers

Titres de capital

Les titres de capital se décomposent en deux catégories : les actions ordinaires et les actions de préférence qui permettent de conférer des droits particuliers de toute nature, financiers ou non, à leurs titulaires.

Titres de créances

Les titres de créances représentent un droit de créance sur leur émetteur. Cette notion est large et comprend les obligations, les titres de créances négociables, les titres participatifs, les warrants et les certificats de valeurs garanties.

Titres hybrides/complexes

Les valeurs mobilières composées donnent, selon les cas, accès au capital ou à l'attribution de titres de créance. Les combinaisons de valeurs mobilières sont multiples et sont gouvernées par un principe de libre création.

A. Rappel de la typologie des instruments financiers

Titres de capital

Les titres de capital se décomposent en deux catégories : les actions ordinaires et les actions de préférence qui permettent de conférer des droits particuliers de toute nature, financiers ou non, à leurs titulaires.

Titres de créances

Les titres de créances représentent un droit de créance sur leur émetteur. Cette notion est large et comprend les obligations, les titres de créances négociables, les titres participatifs, les warrants et les certificats de valeurs garanties.

Titres hybrides/complexes

Les valeurs mobilières composées donnent, selon les cas, accès au capital ou à l'attribution de titres de créance. Les combinaisons de valeurs mobilières sont multiples et sont gouvernées par un principe de libre création.

A. Rappel de la typologie des instruments financiers

Titres de capital

Les titres de capital se décomposent en deux catégories : les actions ordinaires et les actions de préférence qui permettent de conférer des droits particuliers de toute nature, financiers ou non, à leurs titulaires.

Titres de créances

Les titres de créances représentent un droit de créance sur leur émetteur. Cette notion est large et comprend les obligations, les titres de créances négociables, les titres participatifs, les warrants et les certificats de valeurs garanties.

Titres hybrides/complexes

Les valeurs mobilières composées donnent, selon les cas, accès au capital ou à l'attribution de titres de créance. Les combinaisons de valeurs mobilières sont multiples et sont gouvernées par un principe de libre création.

B. Éléments à prendre en compte dans le choix de l'instrument financier

Position de l'émetteur

- Le stade de développement de la société émettrice
- Le montant de la levée de fonds
- La visibilité de la société émettrice auprès des tiers et notamment des futurs investisseurs
- La dilution de l'actionnariat actuel.

Position du souscripteur

- La stratégie d'investissement de l'apporteur de fonds
- Le retour sur investissement envisagé
- Les protections que l'apporteur de fonds souhaite obtenir.

Position des tiers

- L'attractivité de la société émettrice pour de futurs investisseurs.

B. Éléments à prendre en compte dans le choix de l'instrument financier

Position de l'émetteur

- Le stade de développement de la société émettrice
- Le montant de la levée de fonds
- La visibilité de la société émettrice auprès des tiers et notamment des futurs investisseurs
- La dilution de l'actionnariat actuel.

Position du souscripteur

- La stratégie d'investissement de l'apporteur de fonds
- Le retour sur investissement envisagé
- Les protections que l'apporteur de fonds souhaite obtenir.

Position des tiers

- L'attractivité de la société émettrice pour de futurs investisseurs.

B. Éléments à prendre en compte dans le choix de l'instrument financier

Position de l'émetteur

- Le stade de développement de la société émettrice
- Le montant de la levée de fonds
- La visibilité de la société émettrice auprès des tiers et notamment des futurs investisseurs
- La dilution de l'actionnariat actuel.

Position du souscripteur

- La stratégie d'investissement de l'apporteur de fonds
- Le retour sur investissement envisagé
- Les protections que l'apporteur de fonds souhaite obtenir.

Position des tiers

- L'attractivité de la société émettrice pour de futurs investisseurs.

2

Titres de capital

L'émission de titres de capital représente certains avantages et inconvénients. Le régime des actions de préférence s'est assoupli et est devenu plus attractif grâce aux nouveautés apportées par la loi PACTE.

1. Avantages & inconvénients

+

- Pas d'obligation de disposer d'une capacité de remboursement immédiate ou à terme.
- Renforcement des fonds propres et bonne perception des tiers (pas de dette).
- Pas de contrainte relative au monopole bancaire.

-

- Dilution des droits financiers et politiques attribués à chaque associé.

1. Avantages & inconvénients

Focus pratique

- Organiser les relations entre les associés via un pacte d'associés.
- Modéliser mathématiquement la préférence dans le cas de l'émission d'actions de préférence.

2. Actions ordinaires

1/5

Dans les SAS : une grande liberté statutaire permettant ainsi de créer des catégories d'actions ordinaires comprenant certains avantages et qui ne relèveraient pas, pour autant, de la catégorie des actions de préférence (ADP).

2. Actions ordinaires

1/5

Dans les SAS : une grande liberté statutaire permettant ainsi de créer des catégories d'actions ordinaires comprenant certains avantages et qui ne relèveraient pas, pour autant, de la catégorie des actions de préférence (ADP).

2/5

Ainsi, la SAS n'est pas tenue d'émettre des ADP lorsque qu'elle souhaite moduler les droits de vote appartenant aux associés. Le seul recours obligatoire à l'émission des ADP par une SAS en vue d'aménager les droits de vote de ses associés, vise celui où ces derniers souhaiteraient disposer de droits particuliers dans une société tierce – mère ou filiale – de la SAS émettrice.

2. Actions ordinaires

2/5

Ainsi, la SAS n'est pas tenue d'émettre des ADP lorsque qu'elle souhaite moduler les droits de vote appartenant aux associés. Le seul recours obligatoire à l'émission des ADP par une SAS en vue d'aménager les droits de vote de ses associés, vise celui où ces derniers souhaiteraient disposer de droits particuliers dans une société tierce – mère ou filiale – de la SAS émettrice.

3/5

De plus, les restrictions à la libre cessibilité des titres, plus variées dans les SAS, peuvent être réservées à des catégories d'actions, sans passer par le régime des ADP.

2. Actions ordinaires

3/5

De plus, les restrictions à la libre cessibilité des titres, plus variées dans les SAS, peuvent être réservées à des catégories d'actions, sans passer par le régime des ADP.

4/5

Le régime de la SAS permet ainsi de créer des catégories d'actions ordinaires comprenant certains avantages sans avoir à recourir au régime des ADP et permet donc d'éviter la procédure des avantages particuliers qui peut être longue et coûteuse.

2. Actions ordinaires

4/5

Le régime de la SAS permet ainsi de créer des catégories d'actions ordinaires comprenant certains avantages sans avoir à recourir au régime des ADP et permet donc d'éviter la procédure des avantages particuliers qui peut être longue et coûteuse.

5/5

Néanmoins, s'agissant de l'attribution de droits financiers à certains de ses associés, il est indispensable pour la SAS d'émettre des ADP afin de bénéficier du régime protecteur de l'article L.228-11 du code de commerce.

3. Actions de préférence

Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des ADP, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent.

3. Actions de préférence

Diversité des droits politiques ou financiers

- Les textes légaux posent un principe de liberté et laissent place à la créativité des émetteurs.
- La liberté n'est cependant pas totale et l'ordre public sociétaire doit être respecté.

3. Actions de préférence

nciers

ent place à la créativité des émetteurs.

ociétaire doit être respecté.

Exemple 1

Prohibition des clauses léonines :

La possibilité d'octroyer des droits différenciés conférant des avantages financiers à certains actionnaires ne permet pas pour autant de priver les actionnaires de tous leurs droits ;

3. Actions de préférence

nciers

ent place à la créativité des émetteurs.

ociétaire doit être respecté.

Exemple 2

Interdiction des clauses d'intérêts fixe.

3. Actions de préférence

Diversité des droits politiques ou financiers

- Les ADP peuvent procurer des avantages pécuniaires ou aménager les droits de vote qui peuvent être supprimés ou augmentés dans les limites autorisées par la loi.

3. Actions de préférence

nciers

ou aménager les droits de vote qui peuvent être
par la loi.

Aménagements des droits de vote

- Droit de vote plural
- Droit de vote double
- Limitation du nombre de voix.

3. Actions de préférence

Les ADP sont un outil intéressant pour la gestion de la gouvernance dans la mesure où elles permettent de :

- Mettre en place des droits d'intervention ayant trait à la composition des organes de direction ;
- Consulter au préalable les porteurs d'actions de préférence pour certaines décisions ;
- Etablir un droit d'information renforcé ;
- Moduler les droits de vote afin de permettre aux titulaires d'actions de préférence de garder le contrôle de la société.

3. Actions de préférence

Attribution d'avantages pécuniaires

- Dividende prioritaire ;
- Dividende précipitaire ;
- Dividende majoré ;
- Répartition préférentielle du produit de cession de 100% de la société et/ou du boni de liquidation selon les cas.

3. Actions de préférence

Répartition préférentielle :

La clause de répartition préférentielle permet aux titulaires d'ADP de percevoir une quote-part du prix global de cession plus importante que celle à laquelle ils peuvent prétendre au regard de la quote-part du capital social qu'ils détiennent. Une clause de répartition préférentielle classique prévoit que :

3. Actions de préférence

Répartition préférentielle :

1. Tous les associés de la société percevront une somme égale à la valeur nominale des actions qu'ils détiennent dans le capital social de la société quelle que soit leur catégorie d'actions ;

3. Actions de préférence

Répartition préférentielle :

2. Après paiement de la somme visée au point (i) ci-dessus, le solde du produit de cession sera réparti entre les titulaires d'ADP, au prorata du nombre d'actions de préférence qu'ils détiennent, à hauteur d'un montant par ADP égal au montant de la préférence, étant précisé que la préférence pourra être un multiple de l'investissement initial ou un TRI défini lors de l'émission.

3. Actions de préférence

Répartition préférentielle :

3. Après paiement des sommes visées aux points (i) et (ii) ci-dessus, il existe plusieurs possibilités :

- Le solde du produit de cession sera réparti entre tous les associés titulaires d'actions ordinaires dans la limite d'un certain montant et, enfin, après paiement de cette somme aux titulaires d'actions ordinaires, le solde du produit de cession sera réparti entre tous les associés peu importe la catégorie d'actions dont ils sont titulaires au prorata de la quote-part de capital qu'ils détiennent ;
- Le solde du produit de cession sera réparti entre tous les associés titulaires d'action ordinaires à l'exclusion des associés titulaires d'ADP;
- Le solde du produit de cession sera réparti entre tous les associés peu importe la catégorie d'actions dont ils sont titulaires au prorata de la quote-part de capital social qu'ils détiennent.

3. Actions de préférence

la limite d'un certain
duit de cession sera
la quote-part de capital

clusion des associés

dont ils sont titulaires

Focus pratique

Avant d'émettre des ADP et de mettre en place une clause de répartition préférentielle, il est important de comprendre les motivations de l'investisseur qui peuvent être les suivantes :

- Minimiser son risque et ne pas percevoir à la cession de 100% de la société une somme qui serait en dessous de son investissement initial
- Rémunérer son risque et ainsi définir un multiple ou un TRI à atteindre.

3. Actions de préférence - Convertibles

La convertibilité des actions de préférence en actions ordinaires ou en actions de préférence relevant d'une autre catégorie est en soi une préférence, étant précisé que cette préférence peut être positive comme négative.

3. Actions de préférence - Convertibles

La convertibilité « automatique » des actions de préférence permet, dès leur création, d'organiser leur évolution et leur extinction.

3. Actions de préférence - Convertibles

Utilités des APC :



3. Actions de préférence - Convertibles

Utilités des APC :

Organiser l'extinction de certaines préférences:

Certains des avantages ou charges attachés à une ADP peuvent n'être justifiées ou utilisés que pendant une période déterminée ou perdre leur intérêt dans certaines hypothèses. Le maintien des préférences devient injustifié ou inutile et peut être un obstacle au fonctionnement ou au financement de la société. La conversion des ADP prévue dans les statuts dès leur émission permet d'abroger les préférences n'étant plus pertinentes.

3. Actions de préférence - Convertibles

Utilités des APC :

Préférences:

peuvent n'être justifiées ou utilisés que pendant une
es hypothèses. Le maintien des préférences devient
nement ou au financement de la société. La conversion
net d'abroger les préférences n'étant plus pertinentes.

Exemples

- Lorsque le paiement d'un dividende précipitaire a atteint un montant statutairement prédéfini, les ADP sont converties en actions ordinaire afin que leurs porteurs ne perçoivent plus que le dividende ordinaire
- En cas d'IPO.

3. Actions de préférence - Convertibles

Utilités des APC :

Mécanisme de ratchet :

Définition : Le mécanisme de ratchet permet aux investisseurs de corriger une potentielle « surévaluation » de leur investissement en capital constatée lors d'une levée de fonds ultérieure, en réajustant dans certaines hypothèses, à la baisse la valorisation de la cible retenue lors de la réalisation de cet investissement. Il permet donc aux investisseurs, sans nouvelle mise de fonds, de se reluer pour ramener le prix de revient de leurs actions à la nouvelle valeur de l'action.

La conversion des APC permet in fine aux investisseurs d'obtenir un nombre d'actions ordinaires soit égal à celui des APCC en circulation (absence de mise en œuvre du ratchet) soit supérieur (mise en œuvre du ratchet).

3. Actions de préférence - Convertibles

Utilités des APC :

Exemple

- Structuration d'un management package : les fondateurs ou managers bénéficiaires du package auront la possibilité d'obtenir, par conversion de leurs APC, de nouvelles actions en cas d'atteinte des objectifs de rentabilité (multiple, TRI). Ce mécanisme pourra également jouer en cas de sortie, conduisant indirectement à une répartition inégale du prix de cession bénéficiant alors aux fondateurs ou managers, relués lors de la sortie selon le même mécanisme que dans un ratchet.
- *Les mécanismes d'intéressement des salariés et mandataires sociaux feront d'ailleurs l'objet d'une prochaine présentation.*

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Avant la loi Pacte

Principe :

le droit de vote attaché aux actions de capital est proportionnel à la quotité du capital social qu'elles représentent et chaque action donne droit à au moins une voix. Toute clause contraire est réputée non écrite.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Avant la loi Pacte

Exception :

un droit de vote double peut être attribué par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Avant la loi Pacte

Liberté d'aménagement statutaire en matière de droit de vote était limitée à trois cas :

- Suppression du droit de vote
- Suspension du droit de vote pendant une période définie
- Doublement du droit de vote.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Avant la loi Pacte

Seule la SAS avait la possibilité de prévoir des actions à droit de vote multiple (les articles limitant les droits des actions de préférence sont exclus du champ d'application de la SAS).

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Après la loi Pacte

Modification de l'article L.228-11 du code de commerce : le renvoi aux articles L.225-122 à L.225-125 du code de commerce a été supprimé pour les sociétés non cotées.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Après la loi Pacte

- Les SA, les SCA et les SAS non cotées utilisant le régime des ADP peuvent désormais émettre des actions à droit de vote multiple.
- En conséquence, seules les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé sont soumis aux dispositions des articles L.225-122 à L.225-128 du code de commerce et ne peuvent donc émettre des ADP à droit de vote multiple.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

2. Droit préférentiel de souscription

Depuis la loi PACTE, il est possible de retirer le droit préférentiel à toutes les ADP comportant des droits financiers limités (droit aux dividendes, réserves, etc.) que ces actions aient ou non un droit de vote à l'émission (auparavant cette faculté n'était possible que pour les actions sans droit de vote) (article L.228-11 dernier aliéna du code de commerce).

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

3. Procédure des avantages particuliers

La loi PACTE a clarifié le domaine d'intervention du commissaire aux avantages particuliers.

- Avant la loi Pacte

la procédure des avantages particuliers devait être respectée lorsque les ADP étaient émises au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désignés (article L.228-15 du code de commerce). Cette rédaction laissait penser que cette procédure s'appliquait aux seuls actionnaires existants de la société émettrice et ne s'appliquait donc pas lorsque les ADP étaient émises au profit de tiers (par exemple un nouvel investisseur).

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

3. Procédure des avantages particuliers

La loi PACTE a clarifié le domaine d'intervention du commissaire aux avantages particuliers.

- Après la loi Pacte

La loi PACTE a mis fin à cette ambiguïté : la procédure des avantages particuliers s'applique désormais sans aucun doute lorsque les ADP sont émises au profit des personnes déjà actionnaires de la société et/ou qui acquièrent la qualité d'actionnaire du fait de la souscription, donc des tiers.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

4. ADP remboursables

- Les ADP remboursables sont des titres hybrides intéressants car le titulaire de ces actions est actionnaire de la société alors que l'échéance du remboursement de ses actions est d'ores et déjà prévu.
- Les ADP remboursables existaient en France avant la loi Pacte mais n'avaient aucune application car elles pouvaient être remboursées uniquement au gré de la société émettrice et non pas au gré du prêteur. La Loi Pacte a changé cela.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Conditions d'émission des ADP remboursables

- Le principe du rachat de ces actions ainsi que ses modalités doivent être stipulés dans les statuts préalablement à leur souscription.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Conditions d'émission des ADP remboursables

- La société émettrice des ADP rachetables doit respecter les règles relatives à la réduction de capital et au rachat par une société de ses propres actions (article L.225-204 à L.225-114 du code de commerce). Le rachat des actions de la société et la réduction de capital consécutive est donc autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des associés.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Conditions d'émission des ADP remboursables

- Le remboursement et donc l'acquisition des ADP remboursables par la société doit être réalisée au moyen :
 1. De sommes distribuables (i.e du bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures ainsi que des sommes à porter en réserves, et augmenté du report bénéficiaire) ; et/ou
 2. Du produit d'une nouvelle émission de titres de capital effectuée en vue de ce rachat.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Conditions d'émission des ADP remboursables

- La société doit disposer de réserves, autre que la réserve légale, d'un montant au moins égal à la valeur nominale des ADP rachetées.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Conditions d'émission des ADP remboursables

- Lorsque les statuts prévoient le versement d'une prime aux actionnaires à la suite du rachat, cette prime ne peut être prélevée que sur des sommes distribuables (telle que définies auparavant) ou sur une réserve prévue à cette fin.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Modalités de rachat

- Dans les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé, le rachat est à l'initiative exclusive de la société ou à l'initiative conjointe de la société et du détenteur d'ADP.
- Dans les sociétés dont les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé, les statuts déterminent, préalablement à la souscription, si le rachat peut avoir lieu à l'initiative exclusive de la société, à l'initiative conjointe de la société et du détenteur ou à l'initiative exclusive du détenteur suivant les conditions et délais qu'ils précisent.

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Avant la loi PACTE : Le rachat était à l'initiative exclusive de la société

Limites :

- Principe d'égalité :

le principe d'égalité entre actionnaires oblige à traiter de façon identique tous les titulaires d'une même catégorie d'actions rachetables (article L.228-12 III du code de commerce). De façon pratique, les actions de préférence doivent être rachetées au même prix ou selon des méthodes identiques de détermination du prix si les rachats ont lieu à des dates différentes ;

C. Nouveautés apportées au régime des ADP par la loi PACTE // ADP à droit de vote multiple

Avant la loi PACTE : Le rachat était à l'initiative exclusive de la société

Limites :

- Principe d'égalité : le principe d'égalité entre actionnaires oblige à traiter de façon identique tous les titulaires d'une même catégorie d'actions rachetables (article L.228-12 III du code de commerce). De façon pratique, les actions de préférence doivent être rachetées au même prix ou selon des méthodes identiques de détermination du prix si les rachats ont lieu à des dates différentes
- Prohibition des clauses léonines interdisant les rachats à prix minimum garanti de nature à exempter les actionnaires de toute contribution aux pertes.

Conclusion

- Ces titres sont intéressants mais constituent un risque pour le prêteur dans la mesure où il ne pourra obtenir son remboursement que lorsque la société pourra disposer de sommes distribuables.
- La modification apportée par la loi PACTE est de nature à libéraliser l'utilisation de ces titres en introduisant plus de souplesse afin de stimuler la création et le financement des entreprises et notamment des start-ups, d'autant plus si elles sont dotées de droit de vote multiples.
- Toutefois, il faut noter que l'ensemble des conditions relatives à l'émission des ADP remboursables en actions et à leur remboursement ne sont pas applicables à des obligations qui restent, dès lors, plus souples dans leurs modalités.

3

Titres de créance

La notion de titres de créance comprend plusieurs types de titres : les obligations, les titres de créances négociables, les titres participatifs, les warrants et les certificats de valeur garantie que nous n'analyserons pas car leur émission s'effectue généralement à l'occasion d'une offre au public. Nous excluons également de notre analyse les titres participatifs réservés aux entreprises du secteur public.

1. Typologie des titres de créance

Obligations

- titres négociables qui dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. Les obligations permettent de réaliser un emprunt auprès d'investisseurs.

1. Typologie des titres de créance

Titres de créance négociables

- Titres financiers émis au gré de l'émetteur, négociables sur une plateforme de négociation mentionnée à l'article L. 420-1 du code monétaire et financier (les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation), ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance (article L. 213-1 du code monétaire et financier).

1. Typologie des titres de créance

Exemple :

- les billets de trésorerie émis par une entreprise qui a besoin de financement à court terme, ce billet est souscrit par une autre entreprise qui a des fonds à placer. La durée de ces billets est comprise entre un jour et un an.

1. Typologie des titres de créance

Warrants financiers

Titres dont le mécanisme peut donc prendre deux formes :

- Ils peuvent conférer à leurs détenteur le droit d'acquérir ou de céder un élément sous-jacent à un prix déterminé ou déterminable fixé dans le contrat d'émission.
- Ils peuvent donner le droit de percevoir un montant correspondant à la différence, si elle est positive, soit entre le cours de l'élément sous-jacent à la date de l'exercice du warrant, d'une part, et le cours d'exercice fixé dans le contrat d'émission d'autre part, lorsqu'il s'agit d'une option d'achat ; soit l'inverse lorsqu'il s'agit d'une option de vente.

1. Typologie des titres de créance

Warrants financiers

- L'utilisation des warrants financiers peut permettre à une société d'avoir accès à un financement rapide sans avoir à envisager une augmentation de capital. Le risque de dilution est donc éliminé.

1. Typologie des titres de créance

Warrants financiers

- Les warrants sont émis par un établissement de crédit, une entreprise d'investissement ou une entité irrévocablement garantie par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement.

L'obligation étant l'instrument financier le plus répandu en pratique, nous allons examiner les avantages et les inconvénients du recours à l'emprunt obligataire.

2. Avantages d'une émission d'obligations

Par rapport à l'émission de titres de capital

- L'émission de titres de créance n'entraîne pas de dilution des droits financiers et politiques attribués à chaque associé.

2. Avantages d'une émission d'obligations

Par rapport à l'émission de titres de capital

- Les intérêts de l'emprunt obligataire sont déductibles des résultats de la société émettrice :
 - Les charges financières liées aux emprunts obligataires entrent dans le champ d'application du nouveau dispositif général de limitation de la déductibilité des charges financières instauré par la loi de finances pour 2019
 - Elles sont également susceptibles d'être soumises aux dispositions concernant la limitation des taux d'intérêt servis aux associés (CGI art. 39, 1-3) et aux entreprises liées (CGI art. 212, I-a), ou encore le mécanisme anti-hybride (CGI art. 212, I-b) ou l'amendement « Charasse » (CGI art. 223 B) en matière d'intégration fiscale.

3. Inconvénients d'une émission d'obligations

Les obligations représentent de la dette et ont donc un impact négatif sur la valorisation de la société émettrice.

3. Inconvénients d'une émission d'obligations

Les obligations ne peuvent être émises que par des sociétés de capitaux (i.e. SA, SCA et SARL).

3. Inconvénients d'une émission d'obligations

Les conditions nécessaires à l'émission d'obligations peuvent limiter le recours à l'emprunt obligataire :

- La libération préalable de l'intégralité du capital social de la société émettrice

3. Inconvénients d'une émission d'obligations

Les conditions nécessaires à l'émission d'obligations peuvent limiter le recours à l'emprunt obligataire :

- L'existence :
 - pour une société par actions, de deux bilans régulièrement approuvés par ses actionnaires. A défaut, la société doit faire procéder à une vérification de son actif et de son passif par un commissaire aux comptes avant de pouvoir émettre des obligations
 - pour les société à responsabilité limitée, les comptes des trois derniers exercices d'une durée de douze mois approuvés par les associés.

3. Inconvénients d'une émission d'obligations

Les conditions nécessaires à l'émission d'obligations peuvent limiter le recours à l'emprunt obligataire :

- L'existence pour une société à responsabilité limitée d'un commissaire aux comptes désigné, ce qui implique, à défaut d'en avoir nommé un avant, le dépassement de deux des trois critères suivants :
 - Total de bilan : 1.150.000 euros
 - Montant de chiffre d'affaires H.T. : 3.100.000 euros
 - Nombre moyen de salariés au cours d'un exercice supérieur à 50.

4

Titres hybrides / complexes

Les valeurs mobilières composées donnent, selon les cas, accès au capital ou à l'attribution de titres de créance. Elles sont donc composées d'un titre primaire et d'un titre secondaire. Les combinaisons sont diverses et sont gouvernées par un principe de libre de création

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Les combinaisons des valeurs mobilières composées sont multiples et sont gouvernées par un principe de libre création.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Obligations convertibles en actions (OCA) : le souscripteur a la possibilité de convertir l'obligation en action à tout moment jusqu'à la date de maturité de l'OCA selon les termes et conditions du contrat d'émission. Le porteur de ce titre devient alors associé de la société émettrice.

Les OCA offrent une grande liberté aux émetteurs qui ont la possibilité d'avoir recours à des variantes telles que des OCA avec des bons de souscription d'actions (OCABSA) ou des bons de souscription d'obligation (OCABSO) attachés.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Bons de souscription d'actions (BSA) : le titulaire d'un BSA permet à son titulaire d'acquérir, moyennant le versement d'un prix préalablement arrêté, une quote-part du capital social.

Focus pratique

- *Le BSA a un prix de souscription représentant généralement 10% du sous-jacent, autrement dit, de l'action.*
- *Il est à noter que l'émission de BSA gratuits représente un risque fiscal en particulier lorsque ces BSA sont émis au profit de salariés.*

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Bons de souscription d'obligation (BSO) : ces bons permettent à leurs titulaire de souscrire à un emprunt obligataire.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) : obligations ordinaires auxquelles sont attachées un ou plusieurs bons de souscription d'actions de la société émettrice ou de sa société mère. Ces bons sont détachables de l'obligation et offrent donc une option à son porteur, qui peut souscrire à des actions à un prix et à une date préalablement déterminés sans que cela n'affecte le capital emprunté, le titre de créance ne disparaissant pas lors de sa mise en œuvre.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Obligations à bons de souscription d'obligations (OBSO) : obligations assorties de bons de souscription d'obligations permettant de souscrire pendant une période déterminée une autre obligation de même nature et ayant la même maturité.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Obligations remboursables en actions (ORA) : contrairement aux obligations convertibles en actions, les obligations remboursables en actions sont nécessairement remboursées en actions à terme. Les termes et conditions du contrat d'émission pourront néanmoins prévoir des cas de remboursement anticipé en numéraire.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Obligations échangeables en actions (OEA) : obligations échangeables, à l'initiative du souscripteur, en actions émises par une société autre que la société émettrice des obligations échangeables en actions.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) : ce titre combine, au choix du porteur, plusieurs mécanismes différents. Le porteur peut bénéficier du remboursement de son titre à l'échéance ou peut décider, au contraire, de se faire attribuer des actions de l'émetteur. Dans ce dernier cas, soit les obligations sont converties en actions nouvelles, soit elles sont échangées en actions existantes, soit elles combinent les deux mécanismes. Le choix prendra en compte deux éléments essentiels : le coût en trésorerie et la dilution de l'actionnariat.

1. Principe de liberté : diversité des combinaisons

Exemples de combinaisons :

- Actions à bons de souscription d'actions (ABSA) : actions auxquelles sont associées des bons de souscription d'actions qui donnent droit de souscrire à une ou plusieurs autres actions à un prix et une date déterminés préalablement. Ce mécanisme permet aux porteurs d'ABSA de maintenir leur participation au capital de la société.

2. Avantages et inconvénients de l'émission de titres hybrides

+

- Développement du financement à long terme de la société émettrice.
- Renforcement des fonds propres de la société émettrice dans le cas notamment de l'émission d'OCABSA, OCA ou ORA.
- Base d'investisseurs potentiels larges : cette catégorie de titres peut à la fois attirer des souscripteurs, acquéreurs d'actions et d'obligations.
- Flexibilité des termes et conditions quant à la détermination des éléments suivants :
 - Taux d'intérêt : montant et mode de calcul fixe et/ou variable
 - Nature de l'intérêt : payable en numéraire ou en nature
 - Valeurs et date de remboursement : détermination contractuelle du rang de différentes émissions de titres de créances
 - Date de maturité
 - Rémunération des titres hybrides généralement plus faible que celle des titres de créance.

2. Avantages et inconvénients de l'émission de titres hybrides

-
- Dilution à terme des droits financiers et politiques attribués à chaque associé.

Focus pratique

- La potentielle dilution à intervenir doit bien être mesurée car elle peut inquiéter de nouveaux potentiels investisseurs.

Les BSA-AIR répondent aux exigences de rapidité et de souplesse des investisseurs et des start-ups

3. Point d'attention les BSA-AIR (Accord Investissement Rapide)

A. Définition

- Les BSA-Air sont des valeurs mobilières donnant accès au capital de manière différée, ne pouvant être émis que dans les sociétés par actions au profit de toute personne physique ou morale. L'attribution des actions est subordonnée à la survenance d'un événement ultérieur déterminé au moment de l'émission de ces titres par les parties.

3. Point d'attention les BSA-AIR (Accord Investissement Rapide)

A. Définition

- Le mécanisme est le suivant : un investisseur met à disposition d'une société des fonds et reçoit en contrepartie des BSA-Air pour un montant égal au montant de son investissement et bénéficie d'une décote sur la valorisation retenue lors de la survenance de l'évènement ultérieur. Ce bon permettra donc à l'investisseur de souscrire un nombre variable d'actions déterminé selon la valorisation de la société retenue à la survenance d'un évènement ultérieur. Cet évènement, défini dans le contrat d'émission, se matérialise généralement par un nouveau tour de financement ou un évènement de liquidité.

3. Point d'attention les BSA-AIR (Accord Investissement Rapide)

A. Définition

- Le porteur de BSA-Air n'a aucune obligation de souscrire aux actions auxquelles les BSA-Air lui donnent droit, il s'agit d'une simple option.

Avantages pour la société émettrice

+

- Rapidité : l'avantage des BSA-AIR pour les starts-ups est de pouvoir bénéficier d'un financement en fonds propres rapide. Les fonds sont mis à disposition immédiate de la société dans la mesure où ils ne sont pas versés sur un compte « augmentation de capital » mais immédiatement inscrits au crédit du compte courant de la société bénéficiaire.
- Valorisation de la société : les discussions sur la valorisation de la société sont différées à la survenance de l'évènement ultérieur.
- Augmentation des fonds propres
- Absence d'intérêts : contrairement à l'émission d'un emprunt obligataire ou de crédit bancaire, il n'y a pas d'intérêts à payer pour la société et aucun remboursement anticipé ne peut intervenir dans la mesure où le remboursement ne peut avoir lieu qu'en cas d'exercice des BSA-Air et donc de la souscription des actions correspondantes.
- Absence de dilution immédiate

Avantages pour les investisseurs

+

- Souscription sur la base d'un taux décoté : Le BSA-Air permet à l'investisseur de voir son investissement récompensé en lui permettant de souscrire un nombre d'actions supérieur à celui auquel auront le droit les nouveaux investisseurs dans le cadre d'une levée de fonds ultérieure grâce au mécanisme de décote (dont le taux varie généralement entre 20% et 30%).
- La société émettrice et l'investisseur peuvent convenir d'une valorisation « floor » (plancher) et d'une valorisation « cap » (plafond) permettant ainsi d'encadrer la valorisation de la société émettrice par la mise en place d'un « tunnel » de valorisation afin d'appréhender dans une certaine mesure le nombre d'actions dont l'investisseur sera bénéficiaire et la dilution en résultant. Ce mécanisme permet d'éviter de réaliser un investissement dont la contrepartie ne serait pas quantifiable.
- Possibilité de plus value : la valeur de l'action peut augmenter avec le développement de la société, tandis que le prix de souscription du BSA-Air reste fixe. Ainsi, si la société se développe, l'investisseur peut réaliser une plus-value.

Inconvénients pour la société

-

- L'émission de BSA-Air requiert la réunion d'une assemblée générale extraordinaire des associés, un rapport du conseil d'administration ou du président, selon les cas, et un rapport du commissaire aux comptes. Ce dernier doit porter une appréciation sur la justification du prix d'émission et du prix d'exercice. Le régime juridique des BSA-Air n'est pas plus souple et donc plus attractif que toute autre valeur mobilière donnant accès au capital.
- L'existence du BSA-Air emporte l'application du régime légal de protection des titulaires de valeurs mobilières composées, lourd et peu adapté aux réalités économiques en particulier pour les starts-ups.

Les textes légaux ont mis en place un régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées
donnant accès au capital

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

A. Organisation des porteurs en une masse

- Les titulaires des valeurs identiques donnant accès au capital sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse jouissant de la personnalité civile.

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

B. Protection des droits individuels des porteurs

Les textes légaux permettent d'assurer aux porteurs de valeurs mobilières composées donnant accès au capital que leurs titres ne soient pas dévalués par des opérations décidées par la société qui seraient susceptibles de modifier leurs avantages sur lesquels ils ont fondé leur décision de souscrire.

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Opérations interdites à la société émettrice

Sauf autorisation expressément mentionnée dans le contrat d'émission ou obtention de l'autorisation de la masse des porteurs, les opérations suivantes sont strictement interdites

- Modifier la forme ou l'objet social
- Modifier les règles de répartition des bénéfices
- Amortir le capital
- Créer des actions de préférence entraînant une modification des règles de répartition de ses bénéfices ou un amortissement de son capital.

Sauf pour la modification de la forme ou de l'objet de la société, l'autorisation doit être assortie de la mise en œuvre de l'une des mesures protectrices énoncées ci-après.

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Augmentation du capital social, distribution de réserves et modification des règles de répartition des bénéfices.

En cas d'émission, sous quelque forme que ce soit, de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires, la société émettrice doit :

- Soit mettre les titulaires de ces droits en mesure de les exercer ; si la période prévue au contrat d'émission n'est pas encore ouverte, de telle sorte qu'ils puissent immédiatement participer aux opérations mentionnées ou en bénéficier

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Augmentation du capital social, distribution de réserves et modification des règles de répartition des bénéfices.

En cas d'émission, sous quelque forme que ce soit, de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires, la société émettrice doit :

- Soit prendre les dispositions qui leur permettront, s'ils viennent à exercer leurs droits ultérieurement, de souscrire à titre irréductible les nouvelles valeurs mobilières émises, ou en obtenir l'attribution à titre gratuit, ou encore recevoir des espèces ou des biens semblables à ceux qui ont été distribués, dans les mêmes quantités ou proportions ainsi qu'aux mêmes conditions, sauf en ce qui concerne la jouissance, que s'ils avaient été, lors de ces opérations, actionnaires

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Augmentation du capital social, distribution de réserves et modification des règles de répartition des bénéfices.

En cas d'émission, sous quelque forme que ce soit, de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires, la société émettrice doit :

- Soit procéder à un ajustement des conditions de souscription, des bases de conversion, des modalités d'échange ou d'attribution initialement prévues de façon à tenir compte de l'incidence des opérations envisagées.

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Augmentation du capital social, distribution de réserves et modification des règles de répartition des bénéfices.

Sauf stipulations contraires du contrat d'émission, la société peut prendre simultanément les deux premières mesures.

Le contrat d'émission peut prévoir des mesures de protections supplémentaires.

4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Fusion et scission

- Sauf stipulation contractuelle contraire, l'assemblée des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital n'a pas à autoriser le projet de fusion ou de scission.
- Les porteurs ne sont toutefois pas sans protection dans la mesure où il est prévu qu'ils exercent leurs droits dans la société absorbante ou dans les sociétés nouvelles issues de la fusion.

5

Conclusion

Le choix du titre financier à émettre dépendra du contexte économique, de la phase de développement de la société émettrice, de ses perspectives d'évolution ainsi que des contraintes de l'investisseur.

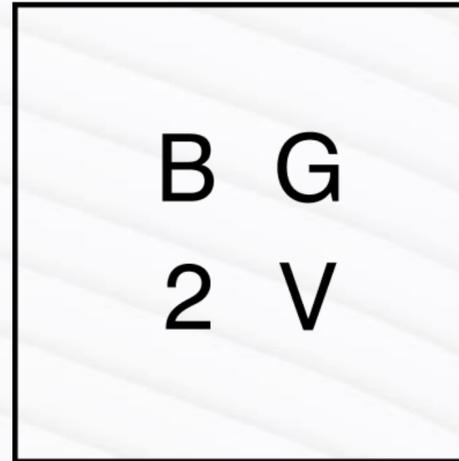
4. Régime de protection des porteurs des valeurs mobilières composées donnant accès au capital

Dès lors, au-delà du montant de la levée de fonds, les choix à faire touchent notamment aux aspects suivants :

- le type de financement de la société : fonds propres ou dette
- la dilution acceptable résultant des opérations envisagées
- les risques potentiels attachés aux instruments financiers proposés pour les investisseurs et la société
- Les impacts de la levée de fonds sur la gouvernance de la société émettrice et
- Le timing pour la réalisation de l'émission

Au regard de la complexité de ces titres, il est recommandé d'être conseillé financièrement et juridiquement si les ressources n'existent pas en interne.

Merci
de votre attention



Beylouni Carbasse Guény Valot Vernet

T : +33 1 48 88 60 60

F : +33 1 48 88 60 65

40/42, rue La Boétie - 75008 Paris

www.bv2v.com

[Linkedin](#)