

4 La pérennité des BSA ratchet en cas de coup d'accordéon

Philippe BEAUREGARD,
avocat associé,
Brunswick Société d'Avocats

et Sandra ZUKER,
avocate,
Brunswick Société d'Avocats

Évoquer la pérennité des bons de souscription d'actions dits « BSA ratchet¹ » dans un coup d'accordéon pourrait sonner comme une gageure : la pratique des BSA ratchet a donné lieu à certaines critiques tenant à sa finalité² et le coup d'accordéon (réduction du capital inférieure au minimum légal immédiatement suivi d'une augmentation de capital tendant à ramener ce dernier à un montant au moins égal au minimum légal) connaît régulièrement des mises en cause, en témoignent des échanges récents sur la stigmatisation de prétendus abus du coup d'accordéon dans le domaine du capital investissement³.

Pourtant, le recours au mécanisme de ratchet apparaît indiscutable dans la pratique du capital risque ou du capital développement : cet instrument permet de sécuriser pour tout investisseur le couple risque / rentabilité et il s'accompagne en général de mécanismes d'ajustement à la hausse bénéficiant aux actionnaires fondateurs, afin de les inciter à l'atteinte voire au dépassement des objectifs prévus dans le business plan.

Le coup d'accordéon, qui reste une opération critique et sensible, répond quant à lui à la nécessité, en cas de crise financière et dans l'intérêt social de l'entreprise, de restructurer son capital et d'apurer ses pertes ce, en préalable à la réalisation d'une opération de recapitalisation.

Dans un tel contexte où les différentes parties prenantes (actionnaires fondateurs, actionnaires investisseurs, porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital etc.) sont attentives à la préservation de leurs droits financiers, la question

« La question du maintien ou de la disparition des BSA ratchet en cas de réduction de capital à zéro reste posée par certains »

de la pérennité des BSA ratchet en cas de coup d'accordéon mérite d'être posée.

En effet, en dépit de l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 juin 2004, il subsiste des pratiques divergentes sur le traitement des BSA ratchet⁴ : ceux-ci peuvent-ils survivre à la réduction de capital à zéro ou à l'inverse disparaissent-ils ?

Avant de nous interroger sur le bien fondé de la disparition ou du maintien des droits des porteurs de BSA ratchet dans la seule hypothèse de la réduction de capital à zéro⁵ et de formuler quelques propositions ou recommandations, nous rappellerons brièvement les solutions dégagées par la pratique antérieure à l'ordonnance du 24 juin 2004 s'agissant du traitement des valeurs mobilières en cas de réduction de capital à zéro.

1. Droits des actionnaires et des porteurs d'Obligations à bons de souscription d'actions et d'Obligations convertibles en cas de réduction de capital à zéro : bref rappel de la pratique antérieure

Nous évoquerons successivement l'ouverture d'un droit de priorité aux actionnaires en vue de la souscription à l'augmentation de capital consécutive, la controverse sur le traitement des droits des porteurs d'Obligations à bons de souscription d'actions et d'Obligations convertibles en cas de réduction de capital et l'insécurité juridique qui entourait les porteurs de BSA.

A. – Ouverture d'un droit de priorité à la souscription d'actions nouvelles

Il est désormais majoritairement acquis que lors d'une « réduction du capital à zéro », l'intégralité des actions disparaît sans pour autant que les droits des actionnaires ne disparaissent, la société subsistant par ailleurs.

L'actionnaire existant dispose d'un droit de préférence dans la souscription des actions qui seront nouvellement émises dans le cadre de l'augmentation de capital immédiatement consécutive à sa réduction, bien que certains s'interrogent encore sur le fondement juridique exact de ce droit⁶. →

Suite page 2

1. Le mécanisme de ratchet « cliquet » est celui par lequel la valorisation d'une opération d'investissement est corrigée a posteriori pour s'ajuster totalement (full ratchet) ou partiellement (average ratchet) sur la base de la valorisation des titres de la société émettrice dans le cadre d'une opération ultérieure effectuée sur son capital. Le BSA est l'un des instruments les plus couramment utilisés dans la mise en œuvre d'un mécanisme de ratchet. V. pour illustrations F. Monod *L'ajustement du prix de souscription à une augmentation de capital par utilisation des bons de souscription d'actions dits « clause de ratchet »* : Actes prat. 2002, n° 62, p. 3 ou P. Brunswick et O. Dupont, *Ajustement de prix et capital investissement* : AFIC.

2. V notamment Bull. Joly Sociétés 2002 § 193 pa. 859 et s. « Les clauses de ratchet en droit des sociétés ».

3. V. *PME innovantes à fort potentiel : une adaptation du droit s'impose* : Capital Finance 2007, n° 834, p. 8 et 9 contra *Touche pas à mon coup d'accordéon !* : Capital Finance 2007, n° 836.

4. Cette problématique est transposable d'une manière générale aux valeurs mobilières donnant accès au capital de manière conditionnelle, c'est-à-dire dont les conditions d'exercice sont subordonnées à la réalisation de tel événement ou critère financier ou opérationnel (milestones, signature d'un contrat de licence etc.) par opposition aux valeurs mobilières donnant accès au capital de manière inconditionnelle, c'est-à-dire qui sont exerçables sans autres conditions que celle de l'ouverture de la période d'exercice.

5. Seule cette opération pose la question de la pérennité du BSA ratchet. Naturellement, les porteurs de BSA ratchet, et plus généralement les porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital de manière conditionnelle, sont confrontés à bien d'autres difficultés dans la mise en œuvre de leurs droits, notamment lors d'un coup d'accordéon ne se traduisant pas par une réduction de capital à zéro : mode de calcul de la réduction de leurs droits, mode de calcul de la réservation des droits des porteurs lors de l'augmentation de capital consécutive, adaptation des formules de calcul à la volumétrie du capital social, au changement de valeur nominale etc.

6. La Commission des Opérations de Bourse (aujourd'hui « AMF ») avait recommandé sous le visa de l'article 545 du Code civil, que « les actionnaires bénéficient d'un droit préférentiel de souscription à l'augmentation de capital qui suit la réduction de capital à zéro, afin qu'ils puissent, s'ils le souhaitent, rester dans la société, tout en participant à sa recapitalisation » (Bull. COB 2004, n° 286).

Nous renvoyons à ce sujet aux nombreux articles et ouvrages de doctrine et aux commentaires de jurisprudence sur la validité de la réduction de capital à zéro et son indivisibilité avec l'augmentation de capital immédiatement consécutive destinée à ramener le montant du capital social à hauteur du minimum légal.

Il reste à définir l'assiette de ce droit de préférence ou droit de priorité : quelle proportionnalité devons-nous retenir ?

En pratique, on se réfère pour la détermination du droit de préférence au droit préférentiel de souscription attachée aux titres de capital annulés ; ceci permet notamment de ne pas encourir le grief de l'éviction des actionnaires contre leur gré et préserve le droit fondamental de l'actionnaire à conserver cette qualité.

B. – Droits des porteurs d'Obligations à bons de souscription d'actions et d'Obligations convertibles en cas de réduction de capital à zéro

Sous l'empire du droit antérieur, le sort des porteurs de bons de souscription d'actions n'était pas envisagé ; pour les porteurs d'obligations, les articles 194-4 alinéa 3 (Obligations à bons de souscription d'actions) et 195 alinéa 6 (Obligations convertibles) de la loi du 24 juillet 1966 disposaient, en cas de réduction du capital motivé par des pertes, que les droits des obligataires optant pour la conversion de leurs titres étaient réduits en conséquence, comme si ces obligataires avaient été actionnaires dès la date d'émission des obligations.

Cette rédaction avait donné lieu à des analyses discordantes entretenues par la position de la cour d'appel de Versailles, dans son arrêt du 29 novembre 1990 dans l'affaire dite « Usinor »⁷ :

- pour certains⁸, la réduction de capital à zéro a pour conséquence que « *la parité de conversion chute provisoirement à zéro mais les droits de conversion renaissent à proportion de l'augmentation de capital à venir* », sous réserve que le taux de conversion soit ajusté de telle sorte que les obligataires ne reçoivent pas « *au sein du – nouveau – capital de la société, plus d'actions – relativement – qu'il n'en auraient reçues s'ils avaient converti leurs obligations en actions avant la réalisation de l'opération* ».

- pour d'autres⁹, le droit doit être considéré comme définitivement éteint, faute d'objet, les actions anciennes ayant disparu.

Ces divergences d'analyses se sont retrouvées dans la pratique.

C. – Insécurité juridique entourant les porteurs de BSA

Sous le droit antérieur, les BSA ne faisaient l'objet d'aucun régime juridique de protection de leurs

droits ; on raisonnait par analogie avec la situation des porteurs d'obligations convertibles : les porteurs de BSA souffraient donc d'une insécurité encore plus grande.

Une réforme était par conséquent nécessaire.

2. Les insuffisances de l'Ordonnance du 24 juin 2004 : en cas de réduction de capital à zéro, les droits des porteurs de BSA *ratchet* disparaissent-ils ou sont ils à l'inverse maintenus ?

Après avoir posé la problématique, nous analyserons la thèse selon laquelle les BSA *ratchet* disparaissent puis celle selon laquelle les droits de leurs porteurs seraient maintenus nonobstant la disparition de tous les titres de capital.

A. – Problématique

L'ordonnance du 24 juin 2004 lève l'incertitude pour les porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital de manière *inconditionnelle* ; selon l'article L. 228-98, alinéa 3 du Code de commerce, faute de les avoir exercées, leurs porteurs voient leurs droits réduits à néant.

Si à l'inverse les porteurs de ces valeurs mobilières exercent leurs droits valablement avant la date de réalisation définitive de la réduction de capital (et donc de l'augmentation de capital immédiatement consécutive), ils acquièrent la qualité d'actionnaires au même titre que les actionnaires anciens et supportent donc la réduction intégrale de leurs droits, tout en disposant, en tant qu'actionnaires, d'un droit de préférence à la souscription d'actions nouvelles dans le cadre de l'augmentation de capital immédiatement consécutive, à supposer que celle-ci ne soit pas opérée au profit de personnes identifiées.

Pour les porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital de manière conditionnelle, l'application du texte apparaît plus problématique.

L'article L.228-98 alinéa 4 du Code de commerce actuellement en vigueur dispose : « *en cas de réduction de son capital motivé par des pertes et réalisée par la diminution du montant nominal ou du nombre des titres composant le capital, les droits des titulaires des valeurs mobilières donnant accès au capital sont réduits en conséquence, comme s'il les avait exercés avant la date à laquelle la réduction de capital est devenu définitive.* »

La difficulté, s'agissant des valeurs mobilières donnant accès au capital de manière conditionnelle¹⁰, catégorie à laquelle appartiennent les BSA *ratchet*, vient de l'absence de prise en compte par le législateur de la situation des porteurs de ces valeurs mobilières ; il en est au demeurant de même s'agissant des modalités de réservation des droits de porteurs de valeurs mobilières donnant accès capital telles que le dispose l'article L. 228-99 du Code de commerce.

→ Suite page 3

« La situation des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital de manière conditionnelle appelle une vraie réflexion »

7. *RD bancaire et fin.* 1991, p. 102 et 103 ; *Dr. sociétés* 1991, comm. 190.

8. H. Le Nabasque, *Les droits de conversion attachés aux obligations convertibles en actions peuvent-ils être exercés après une réduction de capital social de la société à zéro : Actes prat.* 1997, n° 34, p. 24.

9. V. notamment A. Viandier : *Bull. Joly Sociétés* 1991 § 85.

10. V. pour une définition *supra* note n° 4.

Certains praticiens se sont donc interrogés sur l'applicabilité du texte de l'article L. 228-98 alinéa 4 du Code de commerce aux valeurs mobilières donnant accès au capital de manière conditionnelle, et en déduisent, de manière inexacte nous semble-t-il, que les BSA conditionnels subsisteraient nonobstant la disparition des actions¹¹.

Il semble en effet que les porteurs de BSA *ratchet* perdent, sauf stipulation contraire du contrat d'émission, ou décision spécifique de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, l'intégralité de leurs droits ce, de manière irrévocable¹².

B. – Thèse de la disparition des BSA *ratchet*

Cette analyse ne paraît pas devoir encourir la critique :

- **D'un point de vue économique**, le mécanisme de *ratchet* constitue un mécanisme d'ajustement du prix de revient de chaque action souscrite par les actionnaires investisseurs dans le capital de la société émettrice, le BSA *ratchet* protège donc la valeur économique de l'action souscrite.

Dans la mesure où l'investisseur perd l'intégralité de son investissement du fait de la réduction du capital à zéro, le BSA *ratchet* n'a plus de raison d'être, quand bien même l'investisseur concerné souscrirait-il à l'augmentation de capital consécutive, l'action protégée par le BSA *ratchet* ayant disparu.

Si l'investisseur est un FCPR ou assimilé, les titres annulés seront pris en compte pour une valeur nulle¹³ dans le calcul de la valeur liquidative qui mesure la performance du fonds, les éventuelles actions souscrites postérieurement étant inscrites pour leur prix de revient. Il pourra leur être attachés ou dédiés de nouveaux BSA *ratchet* mais en aucun cas les anciens.

- **D'un point de vue juridique**, que le BSA *ratchet* soit ou non attaché à l'action (la logique voudrait qu'il reste attaché), la solution reste la même :

- Le BSA *ratchet* peut s'analyser comme un engagement irrévocable et conditionnel pris par la société émettrice envers le porteur des BSA *ratchet* d'émettre des actions nouvelles selon certaines conditions de nature financière ;

La cause juridique du BSA *ratchet* (au sens de l'article 1131 du Code civil) réside, pour son porteur, dans la protection de la valeur économique de l'action souscrite par l'investisseur dans le cadre de l'investissement en capital.

Aussi, en cas de réduction de capital entraînant, pendant un instant de raison, la disparition de l'ensemble des titres de capital, l'engagement pris par la société devient caduc en raison de la disparition de la cause.

- L'application de la théorie du principal et de l'accessoire conduit au même résultat : l'accès-

11. V. *pt C supra*.

12. V. *pt B*.

13. La faculté donnée au fonds de conserver les titres annulés à son actif pour une durée de cinq années et pour leur prix de revient n'existe que pour les besoins du calcul du quota, et est donc sans incidence sur notre propos.

soire (le BSA *ratchet*) suit le principal (l'action souscrite dans le cadre de l'investissement), lequel disparaît dans le cadre de la réduction de capital.

Un jugement définitif rendu par le tribunal de commerce de Paris le 8 septembre 1997¹⁴, certes sous l'empire du droit antérieur, était parvenu au même constat : « attendu qu'il apparaît nécessaire dans le cas présent (réduction de capital à zéro par absorption des pertes) de réduire simultanément à zéro le droit rattaché aux BSA ».

C. – Thèse du maintien des BSA *ratchet*

Un certain nombre de praticiens soutiennent que nonobstant la réduction du capital à zéro, les BSA *ratchet* subsisteraient.

Cette analyse, qui nous paraît risquée et en partie inexacte, semble faire référence à l'arrêt *Usinor*¹⁵ qui avait reconnu, dans des conditions critiquées, le maintien du droit à conversion de certains obligataires nonobstant la réduction du capital à zéro ; une partie de la doctrine avait soutenu, sous l'empire de la loi antérieure¹⁶ que les droits de conversion « renaissent à proportion de l'augmentation de capital à venir (...) »¹⁷.

Certains praticiens ont également tiré argument de l'avis du comité juridique de l'Ansa¹⁸ sur le sort des stock-options en cas de coup d'accordéon : la réduction à zéro du capital « n'a pas pour effet de rendre caduques les options de souscription ou d'achat non encore levées ».

Le fondement juridique est juste : l'attribution d'options par la société émettrice s'analyse comme un engagement irrévocable pris par celle-ci envers les bénéficiaires d'options ce, jusqu'à l'échéance de ladite option, l'opération de réduction du capital à zéro ne faisant pas disparaître la société émettrice et ses engagements.

Raisonnement par analogie ne nous semble toutefois pas possible :

D'une part, les stock options – ou plus précisément, les options de souscription d'actions nouvelles – ne sont pas affectées au plan de l'existence de la cause juridique par la disparition des actions existantes, la cause résidant dans l'intéressement des bénéficiaires ;

D'autre part, les stock options ne sont l'accessoire d'aucune action existante ;

Enfin, depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 juin 2004 qui a posé un régime commun applicable à l'ensemble des valeurs mobilières, qu'il s'agisse de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas de réduction du capital pour cause de pertes, l'analogie ne devrait plus être de mise. → **Suite page 4**

14. T. com. Paris, 1^{er} ch., 8 sept. 1997 : *Juris-Data* n° 1997-049442.

15. Cass. com., 17 mai 1994, n° 91-21.364, P : *Juris-Data* n° 1994-001013 ; *Bull. Joly Sociétés* 1994 n° 219, p. 816.

16. (article 195 alinéa 6 de la loi du 24 juillet 1966 « en cas de réduction du capital motivé par des pertes, par diminution, soit du montant nominal des actions, soit du nombre de celles-ci, les droits des obligataires optant pour la conversion de leurs titres seront réduits en conséquence, comme si lesdits obligataires avaient été actionnaires dès la date d'émission des obligations »)

17. H. Le Nabasque : *Actes prat.* 1997, n° 34, p. 24, art. préc.

18. *Avis du Comité juridique de l'ANSA, Stock options et coup d'accordéon* : 1^{er} juill. 1998, n° 471.

3. Brèves recommandations et propositions

La pratique a recours à des mécanismes conventionnels tirés du contrat d'émission des BSA¹⁹ ou issus des actions de préférence.

A. – Mécanismes conventionnels tirés du contrat d'émission

À titre d'illustration, le contrat d'émission des BSA *ratchet* peut prévoir, en cas de réduction de capital pour cause de pertes notamment, un mécanisme conventionnel par lequel les porteurs de BSA *ratchet* se voient attribuer de nouveaux BSA *ratchet* tenant compte de la modification des paramètres liés au capital (réduction de la valeur nominale de l'action, nombre de titres existants, fixation d'un nouveau prix de référence permettant de déclencher le mécanisme de *ratchet* etc.). Pratiquement, cela suppose que l'investisseur concerné participe au tour de recapitalisation (principe du « *pay to play* »).

Notamment, deux modalités de mises en œuvre peuvent être envisagées :

- un engagement de porte fort pris par les actionnaires majoritaires de la société de convoquer une assemblée générale extraordinaire à l'effet d'émettre de nouveaux BSA *ratchet*, ce qui conduit à une efficacité limitée en cas de non respect ; il s'agirait donc d'une convention de vote soumis à ce titre aux conditions de validité qui leur sont applicables (conformité à l'intérêt social, durée limitée etc.) ;

- des délégations de compétence données par l'assemblée générale extraordinaire à l'effet d'émettre des BSA *ratchet* selon des conditions objectives définies ; toutefois, de telles délégations sont astreintes au respect des délais prévus par la loi ; la mise en œuvre peut donc s'avérer lourde, notamment si de telles délégations doivent être reconduites.

Les contrats d'émission pourront aussi prévoir des clauses d'autorisation préalable du coup d'accordéon par les porteurs de BSA *ratchet* : de telles clauses doivent toutefois être mises en œuvre avec discernement car leur utilisation, dans des conditions abusives, peut être source de responsabilité pour leurs bénéficiaires.

B. – Recours aux actions de préférence

Il peut être créé et émis des actions de préférence convertibles en nombre donné d'actions ordinaires ou de préférence nouvelles, en cas de survenance d'un événement donnant lieu à *ratchet* ; l'augmentation de capital résultant de l'exercice du *ratchet* pourrait s'opérer par prélèvement sur la prime d'émission versée au moment de la réalisation de l'investissement initial par les capitaux investisseurs, ce, par application combinée

« En dépit de la liberté offerte par l'ordonnance du 24 juin 2004, il n'existe pas de solution idéale : le praticien devrait traiter chaque situation de manière spécifique »

des dispositions des articles L. 225-128 alinéa 2 et L. 225 – 132 alinéa 5 du Code de commerce, ou sur les réserves ;

Cet instrument présente un certain nombre d'avantages et d'inconvénients :

- **avantages** : absence de décaissements de la part des bénéficiaires, automaticité de la conversion des actions de préférence qui serait stipulée dans leurs contrats d'émission, garantie donnée aux détenteurs d'actions de préférence de disposer d'un droit de priorité de souscription à l'augmentation de capital immédiatement consécutive à la réduction de capital.

- **inconvénients** : le contexte du coup d'accordéon étant celui d'une crise financière traversée par l'entreprise, l'utilisation des réserves ou des primes peut être restreint : lorsque les réserves n'ont plus suffisamment de contreparties à l'actif, l'incorporation de celles-ci peut être exclue ou limitée selon le cas.

De plus, les primes ou réserves pourraient être prioritairement affectées à l'apurement préalable des pertes.

Compte tenu du caractère sensible de l'ordre d'imputation des pertes dans les problématiques de coup d'accordéon, s'agissant du respect des droits des actionnaires minoritaires, l'utilisation de cet instrument devra donc se faire avec précautions et en respectant certains aménagements conventionnels préalables.

Enfin, le droit de priorité à la souscription d'actions nouvelles émises dans le cadre de l'augmentation de capital immédiatement consécutive à la réduction de capital à zéro ne signifie pas pour autant que le détenteur des actions de préférence se verra automatiquement attribuer des actions de préférence de la même nature ; il conviendra donc de le prévoir dans le contrat d'émission ;

L'ordonnance du 24 juin 2004 a accordé une place prépondérante au contrat d'émission de valeurs mobilières que le praticien peut occuper pour mettre en place des outils adaptés ; en matière de *ratchet*, il conviendra de se montrer particulièrement prévoyant dans la préparation et la rédaction des contrats d'émission des BSA *ratchet* ou d'actions de préférence, en gardant à l'esprit la finalité économique du *ratchet* que nous avons précédemment exposée.

Il convient donc d'être vigilant à ne pas mettre en place des solutions qui, par le maintien en toutes circonstances des BSA *ratchet* qu'elles comporteraient, préserveraient en apparence les droits des investisseurs en faisant abstraction des conséquences liées à la disparition des actions : de telles pratiques qui sont, nous semble-t-il, contraires à l'esprit du *ratchet*, peuvent dans le contexte sensible du coup d'accordéon, générer des tensions inutiles entre les actionnaires voire être sources d'insécurité juridique.

19. Naturellement, les parties pourront stipuler des dispositions spécifiques dans une convention extra statutaire telle qu'un pacte d'actionnaires ; sa force juridique sera toutefois moins grande par rapport aux stipulations du contrat d'émission.