

# Le BSA-AIR, un outil de financement à privilégier en période de crise ?

Modèle d'investissement venu des États-Unis sous le nom de « Simple Agreement for Future Equity (SAFE) », le BSA-Air répond aux exigences de rapidité et de souplesse auxquelles les investisseurs et startups prétendent, surtout en ce moment.

---

Face à la crise sanitaire du Covid-19, les opérations d'investissement en capital-risque (fonds d'investissement, Business Angels), qui assuraient principalement jusqu'ici le financement des startups, sont mises à rude épreuve. Certains investisseurs se montrent en effet moins dynamiques et préfèrent désormais temporiser. Les circonstances exceptionnelles auxquelles nous faisons face les ont contraints à suspendre, voire mettre un terme à leurs opérations de levées de fonds en cours ou à venir. Ceci a eu pour conséquence une chute du nombre de levée de fonds depuis le mois de mars dernier. Pourtant certains mécanismes employés par les startups et les investisseurs permettent de dynamiser le financement, y compris en période de crise.

## L'emprunt obligataire suffira-t-il à redynamiser les levées de fonds ?

Parce que le contexte actuel l'exige, le Gouvernement français et les acteurs publics continuent de se mobiliser afin de mettre en place des mesures de

soutien et d'accompagnement exceptionnelles en faveur des startups. En effet, le modèle de développement et l'importance des dépenses engagées par les startups pour le démarrage de leur activité ne leur permettent d'atteindre une rentabilité qu'après plusieurs années d'activité. Les startups ne disposant pas d'une assise financière solide se trouvent ainsi menacées.

Pour les aider à traverser la crise sanitaire du Covid-19, le secrétariat d'État chargé du numérique, le secrétariat général pour l'investissement et Bpifrance ont annoncé, le 25 mars dernier, la mise en place d'une enveloppe de 80 millions d'euros nommée « French Tech Bridge », financée par le Programme d'Investissement d'Avenir et gérée par Bpifrance.

Cette enveloppe devrait permettre de financer des bridges (prêts à court terme) entre deux levées de fonds, sous la forme d'obligations convertibles donnant accès au capital. Ces financements pourraient atteindre 5 millions d'euros. Ayant vocation à être co-financé par des investisseurs privés, ce dispositif pourrait permettre de mobiliser près de 160 millions d'euros en faveur des startups. Ce montant est toutefois à mettre en regard des 4,4 milliards d'euros levés par les startups en 2019.

Grâce à ce dispositif de soutien en quasi equity, les startups constituées depuis moins de huit ans, qui réalisaient des opérations de levée de fonds ou devaient en réaliser une dans les mois à venir et qui se trouvent désormais dans l'incapacité de le faire, pourront émettre des obligations convertibles. Ces obligations convertibles permettront alors à leurs titulaires de bénéficier, à terme, du remboursement de leurs créances en actions de la société et ainsi entrer dans le capital social.

## Le potentiel de l'émission obligataire reste toutefois limité

Sans être une nouveauté, cet outil présente de toute évidence un intérêt certain pour les investisseurs. Cependant, l'émission obligataire présente des contraintes techniques, telle que l'obligation de désigner un commissaire aux comptes chargé d'auditer l'actif et le passif des sociétés émettrices créées depuis moins de deux ans.

La procédure d'émission d'obligations convertibles s'étend en moyenne sur une durée de deux mois. Cette durée s'explique par la nécessité d'obtenir une décision des organes compétents et les délais imposés par les textes pour l'information des actionnaires et des tiers (notamment pour la publication de l'avis d'information, la mise à disposition des rapports des organes de direction et du commissaire aux comptes, le cas échéant). A cela s'ajoute la période de négociation des conditions applicables auxdites obligations.

De même, cet outil n'offre pas la souplesse que peuvent attendre les startups en phase d'amorçage, particulièrement dans un contexte de crise, son potentiel à dynamiser les levées de fonds se révélant ainsi limité. Plus encore, les startups émettrices s'exposent au risque que les obligations convertibles ne soient pas converties en actions à l'échéance du contrat d'émission, et d'être contraintes de procéder au remboursement des souscripteurs. A ce titre, le Secrétaire d'État chargé du numérique a indiqué que, pour Bpifrance, les obligations convertibles financées grâce au dispositif « French Tech Bridge » n'avaient pas vocation à être converties en actions à leur échéance.

C'est pourquoi le recours à d'autres mécanismes existants et moins contraignants, tels que les bons de souscription d'actions - accord investissement rapide, dits « BSA-Air », constitue une alternative qui mérite d'être envisagée.

## Le BSA-Air : une alternative puissante et incitative

Modèle d'investissement venu des États-Unis sous le nom de « Simple Agreement for Future Equity (SAFE) », le BSA-Air répond aux exigences de rapidité et de souplesse auxquelles les investisseurs et startups prétendent.

*À lire aussi*

---

[Covid-19 : 5 conseils pour éviter un contentieux prud'homal](#)

Lancés en France en 2013, les BSA-Air sont des valeurs mobilières donnant accès au capital social de manière différée, ne pouvant être émis que par des sociétés par actions (SA, SAS, SCA) au profit de toute personne physique ou morale, interne (actionnaires, mandataires sociaux, salariés) ou externe à la société (investisseurs, etc.).

## Un mécanisme simple permettant de s'affranchir des lourdeurs procédurales

Véritable alternative à la levée de fonds mais également à l'emprunt obligataire, ce mécanisme permet aux startups en phase d'amorçage de lever

des fonds rapidement ou de réaliser un bridge en évitant les lourdeurs procédurales liées aux opérations de haut de bilan.

Outre leur souplesse, la particularité des BSA-Air est qu'ils ne donnent pas directement accès au capital de la société qui les émet et ne comportent pas d'intérêts à payer ; l'attribution des actions étant subordonnée à la survenance d'un événement ultérieur déterminé en amont par les parties.

En pratique, le mécanisme est très simple. Un investisseur dit « investisseur Air » met des fonds à la disposition d'une startup. En contrepartie, cet investisseur Air se voit attribuer un bon à un prix 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 ensuite à l'investisseur Air de souscrire un nombre variable d'actions déterminé selon la valorisation de la société retenue lors de la réalisation d'un événement ultérieur. Déterminé selon des modalités définies dans le contrat d'émission, cet évènement se matérialise généralement par un nouveau tour de financement ou un événement de liquidité.

## Des fonds mis à disposition rapidement sans dilution immédiate de l'actionnariat

L'avantage des BSA-Air pour les startups est de pouvoir bénéficier d'un financement en fonds propres rapide. Cette rapidité est liée à la mise à disposition immédiate auprès de la société des fonds, ces fonds n'étant pas versés sur un compte « augmentation de capital » mais immédiatement inscrits au crédit du compte courant de la société bénéficiaire, et surtout à l'absence de valorisation de la société émettrice.

Effectivement, l'attrait majeur des BSA-Air est celui de pouvoir différer les discussions au sujet de la valorisation de la société à la survenance de l'évènement ultérieur ; les négociations se déroulant sur une période relativement courte. Or, la question de la valorisation est souvent essentielle pour les investisseurs en présence d'une entreprise à un stade de développement précoce, ou en situation de crise.

De même, les BSA-Air se distinguent des émissions obligataires ou des prêts bancaires traditionnels par l'absence d'intérêts à payer pour la société et l'impossibilité de procéder à un remboursement anticipé, le « remboursement » ne pouvant avoir lieu qu'avec l'exercice des BSA-Air et la souscription d'actions.

Enfin, un autre avantage pour la startup émettrice réside dans l'absence de

dilution immédiate de son actionnariat en place.

## Un mécanisme incitatif pour les investisseurs

Dans le contexte de cristallisation des investissements, certains investisseurs ont préféré retirer leur offre après finalisation du term sheet, tandis que d'autres ont souhaité poursuivre et mener à terme leur politique d'investissement sous une autre forme.

Des investisseurs, notamment des Business Angels et fonds d'investissement, se sont ainsi tournés vers les BSA-Air et profitent du contexte actuel pour négocier des modalités d'exercice particulièrement avantageuses, faisant du BSA-Air un outil particulièrement favorable en lieu et place d'une levée de fonds classique. De même, certains investisseurs déjà présents dans la société privilégient le recours au BSA-Air pour refinancer celle-ci afin de surmonter ses besoins en trésorerie à court ou moyen terme.

A travers notamment son mécanisme de décote (dont le taux varie généralement de 0% à 30%), le BSA-Air permet à l'investisseur Air de voir son investissement récompensé en lui permettant de souscrire un nombre d'actions supérieur à celui auquel auront droit les nouveaux investisseurs dans le cadre d'une levée de fonds ultérieure. Dès lors, l'investisseur Air dispose de la possibilité d'acquérir un nombre d'actions bien plus important que celui auquel il aurait pu prétendre lors d'une levée de fonds classique.

Ainsi, les startups souhaitant obtenir des financements immédiats auraient tout intérêt à réaliser un compromis en consentant aux investisseurs Air des taux de décote plus avantageux, afin de pouvoir poursuivre leur opération de financement et répondre à leur besoin en fonds de roulement.

Autre mécanisme intéressant du BSA-Air : la valorisation « floor » (plancher) et la valorisation « cap » (plafond). Ce mécanisme permet effectivement à l'investisseur et aux fondateurs d'encadrer la valorisation de la startup par la mise en place d'un « tunnel » de valorisation, d'appréhender dans une certaine mesure le nombre d'actions dont l'investisseur sera bénéficiaire et la dilution résultante pour les fondateurs, et d'éviter de réaliser un investissement dont la contrepartie ne serait pas mesurable.

Finalement, les BSA-Air constituent un outil juridique flexible et ajustable en fonction des attentes des startups et des investisseurs, plus intéressant en pratique qu'une émission d'obligations convertibles en actions.

# Le BSA-Air comme outil au service de la fiscalité

Fiscalement le BSA-Air peut se révéler un outil particulièrement incitatif pour les investisseurs souhaitant conserver le bénéfice du régime du report ou sursis d'imposition prévu par le Code général des impôts en cas d'opération d'« apport-cession » (art. 150-0 B, art. 150-0 B Ter).

Les investisseurs ayant cédé des titres peuvent bénéficier du maintien du report ou sursis d'imposition à condition qu'ils s'engagent à réinvestir au moins 60% du produit de la cession, pour les titres cédés à compter du 1er janvier 2019.

Ce réinvestissement doit intervenir dans un délai de 2 ans suivant la cession des titres et prendre l'une des formes suivantes : (i) l'acquisition d'une fraction du capital d'une ou de plusieurs sociétés exerçant une activité économique (dont la liste est fixée par la loi) à condition que cette acquisition ait pour effet de conférer à la société acquéreuse le contrôle de la ou des sociétés en cause ; (ii) la souscription en numéraire au capital initial ou à l'augmentation de capital d'une ou de plusieurs sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés et exerçant une activité économique.

Bien entendu, la simple souscription de BSA-Air, qui ne donne pas lieu à l'attribution immédiate d'actions, ne suffit pas à satisfaire la condition relative au réinvestissement du produit de cession. Cependant, en exerçant le BSA-Air, l'investisseur Air pourra potentiellement être considéré comme ayant rempli son obligation de réinvestissement dans le cas où cet exercice interviendrait dans le délai de 2 ans prévu par la loi.

Ainsi, il serait tout à fait envisageable pour un investisseur Air ayant réalisé une opération d'apport-cession de négociier avec la société émettrice la survenance d'un élément déclencheur (permettant l'exercice du BSA-Air souscrit), dans le délai de 2 ans suivant la cession de ses titres, afin d'échapper à une taxation immédiate du produit de leur cession.

Dans le contexte actuel, nous pourrions tout à fait imaginer que l'administration fiscale puisse admettre, à titre dérogatoire et temporaire, de retenir la date de souscription du BSA-Air, et non de son exercice, pour s'assurer du respect de l'obligation de réinvestissement donnant droit au maintien du bénéfice du report ou sursis d'imposition.

Dans ces hypothèses, le BSA-Air constituerait un outil phare et incitatif à disposition des startups et des investisseurs, ainsi qu'une alternative à l'émission obligataire.

*Florent Artaud est Head of France de Seedlegals et David Smadja est avocat dans le cabinet DJS avocats.*

---

Article écrit par DAVID SMADJA, FLORENT ARTAUD