

Éléments de correction du cas Néovacs

Pascal Quiry 27 mars 2013

- 1. Procédez à une analyse financière de Néovacs. Vous pourrez, en particulier, vous interroger sur la pertinence du besoin en fond de roulement dans cette entreprise et commenter sa structure financière.** 2,5 points

Néovacs est une start-up qui a commencé son activité dans le domaine des biotechnologies en 2003. Elle est encore en phase de R&D qui approche, pour son premier produit, de sa fin (Phase III). De ce fait elle ne génère pas encore de chiffre d'affaires et enregistre donc des pertes d'exploitation égales au total de ses charges d'exploitation, environ une dizaine de millions d'euros par an. Ces pertes comptables ont un caractère d'investissement, nécessaires au lancement éventuel de l'activité de production et de commercialisation de ses médicaments pour autant que les recherches aboutissent à des médicaments plus efficaces que ceux qui existent actuellement sur le marché.

L'analyse financière ne peut donc être que succincte : faute de chiffre d'affaires, il n'y a pas de marges ; les investissements corporels sont insignifiants (achat de matériel de laboratoire) par rapport au montant des pertes d'exploitation qui constituent, elles, le vrai investissement ; le concept de besoin en fonds de roulement (décalage de trésorerie entre le moment où les fournisseurs sont payés et celui où les clients paient) est réduit ici à un simple décalage entre principalement la date d'enregistrement comptable des crédits d'impôt recherche et celle de leur paiement effectif ; les rentabilités n'ont pas de sens compte tenu de l'absence de chiffre d'affaires.

La société est entièrement financée par capitaux propres, ce qui est logique compte tenu de l'absence de modèle économique démontré : on ne sait pas encore si la recherche aboutira à des produits plus efficaces que ceux qui existent actuellement sur le marché. Peut-être n'en sera-t-il rien *in fine* et que toutes les dépenses de R&D effectuées l'auront été en pure perte. On ne peut donc pas mettre de dettes sur cette société puisqu'il y a une incertitude majeure sur la possibilité même, à un moment donné dans le futur, d'obtenir des flux de trésorerie positifs permettant de rembourser une dette, ceci sans parler de leur montant ou de la date de leur occurrence.

Très régulièrement Néovacs procède à des augmentations de capital qui couvrent à peu près le montant des pertes de l'année suivante et qui apparaît en trésorerie à la date de clôture.

- 2. Procédez à une analyse boursière de Néovacs. Vous pourrez noter et commenter le fait que les actionnaires ont apporté en capitaux propres, depuis la création de la société et jusqu'au début 2013, 43 M€.** 2,5 points

L'analyse boursière est elle aussi nécessairement succincte puisque l'entreprise, étant en perte comptable et en phase d'investissement, ne verse pas de dividende.

Son cours de bourse est très volatile et dépend de toutes évidence des bonnes ou mauvaises nouvelles annoncées sur le front des recherches. A cet égard, Néovacs a dû annoncer fin mai 2012 des résultats décevants qui seuls peuvent expliquer une chute verticale du cours de plus de 50%. En novembre 2012, les nouvelles annoncées ont dû être très bonnes puisque le cours a quasiment doublé en quelques jours.

La valeur des capitaux propres à 47 M€ est 10 fois plus élevée que le montant des capitaux propres comptables au bilan. Mais au cas particulier ceci n'est pas très significatif, puisque Néovacs est peut-être en train de se constituer un actif par ses dépenses de R&D qui aura une vraie valeur qui n'apparaîtra pas au bilan du fait des règles comptables d'enregistrement des investissements immatériels. Il est plus pertinent, au cas particulier de comparer, la valeur des capitaux propres avec le montant total des capitaux propres apportés par les actionnaires depuis sa création, soit 43 M€.

La coïncidence des deux montants montre que les investisseurs sont encore dans l'expectative : soit les recherches échouent et les capitaux propres ne vaudront plus rien, soit elles aboutiront positivement et l'entreprise devrait alors pouvoir dégager une rentabilité dans le futur supérieure à son coût du capital ou se vendre à un groupe pharmaceutique à un prix supérieur à celui des dépenses de R&D engagées et donc à un prix supérieur à celui des capitaux propres apportés par les actionnaires. Mais aujourd'hui on ne peut pas encore savoir avec certitude quel scénario sera le bon. *The jury is still out!* D'où une valorisation en bourse des capitaux propres apportés pour leur montant.

- 3. Compte tenu d'un dernier cours de bourse avant le détachement du droit préférentiel de souscription de 3 €, calculez la valeur du droit préférentiel de souscription et celle de l'action Néovacs juste après le détachement de ce droit.**
1 point

Valeur du droit = (Valeur de l'action avant détachement du droit - prix d'émission) / (1 + 9/2)
= (3 - 1,8) / (1 + 9/2) = 0,22€.

Après le détachement de ce droit, la valeur de l'action devrait s'établir à 3€ - 0,22€ = 2,78€.

- 4. De combien sera dilué l'actionnaire qui souscrit à l'exacte hauteur de sa participation à l'augmentation de capital ? Combien de droits préférentiels de souscription doit-il en conséquence céder, exercer ou acquérir ? Pourquoi ?**
1 point

Si l'actionnaire souscrit à l'exact pro rata de sa participation à l'augmentation de capital, il n'est pas dilué et gardera à l'issue de celle-ci le même pourcentage dans le capital de Néovacs. Il devra donc utiliser tous ses droits pour souscrire et n'en aura aucun à acheter ou aucun à vendre (sauf cas de rompus pour l'actionnaire que ne détiendrait pas un nombre d'actions Néovacs multiple de 9).

- 5. De combien sera dilué l'actionnaire qui vend tous ses droits de souscription et ne participe pas à l'augmentation de capital ? Cela correspond-t-il à la définition stricto sensu de la dilution ? Pourquoi ?**
1 point

Celui qui ne souscrit pas à l'augmentation de capital et vend tous ces droits sera dilué de $N'/(N'+N)$, soit $2/(2+9) = 18\%$. S'il avait 1% du capital de Néovacs, il n'en aura plus que 0,82% après cette augmentation de capital. Ceci ne correspond pas à la définition stricto sensu de la dilution, car dans ce cas il aura touché des liquidités du fait de la vente des droits de souscription.

- 6. Que pensez-vous de la publicité diffusée à la radio par Néovacs pour son augmentation de capital : « Profitez d'un rabais de 40% par rapport au dernier cours de bourse pour devenir actionnaire de Néovacs » ?**
1 point

C'est une publicité qui joue consciemment sur l'ambiguïté et est donc trompeuse. L'investisseur ne bénéficie pas à cette occasion d'un rabais de 40%, car pour pouvoir souscrire à des actions avec un rabais de 40% par rapport à la valeur de l'action avant l'augmentation de capital il doit acheter des droits de souscription, ce qui réduit à zéro le rabais par rapport à la valeur de marché de l'action droit de souscription détaché. Pour souscrire deux actions nouvelles à 1,8 €, l'investisseur doit acheter 9 droits coutant chacun 0,22 € soit un prix total par action nouvelle de $(1,8 \text{ €} \times 2 + 9 \times 0,22 \text{ €}) / 2 = 2,78 \text{ €}$, soit un rabais de 0% par rapport à la valeur de l'action offrant les mêmes droits après augmentation de capital de 2,78 €.

- 7. Que pensez-vous du fait que le Professeur Daniel Zagury, fondateur de Néovacs qui détient 4,21 % du capital, cadre de la société et président de son comité scientifique, décide de souscrire à l'augmentation de capital pour 5.000 € et de céder le solde de ses droits sur le marché ? Quelle théorie financière permet d'analyser ce fait ?** 1 point

Néovacs est une société dont il est très difficile de prévoir le futur qui dépend intégralement du succès ou de l'insuccès de recherches poussées en biotechnologies. Le fondateur de la société, administrateur, actionnaire important, et surtout président de son comité de recherche, donc a priori la personne la mieux placée pour avoir une vue précise et la plus récente possible sur ses perspectives de viabilité des recherches actuelles de Néovacs, décide de ne souscrire que pour 5 M€ à l'augmentation de capital, c'est à dire de vendre 98 %¹ de ses droits pour une somme de 142 000 €. Ceci est nécessairement un signal négatif. On peut comprendre qu'il ne souscrive pas à la hauteur de ses droits pour des raisons de diversification patrimoniale ou parce qu'il n'en a pas les moyens financiers, mais ne pas faire une opération neutre en liquidité (vente d'une partie de ses droits pour financer la souscription avec le solde des droits restant) est très surprenant et ne montre pas de sa part une grande confiance dans l'avenir de la société.

- 8. Que Les 3 premiers actionnaires de Néovacs sont le fonds d'investissement Truffle Capital (35% du capital), spécialisé en biotechnologie et actionnaire depuis 2003, Novartis Venture, filiale de capital risque du groupe pharmaceutique Novartis (21 % du capital), actionnaire depuis 2007 et OTC Management (9 % du capital depuis 2007).**

Truffle Capital et OTC Management décident de céder 20 % de leurs droits préférentiels de souscription et Novartis Venture 70 % des siens pour 1 € en tout à 4 investisseurs financiers qui deviendront actionnaires de Néovacs à l'occasion de cette augmentation de capital en souscrivant des actions pour 1,5 M€.

Montrez en quoi ces derniers ont fait une bonne affaire financière. 1 point

Ces trois actionnaires historiques détiennent ensemble 65 % du capital soit $65\% \times 15,6 \text{ M} = 10,1 \text{ M}$ DPS. Vendre 20 % $\times 10,1 \text{ M} = 2,03 \text{ M}$ qui valent $2,03 \text{ M} \times 0,22 \text{ €} = 0,5 \text{ M€}$ pour 1€ est pour le moins surprenant pour des investisseurs financiers, même si cette somme est certainement peu importante à leur niveau. Les 4 investisseurs financiers acheteurs de ce paquet de droits deviendront donc actionnaires de Néovacs en ne payant que 1,8 € par action contre un cours de 2,78 € et font donc une bonne affaire financière en économisant ainsi 0,5 M€.

¹ Il détient 4,21% des 15,6 M d'actions soit 0,657 M d'actions et 0,657 M de DPS. Souscrire pour 5 000€ signifie souscrire $5000/1,8 = 2\,778$ actions nouvelles nécessitant $2\,778 \times 9/2 = 12\,500$ DPS. $12\,500 / 657\,000 = 2\%$. $657\,000 - 12\,500 = 644\,500 \times 0,22 \text{ €} = 142\,000 \text{ €}$

Si des investisseurs financiers, les 3 premiers actionnaires de Néovacs comme les 4 nouveaux qui ont acheté le bloc de droits pour 1€ sont prêts à faire une transaction sur la base de 1,8 €, cela montre qu'ils considèrent la société comme surévaluée sur la base de son cours de bourse de 2,78 € et que sa valeur est de 1,8 €. Provenant d'investisseurs spécialisés en biotechnologie, actionnaires de longue date de la société et la contrôlant à eux trois, ceci ne peut être interprété que comme un signal négatif.

9. Que pensez-vous du fait que les fonds d'investissement Truffle Capital et OTC Management décident de céder dans le marché 80% de leurs DPS et de garantir l'augmentation de capital à hauteur de 21 % de son montant ? 1 point

La cession de 80% de leurs droits leur rapporte : $80\% \times (35\% + 9\%) \times 15,6 \text{ M} \times 0,22 \text{ €} = 1,2 \text{ M€}$.

La garantie de 21 % du montant de l'augmentation de capital peut, si elle est mise en œuvre, leur coûter $21\% \times 6,3 \text{ M€} = 1,3 \text{ M€}$, soit à peu près le même montant.

Dans le cas où le cours de bourse de Néovacs ne baisse pas de 2,78 € à moins de 1,8 € pendant les trois semaines de l'augmentation de capital, leur garantie ne sera amenée à jouer, et l'augmentation de capital se sera traduite pour eux par une entrée de fonds correspondant à la vente de leurs DPS.

Ce n'est que si le cours de bourse tombait en deçà de 1,8 €, soit moins 35% par rapport au niveau actuel de 2,78 €, que Truffle Capital et OTC seraient prêts à faire une opération blanche pour eux.

Ce n'est pas un signal très positif qui est envoyé par eux.

10. Cette augmentation de capital va-t-elle modifier le coût du capital de Néovacs ? Pourquoi ? 1 point

Une augmentation de capital ne modifie pas en tant que telle le coût du capital d'une entreprise qui est indépendant de sa structure financière. Ce n'est que si le produit de l'augmentation de capital était investi dans des activités différentes de celles actuellement menées que le coût du capital serait affecté. Mais ici Néovacs va investir le produit de son augmentation de capital dans la poursuite de son activité actuelle.

Il n'y a donc pas de raison que cette opération financière modifie le coût du capital de Néovacs.

11. A quelle condition cette augmentation de capital peut-elle être créatrice de valeur pour les actionnaires de Néovacs ? 1 point

Une augmentation de capital en elle-même ne crée pas ni ne détruit de valeur. C'est l'usage des fonds ainsi obtenus qui crée ou détruit de la valeur. Pour Néovacs, on ne le saura que dans quelles années quand les recherches en cours auront abouties.

12. Calculez le montant des capitaux propres de Néovacs après l'augmentation de capital comme si celle-ci avait eu lieu le 1er Juillet 2012 (date des derniers documents comptables disponibles). Comparez l'augmentation en pourcentage qui apparaît alors avec la dilution entraînée par cette augmentation de capital. Qu'en pensez-vous ? Qu'est-ce qui explique cela ? 2,5 point

Grâce à cette augmentation de capital de 6,3 M€, les capitaux propres vont passer de 7,4 M€ à $7,4 + 6,3 = 13,7$ M€, soit une croissance de 85 % pour une dilution de $6,3 / (6,3 + 15,6 \times 3) = 12$ %.

Alors que les actionnaires ne sont dilués que de 12 %, les capitaux propres au bilan peuvent augmenter de 85%. Ceci s'explique uniquement parce que la valeur des capitaux propres (15,6 M d'actions à 3€ = 46,8 M€) est très supérieure à leur montant comptable (7,4 M€)

13. Pourquoi n'aurait-il pas été plus simple pour Néovacs, au lieu de procéder à 17 augmentations de capital depuis 1993 pour un montant total de 42,6 M€, de procéder dès le départ à une seule augmentation de capital de 42,6 M€ ?

1 point

C'est une vue de l'esprit pour deux raisons : Le développement d'une société, particulièrement dans le domaine des biotechnologies, est un parcours jalonné d'étapes qui doivent être franchies les une après les autres, et l'on ne peut en franchir une que si la précédente a été franchie avec succès.

Dès lors les investisseurs pour mieux contrôler l'usage de leurs fonds et éviter que les dirigeants ne s'acharnent inutilement avec des fonds importants ne financent que la réalisation de la prochaine étape. Si celle-ci est passée avec succès, les investisseurs apportent les fonds nécessaires pour le financement de la prochaine étape. Si c'est échec, on arrête les frais, les capitaux propres investis dans le passé sont perdus plus ou moins totalement, mais l'argent nécessaire aux développements futurs n'a pas été perdu puisque pas investi.

Dès lors les actionnaires fondateurs, souvent les dirigeants, ont plutôt intérêt pour minimiser leur dilution, à faire plusieurs tours de financement, s'appuyant sur le succès de l'étape précédente pour obtenir un prix d'émission des actions nouvelles à chaque fois plus élevé et donc l'émission d'un moindre nombre d'actions que celui qu'il aurait nécessaire d'émettre si tous les fonds avaient dû être réunis dès la création de la société.

14. A titre personnel, si vous aviez eu les liquidités nécessaires, auriez-vous souscrit à l'augmentation de capital de Néovacs ? Pourquoi ?

1 point

C'est un type d'investissement très particulier, un peu quitte ou double, avec une très faible visibilité sur la capacité de Néovacs de mener à bien ses recherches avec succès. C'est un peu un pari fait dans le noir. Le fait que le président du comité de recherche et les principaux actionnaires se désengagent à l'occasion de cette augmentation de capital est un signal très négatif qui justifierait pour un tiers non spécialiste de ce type de recherches de quérir ailleurs de meilleures opportunités d'investissement.

15. L'augmentation de capital de Néovacs a été un succès et la garantie donnée par Truffle Capital et OTC Management n'a eu besoin d'être mise en œuvre.

Un mois et demi après la fin de l'augmentation de capital, le cours de Néovacs était de 1,84 €. Que pensez-vous du timing de cette augmentation de capital ? Qui a été gagnant et qui a été perdant à court terme dans cette opération ? Est-ce une surprise pour vous compte tenu de vos réponses précédentes ? 1,5 point

Le timing de cette augmentation de capital a été parfait pour les anciens actionnaires qui l'ont lancée lorsque le cours de bourse venait juste de connaître une bouffée de hausse. Ainsi moins d'actions ont dû être émises pour lever le même montant de fonds, entraînant une moindre dilution pour eux.

Par contre, et ceci est un jeu à somme nulle, les nouveaux actionnaires qui ont souscrit à cette augmentation de capital en achetant des actions nouvelles (à 1,80 € plus des droits pour 0,98 €, soit un total de 2,78 €) sont clairement perdant à court terme, le cours ayant abandonné un tiers de sa valeur en 1,5 mois.

Ceci est la conséquence logique des analyses précédentes en terme de théorie du signal qui montraient que les principaux actionnaires et les plus susceptibles d'avoir une vue claire sur l'état des recherches de Néovacs, profitaient de l'augmentation de capital pour céder des droits de souscription et se diluer dans le capital de la société.