

L'OFFICINE À LA RECHERCHE DE CASH

✍ Anne Fellmann, Tina G  ral

Considérée désormais comme un secteur à risque, la pharmacie subit la crise du crédit bancaire. Aussi, investisseurs et groupements proposent-ils depuis quelques années aux candidats à la reprise d'officine un nouveau type de montage financier : le prêt sous forme d'obligations convertibles (ou non) en actions.

**Zoom sur cet instrument efficace s'il est bien utilisé...
et sur d'autres dispositifs inventifs.**



   EPHUI1979 - ISTOCK

Un même outil peut être bien ou mal utilisé. On peut soigner ou tuer avec un scalpel, ça n'en fait pas un "bon" ou un "mauvais" outil en soi. Par contre, il convient de s'intéresser à l'intention de celui qui l'utilise pour savoir si l'on est entre de bonnes mains ou en danger. » L'aphorisme, signé de Jean-Christophe Chanjou, créateur et directeur de www.achat-de-pharmacie.com, vaut pour les différents acteurs susceptibles d'investir dans les pharmacies d'officine : les fonds d'investissement qui apportent l'argent, voire les opérateurs qui servent de tiers de confiance. D'expérience, Jean-Christophe Chanjou distingue deux familles de modèles : le modèle de "captation spéculative", et celui de "répartition durable". Le premier vise la maximisation à court terme du profit de l'investisseur via l'opérateur. « Ici, l'opérateur ne cherche pas à accélérer le désendettement de l'officine, mais à capter de manière récurrente un maximum de richesse à son profit et à celui du fonds » détaille-t-il. « Cette approche conduit à l'impossibilité, pour le titulaire, de rembourser le fonds à court ou moyen terme. » A contrario, le modèle de répartition durable, qu'il recommande, tend à répartir équitablement la valeur entre les acteurs (pharmacien, opérateur, fonds) à court terme comme à long terme. Les rémunérations de l'opérateur et du fonds sont alors clairement limitées à un niveau supportable par la pharmacie et le titulaire est le premier à tirer parti de la surperformance. Dans ce cas, le financement obligataire est considéré comme un moyen de protection des investisseurs en cas de dérapage de la structure. « Aujourd'hui, il est devenu très compliqué de tirer le meilleur parti d'une officine lorsqu'on est seul » reprend Jean-Christophe Chanjou. « Parmi les modèles que j'ai analysés, celui d'Arpilabe présente, à mon sens, un bon mix. L'idée est de permettre à tout titulaire compétent de s'installer en France sans disposer d'un apport disproportionné et d'accélérer le développement de son officine. Sur le plan financier, la société utilise les ressources d'un fonds dont elle est indépendante, les titulaires sont majoritaires, le coût de l'emprunt est limité à environ 8 % et la sortie du fonds est permise par le désendettement naturel de la pharmacie. Sur le plan opérationnel, le pharmacien est au centre du projet, dans lequel il est soutenu par une équipe pluridisciplinaire qui agit en vue de maximiser la création de valeur, laquelle est maintenue dans la pharmacie. » Pour conclure son propos, Jean-Christophe Chanjou conseille : « Quelle que soit la complexité des outils utilisés, le bon sens et la bienveillance doivent guider leur mise en place. Si un pharmacien souhaite se lancer, ou simplement s'informer, je l'invite à se rapprocher des professionnels qui ont éprouvé la cohérence de ces montages. »



« Aujourd'hui, il est devenu très compliqué de tirer le meilleur parti d'une officine lorsqu'on est seul. »

Jean-Christophe Chanjou,
créateur et directeur de
www.achatdepharmacie.com



« Toute la profession a identifié le problème : il faut faire rentrer du cash dans le réseau pour le moderniser. Maintenant, la question est : où trouver l'argent? »

Laurent Filoche, président de
Pharmacorp et de l'UDGPO



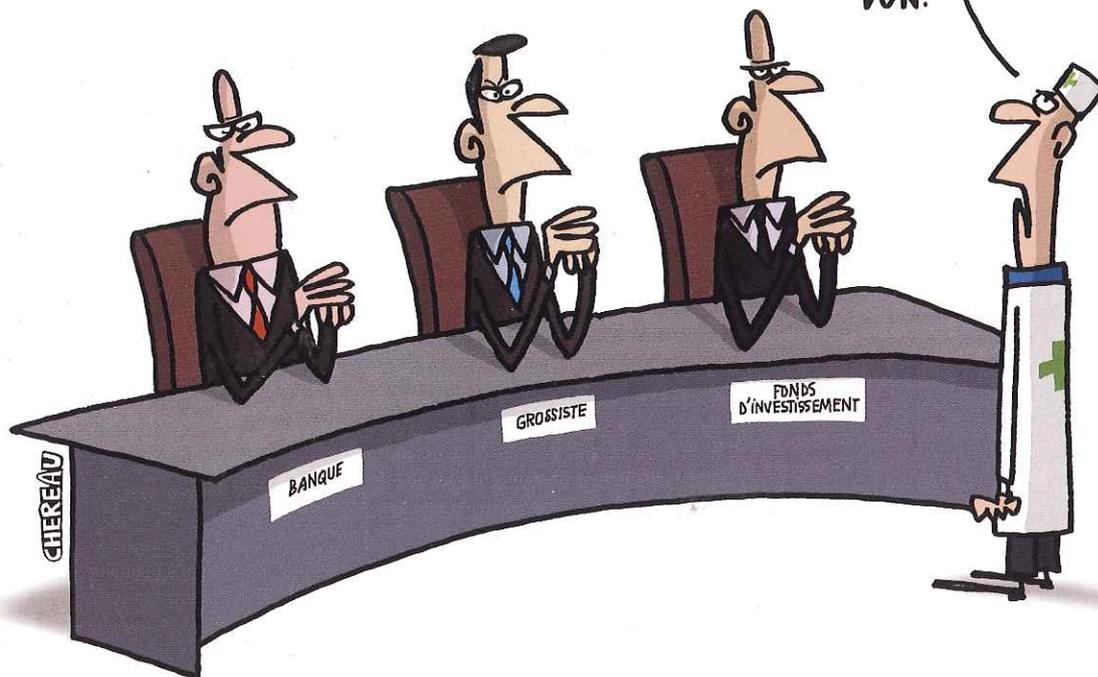
Un secteur en pleine restructuration...

La levée de fonds, c'est justement la vocation de Kross Partner, un cabinet d'intermédiation créé il y a six mois, spécialisé dans les opérations financières des entreprises du secteur de la santé. Ludovic Beaulieu, l'un des fondateurs de la société et spécialiste depuis douze ans du secteur de la distribution et du marketing pharmaceutique, est un fin connaisseur des fonds d'investissement qu'il répertorie en deux types : les fonds ISF, qui permettent de réduire le montant de l'impôt et dont la particularité est de ne pas chercher à obtenir une rentabilité très élevée à la sortie ; et les fonds financiers spéculatifs, plus agressifs en termes de rentabilité, qui comptent deux investisseurs majeurs : les banques et les assurances d'une part, les Family Offices d'autre part, c'est-à-dire les grandes familles fortunées. Après avoir proposé ses services à des laboratoires et des entreprises de parapharmacie, Kross Partner devrait très prochainement s'intéresser aux pharmaciens d'officine. « Les titulaires peuvent avoir besoin de liquidités pour faire des opérations de rachats. En complément d'un prêt bancaire traditionnel, dont les taux d'intérêt sont bas – de l'ordre de 2 % sur 12 ans –, ils peuvent aller chercher des capitaux propres via un fonds. Nous allons donc leur proposer de devenir coactionnaires minoritaires d'autres officines en faisant l'intermédiation – nous irons chercher les capitaux et nous assurerons le montage – tout en leur garantissant qu'ils en garderont le contrôle, car les obligations souscrites ne seront pas convertibles » confirme Ludovic Beaulieu. Pour Kross Partner, cette stratégie est une réponse à un secteur en pleine restructuration, avec de petites officines qui ne trouvent pas d'acquéreur et d'autres, de taille plus importante, qui sont confrontées à des difficultés de trésorerie. Mais tous les pharmaciens ne seront pas éligibles. « Nous lèverons l'argent si nous avons en face de nous un titulaire qui a un vrai projet, qui est un vrai gestionnaire et qui a une vraie vision à long terme » indique Ludovic Beaulieu. « C'est à ces trois conditions qu'il pourra emprunter. »

... Qui doit se moderniser

« Je sais que certains groupements régionaux reçoivent des appels pressants de fonds d'investissement » sourit pour sa part Laurent Filoche, le président de Pharmacorp et de l'UDGPO (Union des groupements de pharmaciens d'officine), qui fait observer la situation paradoxale dans laquelle se trouve la pharmacie française. « Elle bénéficie d'une excellente image » analyse-t-il. « Pourtant, dans le même temps, les points de vente ne sont pas au niveau de ceux d'un commerce de distribution spécialisée. Pour la plupart, ils sont petits et mal agencés. Or les titulaires

JE SUPPOSE
QU'aucun
D'ENTRE VOUS
N'A L'INTENTION
DE ME FAIRE TOUT
SIMPLEMENT UN
DON.



n'ont pas les moyens de dynamiser leurs officines comme il le faudrait. Toute la profession a identifié le problème : il faut faire rentrer du cash dans le réseau pour le moderniser. Maintenant, la question est : où trouver l'argent ? De mon point de vue, faire rentrer l'adjoint au capital est une fausse bonne idée, car ce dernier préférera, s'il le peut, financer sa propre officine. Alors bien sûr, il y a les fonds d'investissement, mais pas seulement. Il ne faut pas se focaliser là-dessus. » C'est exactement ce qu'ont compris certains des 200 adhérents que compte Pharmacorp, premier groupement indépendant du Sud-Ouest : ils font des montages financiers avec des obligations non convertibles pour aider les jeunes à s'installer. « Sur les 22 000 officines, certaines doivent être épaulées » soutient Laurent Filoche avant de prédire : « Comme ailleurs, trois réseaux vont coexister : les indépendants purs et durs, les franchisés (sous enseigne) et les intégrés, c'est-à-dire ceux qui appartiennent à un grossiste. Finalement, le fonds d'investissement, qui est incontestablement un levier pour trouver de l'argent frais, n'est ni plus ni moins méchant qu'un grossiste ou qu'un banquier. Dans tous les cas, tant qu'un

pharmacien a un emprunt à rembourser, il reste redevable de ses créanciers. Mais être redevable d'un grossiste entraîne, de mon point de vue, une certaine perte d'indépendance, car la contrepartie est d'adhérer à sa politique commerciale. C'est l'avantage d'un fonds : il n'avance pas masqué... »

Un pot commun indépendant

Que l'officine bénéficie d'une excellente image, Sébastien de Larminat, le directeur général de la société HPI, ne le conteste pas, tant s'en faut. « Le pharmacien est le professionnel auquel les Français font le plus confiance, derrière les pompiers et devant les pilotes de ligne » assure-t-il. « Si les fonds s'intéressent à cette profession, c'est bien grâce à ses fondamentaux. En revanche, les banques se montrent de plus en plus prudentes, à juste titre : de nombreux points de vente voient leur activité chuter, et les repreneurs sont de moins en moins nombreux. » En encourageant les jeunes étudiants à choisir la filière officine, HPI s'inscrit précisément dans ce qui fait son ADN : la cohérence de sa vision. « Nous fonctionnons en groupe » souligne Sébastien de Larminat. « HPI est détenue par les

DES OPÉRATIONS PAS SI SECRÈTES

Courant octobre 2016, le fonds d'investissement Five Arrows Managers, filiale du groupe Rothschild s'est porté acquéreur du groupe Lafayette. Plus discrètement, il y a un an, c'est le fonds Sagard qui investissait le groupement Paris Pharma via la création d'une holding. Avec ces montages, les deux groupes affirment clairement leurs ambitions nationales et leur volonté de grandir. Au détriment de la profession ? Pas si sûr. Pourtant, le manque de communication autour de ces opérations fait couler beaucoup d'encre et agite les réseaux de professionnels, inquiets pour leur indépendance. Espérons que les groupements concernés ne tarderont pas à éclairer nos lanternes.

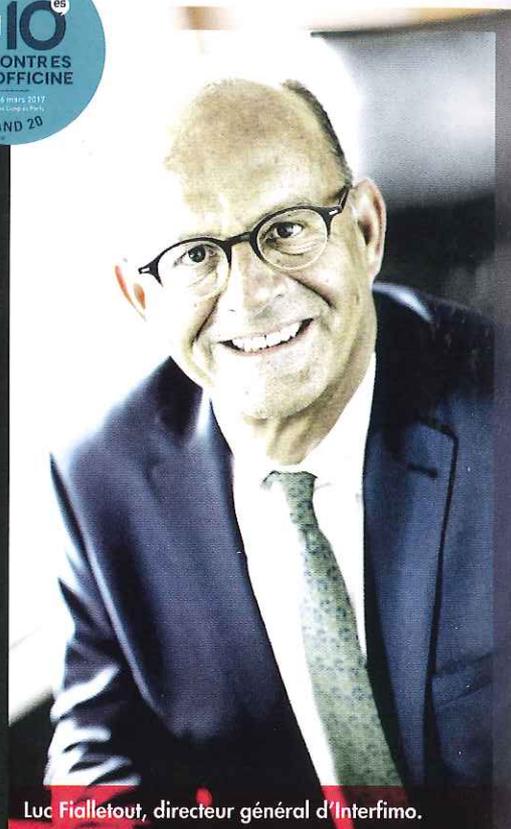
LE POINT DE VUE DU BANQUIER

« Je ne crois pas que la pharmacie soit un métier à haut risque » tempère d'entrée de jeu Luc Fialletout, le directeur général d'Interfimo. « Il n'y a pas beaucoup de secteurs d'activité pour lesquels les banques acceptent de financer de la transmission d'entreprise sur 12 ans. Qu'elles soient plus attentives à la rentabilité qu'au chiffre d'affaires, certes, mais c'est une approche plus saine, tout comme il est plus sain de considérer la pharmacie comme une entreprise. »

Interfimo a récemment mis en évidence, dans son étude sur la pharmacie, les limites de l'exercice concernant les obligations et les fonds d'investissement. Globalement, trois solutions se présentent pour un jeune acquéreur qui manque de fonds propres : s'associer avec un pharmacien investisseur, quitte à emprunter personnellement pour être majoritaire au capital de la SEL, avec partage des dividendes et des plus-values ; entrer comme minoritaire, associé avec d'autres titulaires, dans une

pharmacie très importante, et négocier sa montée progressive au capital ; émettre des obligations qu'il remboursera lorsque tout ou partie du crédit bancaire sera amorti.

« Avec une quotité et un taux raisonnable (entre 5 et 8 %), sans prime de non-conversion ou prestations de services liées exorbitantes, le système d'obligations nous semble être sain » commente Luc Fialletout. « Mais il exige de refinancer les obligations et d'allonger le financement global soit au terme du crédit bancaire, soit en cours de route si les obligations sont plus courtes que le crédit bancaire. » En d'autres termes, si le prêteur obligataire accepte de prêter sur une durée suffisamment longue, le dispositif sera d'autant plus vertueux. « La réglementation interdit à un financier d'entrer au capital d'une officine que seuls un ou plusieurs pharmaciens peuvent détenir » conclut Luc Fialletout. « Aujourd'hui, la plupart des souscripteurs potentiels aux



Luc Fialletout, directeur général d'Interfimo.

emprunts obligataires sont donc des fonds financiers associés à des groupements. Mais pourquoi la profession elle-même n'y souscrirait-elle pas ? » Un encouragement qui commence à être entendu.

pharmaciens qui la composent. Chacun d'eux est associé et toutes nos décisions sont prises collégialement. »

Le premier signe distinctif de HPI est le compagnonnage qui permet à certains jeunes diplômés de réaliser pendant un an un tour de France des officines estampillées HPI. En 2014, le réseau a franchi une seconde étape avec la création de son enseigne baptisée Totum Pharmaciens, soit la concrétisation d'une même vision professionnelle, notamment celle de développer au sein de leurs officines un parcours de soins médicalisé et qualitativement certifié. Puis il a mis en place un pool dédié aux jeunes en voie d'installation – ou à des pharmaciens déjà installés – qui, s'ils sont "HPI compatibles", reçoivent le soutien d'une commission dont la vocation est de mettre en œuvre le bon couple pharmacie/pharmacien, d'identifier le type de structure qu'ils visent et l'exercice qui leur correspond. Enfin, et c'est le dernier étage de la fusée, une aide financière aussi inventive qu'originale – qui



“ Si les fonds s'intéressent à cette profession, c'est bien grâce à ses fondamentaux. »

Sébastien de Larminat, directeur général de la société HPI

se rapproche un peu de celle qu'ont mis en place les adhérents de Pharmacorp, mais à plus grande échelle – a été créée. « C'est un véhicule d'investissement exclusivement interne et intégralement financé par HPI et par les pharmaciens du réseau qui le peuvent » indique Sébastien de Larminat. « Ce pot commun investit dans les pharmacies tout en préservant l'indépendance du chef d'entreprise qu'est le titulaire. Ce dernier a le pouvoir et l'entière liberté de sortir de son officine ce véhicule d'investissement qui ne pourra jamais, de quelque façon que ce soit, devenir son coactionnaire. » Concrètement, il s'agit d'un montage d'obligations simples et non convertibles : la pharmacie émet des obligations, le véhicule d'investissement souscrit à cet emprunt obligataire et les relations entre les deux sont gérées dans le contrat d'obligations. À tout moment, le pharmacien peut décider de rembourser l'emprunt par anticipation et l'intérêt, variable, est calculé en fonction du chiffre d'affaires et de la diminution de la dette. ●