MONTAGES FINANCIERS INNOVANTS : UN PARI RISQUÉ

L'ouverture du capital des pharmacies aux fonds d'investissement reste un tabou, mais une réalité présente depuis quelques années. Qu'en attendre ? Faut-il sauter le pas ou s'en méfier ? Enquête.

« *L'économie semble mener le monde. On a beau le déplorer, s'en offusquer, c'est ainsi. Et le monde de la santé n'y échappe pas. Néanmoins, l'économie de marché est-elle le meilleur système pour la santé ?* » En 2008, l'ancienne présidente du Conseil national de l'Ordre des pharmaciens, Isabelle Adenot, menait déjà cette réflexion dans les tribunes de la santé dédiée à cette thématique : « *L'ouverture du capital des officines aux non-professionnels : une fatalité ?* » Une douzaine d'années plus tard, force est de constater que les fonds d'investissement n'ont pas attendu pour s'attaquer au marché de la pharmacie.

Financement classique *versus* obligations convertibles en actions

Rares sont les jeunes titulaires à pouvoir s'installer avec un apport financier conséquent. Le modèle classique consiste à se tourner vers son banquier pour un emprunt avec un taux relativement bas. Mais cela ne suffit pas toujours. La tentation est grande de se tourner alors vers un investisseur privé ou fonds d'investissement pour compléter cet apport via un mécanisme d'emprunt obligataire. « *Pour y souscrire, la condition est d'être en statut SELAS* » ou société par action simplifiée de professionnels libéraux, précise Me Éric Thiebaut, avocat à Paris. « *Tant que les SELAS n'étaient pas autorisées en France pour les pharmacies, jusqu'en 2001, il ne pouvait pas y avoir d'emprunts obligataires.* » Il en existe aujourd'hui deux catégories : les obligations simples et les obligations convertibles en actions, ou OCA.

Capitaliser rapidement, mais à un niveau de risque important

Les fonds d'investissement permettent de capitaliser rapidement par le biais de ces OCA « *qui ne sont pas convertibles du fait de la réglementation actuelle, mais les fonds parient sur une hypothétique ouverture du capital* », explique Patrice Marteil, responsable des partenariats chez Interfimo. « *Dans ce système, deux types de rémunérations co-existent.* » La première, l'obligation simple, ne donne pas accès au capital de la pharmacie, mais permet à l'investisseur de faire contracter une dette à l'officine, avec un taux d'intérêt généralement assez important, mais qui est la contrepartie d'un risque plus élevé en l'absence de garantie sur le Fonds de Commerce. L'OCA donne à l'inverse un droit d'accès au capital de la société émettrice avec l'avantage d'obtenir des fonds de manière beaucoup moins contraignante qu'une banque, à un coût au final qui peut être très élevé, les fonds d'investissements prévoyant une prime de non conversion de l'emprunt obligataire en capital qui peut être très importante à la sortie.

Cette rémunération supplémentaire est exigée moyennant la non-conversion de ces obligations en actions. « *Cela revient à dédommager l'investisseur du fait qu'il n'ait pas pu bénéficier du même taux de rémunération que le pharmacien titulaire avec un coût final alors que l'obligation, tout au long de la vie de l'emprunt* ». En somme, cela revient a avoir partagé le rendement financier de la pharmacie au prorata des fonds prêtés par le fonds d'investissement et le titulaire.

EMPRUNT OBLIGATAIRE EN PRATIQUE ET EN DROIT

Cet outil de financement, très ancien, puisqu'il remonte à François Ier pour financer la guerre d'Italie, a été modernisé par la loi sur les sociétés de 1966, puis inscrit au Code du commerce. Il a connu un véritable essor au début des années 2000. L'acquisition d'un fonds de commerce ou de titres d'une officine peut se faire sous la forme d'un emprunt obligataire pour compléter apport personnel et prêt bancaire. Ce recours permet juridiquement de contourner les dispositions du Code de la santé publique et assure *in fine* à un investisseur non pharmacien d'entrer dans une officine. Tous les contrats d'émissions d'actions convertibles n'entrent pas dans le champ du monopole bancaire. Ils doivent être limités dans le temps, mais tout remboursement anticipé entraîne le remboursement des intérêts prévus jusqu'au terme du contrat. Les modalités de sortie s'avèrent très contraignantes et le prix de cession des obligations convertibles, subordonné à la réalisation de résultats, parfois inaccessibles.

“ En intervenant dans le secteur de la pharmacie, nous n'intervenons pas avec une philosophie d'investisseurs en fonds propres, mais de dette. ”

Sandrine, dirigeante de fonds d'investissement

Attention au surendettement

Me Éric Thiebaut accompagne des pharmaciens en difficulté et appelle à la prudence. « *En pratique, la plupart des fonds d'investissement vous font emprunter sur 7 ou 12 ans avec des taux d'intérêt colossaux allant de 8 à 17 %, alors qu'à la banque c'est moins de 1% et c'est* in fine *du capital créé.* » Certains titulaires se retrouvent à ne rien rembourser durant la durée de l'obligation légale, puis par exemple 500 000 euros sur 12 ans à 8 %. « *La somme due après 12 ans est souvent plus du double du capital emprunté. Dans ce cas, une fois la banque remboursée, reste à retourner encore vers une banque pour emprunter à nouveau des sommes considérables.* »

Les solutions sont : soit la trésorerie est suffisante, soit il faut lever un nouvel emprunt auprès

d'une banque ou d'un nouveau fonds d'investissement, allongeant d'autant la durée de financement initiale à un coût pouvant devenir prohibitif, explique Patrice Marteil.

Des solutions intermédiaires ?

De l'avis des experts comme Patrice Marteil, mieux vaut privilégier d'autres solutions comme l'offre de la CAVP, Pharmequity (*voir encadré*), ou les aides à l'installation des grossistes et des groupements. Au pharmacien d'analyser les possibilités juridiques de sortie de l'investisseur et son coût financier total avec l'aide de ses conseils.

Sandrine D. dirige un fonds d'investissement parisien généraliste et revendique un partis-pris différent. « *Nos investisseurs ont un profil d'épargnant privé qui cherche du rendement mais avec un profil de risque mesuré. En intervenant dans le secteur de la pharmacie, nous n'intervenons pas avec une philosophie d'investisseurs en fonds propres, mais de dette.* » Davantage orientés « équity », ces instruments obligataires sont en phase avec les attentes du secteur de la pharmacie, explique Sandrine. « *Nous ne cherchons pas à capter la création de valeur mais à placer une dette tout en mesurant le risque pris.* » Cette approche de prêteur a déjà séduit une cinquantaine de pharmaciens indépendants primo-installants à la recherche d'une officine de plus grande taille. Pour la directrice de ce fonds, « *c'est donner à chaque pharmacien le moyen de ses ambitions* ». Certes, les critères sont exigeants, les pharmacies de grande taille et le niveau d'apport important, puisque les financements s'échelonnent de 1 à 10 millions d'euros. « *Certains viennent aussi nous voir car ils n'ont pas réussi à rentrer dans le circuit bancaire traditionnel classique, par manque d'apport ou parce que l'officine n'a pas les standards en termes de ratio ou rentabilité, mais un potentiel identifié de développement.* » Sa spécificité : inciter le pharmacien à refinancer son emprunt obligataire rapidement, dès 3 ans, et à retourner sur le circuit bancaire traditionnel.

Le rôle des fonds d'investissement, mettre le pied à l'étrier, ne doit peut-être pas pour autant faire oublier ces vers de La Fontaine : « *En toute chose il faut considérer la fin.* » •

PHARMEQUITY

UNE PLATEFORME DE FINANCEMENT PARTICIPATIF ÉTHIQUE

Pour proposer une alternative aux fonds d'investissement et apporter une solution aux problématiques d'achat d'une officine, la FSPF, l'UNPF et Interfimo ont créé, en 2020, Pharmequity. Cette plateforme de financement participatif s'adresse aux candidats qui peinent à réunir la somme nécessaire pour l'acquisition d'une officine. Pour Patrice Marteil, « *le mécanisme est simple, il permet de mettre en relation des pharmaciens repreneurs d'officine en recherche de fonds propres avec des pharmaciens épargnants souhaitant accéder à des opportunités d'investissement tout en offrant une aide à l'installation* ». Elle n'est pas si différente d'un fonds d'investissement dans son principe et son mécanisme.

Un partenariat gagnant-gagnant pour le pharmacien qui renforce ses fonds propres mais sécurise sa rémunération, se fait accompagner par des pharmaciens «sleepings partner» dans un cadre juridico-financier sécurisé par des experts tout en restant indépendant sur le plan professionnel.

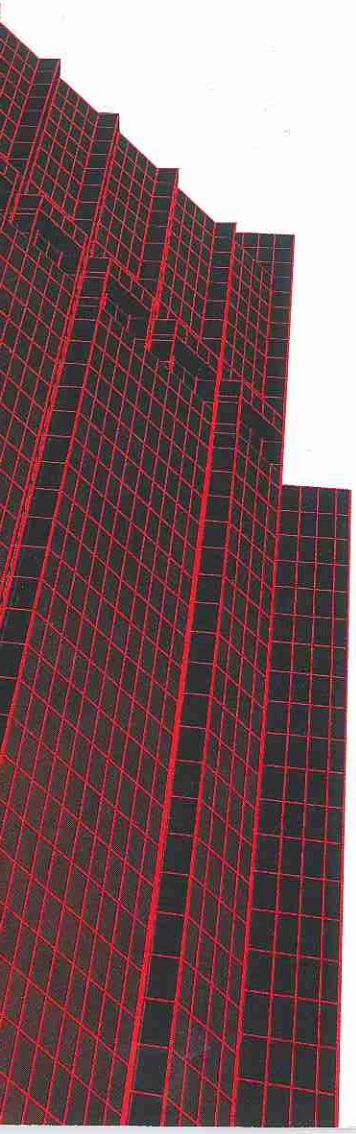
“Nous ne cherchons pas à capter la création de valeur mais à placer une dette tout en mesurant le risque pris.”

Sandrine, directrice de fonds d'investissement

GROUPEMENTS
OPÉRATION SÉDUCTION !

Eldorado ou opération en trompe-l'œil ? De plus en plus de groupements se voient proposer des fonds obligataires par des investisseurs privés et acceptent.

Il y a eu Sagard, 123 IM, G Square et Five Arrow… Les groupements sont de plus en plus nombreux à céder aux charmes des sirènes des fonds d'investissement.



Ils n'ont pas souhaité s'exprimer sur le sujet. Face aux mutations du métier (nouveaux services, vaccination…), le secteur se trouve dans l'obligation d'investir pour répondre aux attentes des adhérents, des patients et aux nouveaux besoins. La digitalisation de l'officine, sa robotisation ou l'investissement dans des espaces de confidentialité plus accueillants et les prestations de services ont un coût. Cette diversification des opérations officinales ne peut s'effectuer qu'au travers de la consolidation du réseau officinal et de sa spécialisation. Et tout cela a un coût…

Course aux adhérents et à la taille

Les groupements en quête de croissance rapide ont tout intérêt à faire appel aux fonds d'investissement pour grossir… mais ce n'est pas sans contrepartie et les risques de dilution progressive de la part des actionnaires de départ est grand, ces derniers n'ayant pas forcément les moyens d'apporter les sommes indispensables au financement de la croissance. Patrice Marteil constate le phénomène. En outre, ces structures ont plutôt tendance à aller sur les systèmes de développement de grosses officines. « *Cela sera plus facile pour eux que de multiplier des opérations et négociations sur de petites pharmacies. Un fonds d'investissement cherche à aller vite pour sortir un taux de retour sur investissement le plus élevé et le plus rapide possible.* »

> **“ Il s'agit de bien regarder les engagements pris par le pharmacien, ses droits et obligations, sans se contenter d'avoir seulement un aperçu du coût, mais aussi de tous les actes rédigés autour du prêt obligataire. ”**
>
> Patrice Marteil, responsable des partenariats chez Interfimo

Les fonds ont un rôle, celui d'investir l'épargne de tiers dans des projets sans bénéficier de garanties spécifiques comme peuvent en avoir les établissement bancaires. Ils permettent également d'accompagner la croissance d'un groupement. A ce titre le risque pris par les épargnants investisseurs au travers du fonds est élevé et mérite donc une rémunération correspondant à ce risque.

Le choix de faire appel à un fonds d'investissement reste libre et consenti, « à condition de se faire accompagner par ses propres conseils juridiques et financiers », met en garde Patrice Marteil. Et en la matière, tout dépend des exigences du fonds d'investissement. « *Il s'agit de bien regarder les engagements pris par le pharmacien, ses droits et obligations, sans se contenter d'avoir seulement un aperçu du coût, mais aussi de tous les actes rédigés autour du prêt obligataire.* » Le spécialiste en financement recommande de faire relire et analyser l'ensemble des documents juridiques et financiers, très techniques, par un avocat.