

## **L'emprunt obligataire : Nouveau moyen de financement d'une officine de pharmacie?**

L'emprunt obligataire, notion exotique pour un non-initié, correspond à un outil de financement très ancien, longtemps oublié. Son régime juridique a été défini par la loi du 24 Juillet 1966 sur les sociétés commerciales, codifié aux articles L228-38 et suivants du code de commerce, puis modifié et modernisé par l'ordonnance du 24 juin 2004 portant notamment réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales.

Le premier emprunt obligataire a été lancé par François Ier en 1522, sous forme de rente perpétuelle pour financer la guerre d'Italie. Cette technique d'emprunt obligataire a été reprise au début du XIXe siècle, d'abord par le Crédit Foncier pour porter d'importants projets industriels. La construction du canal de Panama en 1888 a été financée par un emprunt obligataire, en pleine expansion internationale de la bourse de Paris. elle aboutira à la liquidation judiciaire de la compagnie (compagnie universelle du canal interocéanique de Panama) qui avait réuni les fonds nécessaires pour mener à bien le projet. Cette liquidation judiciaire provoque la ruine de centaines de milliers d'épargnants. Les célèbres emprunts russes ruinant des millions d'épargnants en 1917 étaient des emprunts obligataires. La mémoire humaine est, semble-t-il, de durée restreinte. Le début des années 2000 a connu un véritable essor de l'emprunt obligataire après la mise en place d'un régime général des valeurs mobilières.

Au-delà du financement classique, sous forme de prêt bancaire, l'acquisition d'un fonds de commerce ou de titres d'une officine de pharmacie peut se faire sous forme d'un emprunt obligataire se traduisant par l'émission d'obligations.

Ainsi le pharmacien, candidat acquéreur, pourra compléter son apport personnel nécessaire pour contracter un prêt bancaire, par un financement consenti par un investisseur extérieur, y compris non-pharmacien. Pour ce qui concerne l'activité réglementée d'exploitation d'officine, le recours à l'emprunt obligataire (convertible) permet à des non-pharmaciens de contourner les dispositions du code de la santé publique (L5125-11 du Code de la Santé Publique), ou à des pharmaciens de contourner la limitation du nombre de prise de participation dans d'autres sociétés de Pharmacie.

Ainsi le recours à l'emprunt obligataire permettrait in fine, si l'actuelle réglementation venait à changer, à un non-pharmacien d'entrer dans le capital d'une officine de pharmacie par le biais d'émission d'obligations.

### **1-Mécanisme de l'emprunt obligataire**

Appréhender l'intérêt et les risques du recours à un emprunt obligataire pour financer son projet d'acquisition d'une officine de pharmacie suppose de connaître et comprendre le mécanisme d'un tel financement matérialisé sous forme d'obligations achetées par un investisseur.

#### 1-1 Définition

Une obligation est un titre de créance émis par une société à la recherche d'un financement.

Le souscripteur d'une obligation paye le titre et en contrepartie bénéficie du paiement d'un intérêt annuel appelé coupon.

Au la date d'échéance définie dans le contrat d'émission, la société émettrice de l'emprunt obligataire devra, comme tout emprunt, rembourser le capital a souscripteur.

Seule une personne morale peut recourir à un emprunt obligataire. En officine de pharmacie, cette personne morale est obligatoirement une société constituée sous forme de Selas, de SARL ou de SELARL tenue de désigner un ou plusieurs commissaires aux comptes.

L'attention du lecteur est attirée sur le fait que suite à des arrêts récents du conseil d'État, est remise en cause la déductibilité des cotisations de l'exploitant (travailleur non salarié) de l'officine en Selas.

#### 1-2 Différents types d'obligations.

Il existe plusieurs types d'obligations. Seules les obligations simples et les obligations convertibles en actions seront toutefois traitées.

##### *1.2.1 Obligations simples (OS) :*

Les obligations simples ne donnent pas accès au capital. Elles permettent à l'investisseur de faire contracter une dette par la société émettrice (débitrice) soit en l'espèce la société exploitant la pharmacie.

Cette dette sera remboursable uniquement en numéraire selon les modalités prévues dans le contrat d'émission d'obligations régularisé entre la société et l'investisseur (taux d'intérêt, durée...)

#### *1.2.2 Obligations Convertibles en actions (OCA) :*

Les obligations convertibles en actions donnent à l'investisseur un droit d'accès au capital de la société émettrice.

En effet, les OCA permettent la conversion des obligations en actions de la Société émettrice, toujours selon les modalités fixées dans le contrat d'émission, lequel prévoit notamment le ratio de conversion, qui définit le nombre d'actions auquel donnent droit les obligations.

Ce mécanisme permet d'obtenir des fonds selon des modalités différentes de celles des prêts bancaires. Néanmoins ce mécanisme n'est pas sans risque dans la mesure où, à la date choisie de conversion, la société émettrice (la pharmacie) risque de perdre le contrôle en se retrouvant diluée dans le capital (par l'arrivée dans le capital dans des proportions pouvant être très importantes de l'investisseur).

Les véritables enjeu actuel et problème en matière d'emprunt obligataire dans le secteur de la pharmacie d'officine, portent sur le financement par l'émission d'obligations convertibles.

#### 1-3 Le contrats d'émission d'obligation simples (OS) et d'obligations convertibles en actions (OCA).

Les contrats d'émission d'OS et d'OCA font l'objet d'une très grande liberté contractuelle, les parties définissant librement les clauses contenues dans les contrats d'obligation.

En matière de financement d'officine de pharmacie, l'emprunt obligataire est dans la très grande majorité consenti par un fonds d'investissement constitué de capitaux extérieurs à l'officine, ou encore d'un pharmacien installé ayant constitué son propre fonds.

L'excessive liberté contractuelle attachée au contrat d'émission d'obligations convertibles doit conduire à un examen très rigoureux des contrats, tout particulièrement sur trois points : le taux d'intérêt, la durée et les modalités de conversion.

Cet examen préalable s'impose pour le pharmacien d'autant plus que les contrats d'émission d'obligations sont pré-rédigés et imposés par les fonds d'investissement et s'analysent plus en des contrats d'adhésion (exemple contrat d'assurance), les contrats proposés s'inscrivent en effet dans une opération globale qui s'impose dans sa totalité à la société de pharmacie émettrice.

##### *1.3.1 le taux d'intérêt :*

L'examen de divers contrats d'émission d'obligations établis par des fonds d'investissement eux-mêmes (ou leurs conseils) a permis de constater que les taux d'intérêt pratiqués par les investisseurs détenteurs des obligations sont plus que prohibitifs, souvent de 8 % pouvant aller jusqu'à 17 %, ceci dans le contexte actuel où le taux d'intérêt bancaire annuel pratiqué pour l'achat d'une officine (ou de parts de société d'officine) est inférieur à 1 %

Il est important de souligner que l'emprunt obligataire n'entre pas dans le champ du monopole bancaire.

Par ailleurs, les règles relatives à l'usure ne sont pas applicables à l'emprunt obligataire. De ce fait, les taux d'intérêts pratiqués sont totalement libres

##### *1.3.2 La durée :*

Tout emprunt obligataire doit être limité dans le temps.

La durée est un élément non négligeable en ce qu'il a un impact certain sur l'exploitation de la pharmacie. En effet, tout événement générant le remboursement anticipé entrainera non seulement le remboursement du capital emprunté mais également le remboursement des intérêts pendant toute la durée de l'emprunt obligataire et ce jusqu'au terme prévu dans le contrat.

Ainsi et à titre d'exemple, un emprunt obligataire souscrit à un taux d'intérêt annuel de 8 % sur une durée de 13 ans, entrainera au mieux en cas de remboursement anticipé à l'issue des cinq premières années le remboursement d'intérêts calculés sur les huit années restant à courir pour arriver au terme du contrat. Au mieux car, dans la plupart des contrats, le remboursement par anticipation est purement et simplement interdit.

A l'évidence, cet élément doit être pris en compte dans le choix du recours à un financement par l'émission d'obligations convertibles. Notons également qu'en cas de non-conversion (l'investisseur n'entre pas dans le capital

de la société de pharmacie), la Selas devra s'acquitter d'une très lourde pénalité (en moyenne 25% des capitaux empruntés) appelée « prime de non-conversion ».

### 1-3 Modalités de sortie

L'examen des contrats d'émission d'obligations a permis de constater que les modalités de sortie du contrat se révélaient souvent très contraignantes.

La cession des obligations est très souvent subordonnée à la réalisation de résultats, quelques fois irréalisables, outre une exorbitante clause de non-concurrence et des préavis de sortie particulièrement longs.

## 2-Avantages et risques de l'emprunt obligataire :

L'avantage de recourir à un tel emprunt est indéniablement de disposer rapidement et facilement de fonds complémentaires permettant d'augmenter de façon sensible l'apport personnel. Néanmoins ces capitaux ne sont pas un apport personnel et doivent être déclarés comme tels à la banque finançant l'opération. À défaut, le pharmacien emprunteur ferait une fausse déclaration et pourrait s'exposer à la déchéance du terme envers la banque, c'est-à-dire l'obligation de rembourser par anticipation la totalité du montant du capital restant dû de l'emprunt bancaire.

Le recours à un emprunt obligataire ne doit pas être appréhendé comme une solution de facilité, permettant simplement de compléter aisément un apport personnel, ni constituer une décision anodine au regard des conséquences de ses choix sur l'exploitation.

Le fonds d'investissement a en effet exclusivement pour but un retour sur investissement rapide.

Il s'agit d'une opération à caractère strictement spéculatif, ce qui explique l'application des taux d'intérêts très élevés, en déconnexion totale avec les taux d'intérêts bancaires et l'encadrement drastique des modalités de rachat des titres par la société émettrice.

Le caractère strictement spéculatif de l'intervention d'un fonds d'investissement dans le financement d'une officine de pharmacie est encore plus criant.

En effet dans la réalité actuelle les obligations convertibles ne pourront jamais être converties, à défaut pour le fonds d'investissement d'être pharmacien, lequel fonds ne peut en l'état de la législation entrer directement dans le capital de la pharmacie.

Cette situation étrange oblige les associés de la société émettrice à procéder au rachat des obligations émises par la société, ce qui explique également la nécessité de s'assurer des modalités de sortie du contrat d'émission.

Le financement sous forme d'obligations convertibles constitue en l'état pour le fonds d'investissement une situation provisoire, dans l'attente d'une éventuelle modification de la législation concernant l'ouverture du capital des pharmacies à des non-pharmaciens.

Le recours à l'émission d'obligations convertibles pour financer l'acquisition d'une officine de pharmacie nécessite donc réflexion et prudence dans le cadre d'une étude comptable et juridique rigoureuse.

Compte tenu de la spécificité de l'activité de pharmacie d'officine, des taux d'intérêts bancaires très bas à ce jour et de l'existence d'autres offres alternatives, il est permis de s'interroger sur l'opportunité pour le pharmacien du recours à l'emprunt obligataire.

Suivent en annexe des exemples de listes non exhaustives de clauses et d'engagements insérés dans des contrats d'obligations convertibles en actions auxquels des pharmaciens ont souscrit.

Le fonds d'investissement et le pharmacien ne partagent aucun intérêt commun, la recherche du fonds d'investissement est et restera celui d'un retour rapide sur investissement.

D'autres offres existent pour compléter l'apport personnel pour le financement d'un fonds de commerce ou de titres d'une officine de pharmacie, tel par exemple les prêts obligataires de la CAVP

Les prêts proposés aux pharmaciens en première installation par la CAVP sont également consentis sous forme d'emprunt obligataire (OS) mais au taux fixe de 2 %.

Eric THIEBAUT  
Avocat à la Cour

## ANNEXE : EXEMPLE DE CLAUSES INSERÉES DANS LA GRANDE MAJORITE DES CONTRATS

1- un protocole d'accord est signé entre le pharmacien titulaire, (et sa SPFPL éventuelle) et le fonds d'investissement.

La durée de l'obligation souscrite est en général de 13 ans minimum (soit postérieure à l'échéance du prêt bancaire de 12 ans), le taux d'intérêt oscille entre 8 et 17 % l'an, remboursable in fine avec capitalisation des intérêts. Pour conférer une cause juridique au contrat d'OCA, une histoire est contée dans le protocole rédigé par le fonds. Elle est en général à l'opposé de la réalité.

Par exemple, dans des cas de fonds d'investissement démarchant ou faisant démarcher les pharmaciens primo-installant, à de multiples reprises il peut être indiqué dans le contrat que le pharmacien futur titulaire est venu chercher le fonds d'investissement et que ce même pharmacien futur titulaire a établi sous sa responsabilité et avec l'assistance de son expert-comptable un prévisionnel.

Certaines déclarations, contraires aux souhaits du pharmacien futur titulaire, sont même insérées. Par exemple il peut être fait déclarer que ce dernier a souhaité pouvoir disposer de la faculté de céder sa participation dans l'officine à un horizon de temps déterminé.

La rémunération du pharmacien titulaire est fixée dans des conditions souvent désavantageuses.

2- un dossier de présentation est signé par l'acquéreur. Il justifie la « nécessité » impérieuse des obligations convertibles en actions.

3- un contrat de souscription est signé par le titulaire, (et sa SPFPL éventuelle), l'acquéreur et le fonds d'investissement.

La même histoire que celle contée au 1- est reprise. Il s'agit de tenter de prouver, en cas de contentieux, que le pharmacien est venu lui-même chercher le fonds.

Il peut être aussi prévu l'exigibilité au profit du fonds d'investissement de la totalité des capitaux prêtés, à tout moment, avec un préavis de seulement 10 jours.

La faculté pour le pharmacien de rembourser par anticipation est en général interdite.

Figure également une liste innombrable d'interdits sans l'autorisation préalable et écrite du fonds d'investissement, lesquels constituent souvent une immixtion dans la gestion de l'officine par le fonds, ainsi qu'une atteinte à l'indépendance du professionnel libéral.

Notamment peuvent être interdits au pharmacien titulaire, des initiatives dans l'intérêt de l'entreprise (!) et de son développement comme la création d'une nouvelle activité par exemple un rayon d'optique, d'audio prothèse ou la vente sur Internet. De même seront interdits tout changement de méthode comptable, le changement de l'expert-comptable de la pharmacie (!) et du commissaire aux comptes. De même a pu être prévue une clause autorisant la levée du secret professionnel de l'expert-comptable de la pharmacie sur la totalité de la durée de l'obligation au profit du fonds,...

Il peut aussi être indiqué, en cas de sortie du titulaire de l'officine, une clause de non-réinstallation dans des conditions hors normes et très désavantageuses pour le pharmacien.

Il n'est pas rare que le fonds perçoive une conséquente commission de montage !

La SEL s'engage à distribuer ou non des dividendes futurs.

Bien évidemment, quand le fonds d'investissement possède (directement ou indirectement) un groupement d'achat, il est en général interdit au pharmacien titulaire de changer de groupement d'achat sur la totalité de la durée de l'obligation (13 ans par exemple) ainsi que de ne pas respecter à la lettre les conditions notamment d'approvisionnement de marchandises (y compris de médicaments remboursables auprès des seuls fournisseurs référencés pour les génériques) prévu avec le groupement d'achat, filiale directe ou indirecte du fonds.

4- Un acte de nantissement de compte d'instruments financiers portant sur les titres de la SEL détenus par la SPFPL est signé.

5- Une convention de subordination sera régularisée.

6- une promesse de vente de tous les titres de la SEL sera signée par le titulaire, son éventuelle SPFPL et le fonds. La vente des titres détenus par le pharmacien titulaire est irrévocable au profit de celui qui sera désigné par le fonds. La vente peut intervenir à tout moment à première demande du fonds. Le prix est pré-déterminé selon une formule de calcul qui fait plusieurs pages et est rarement compréhensible. Et cette promesse est transmissible aux héritiers.

7- Une promesse d'achat des titres de la SEL sera signée. Le prix prédéterminé est le même qu'à la promesse de vente. La durée de validité sera supérieure aux 13 ans de l'obligation.