

# Apport personnel

## Obligations convertibles, un choix avantageux ?



**Pour un acquéreur, il existe différentes options qui permettent d'augmenter ou consolider son apport personnel. Parmi elles, il y a l'appel à des capitaux extérieurs d'un investisseur ou d'un soutien financier et l'émission d'obligations convertibles (OC), très controversées dans la profession. Sur le plan strictement financier, les OC, bien utilisées, coûtent moins cher que les deux premières options. Telle est la conclusion surprenante d'une analyse du cabinet Flandre Comptabilité Conseil.**



Olivier Desplats, expert-comptable du cabinet Flandre Comptabilité Conseil, fait une distinction entre investisseur et soutien financier. « L'investisseur est un pharmacien associé qui apporte des capitaux significatifs, s'implique dans la gestion de l'officine et en assumera les risques. Il se portera caution si nécessaire et sa sortie de l'association se fera aux conditions de marché. Son enrichissement se concrétisera par le remboursement de l'emprunt et par la revalorisation éventuelle du fonds. »

Dans le cas du soutien financier, « les capitaux apportés sont moins significatifs, l'associé extérieur ne s'impliquera pas dans la gestion de l'officine et n'entend pas en assumer les risques. Il refusera de se porter caution. Sa sortie se fera à un prix et à une date déterminés d'avance ». La valeur de rachat prévue à un terme raisonnable de 5 à 6 ans permettra au soutien financier d'obtenir un taux de rendement des capitaux investis hors norme, compte tenu du marché financier actuel, sans amener le pharmacien exploitant à se réendetter de manière excessive. Avec l'émission d'un emprunt sous

forme d'obligations convertibles (OC), Olivier Desplats invite les acquéreurs à se poser trois questions avant de s'engager : qui se cache derrière ces montages ? Avec quelles intentions ? Que se passe-t-il en cas de difficultés ou d'accident de parcours ? « Il ne faut pas signer les yeux fermés le contrat de souscription », conseille-t-il. Et d'alerter sur trois points : le taux d'intérêt des OC, le taux de prime de non conversion, la parité au cas où un changement de législation autoriserait la conversion en actions à des non-pharmaciens (afin de ne pas devenir minoritaire dans sa propre SEL).

### Ne pas se fier aux apparences

C'est une réalité : les OC coûtent très cher en frais financiers et en prime de non conversion pour la SEL, mais pour autant le pharmacien est-il confronté au mur de la dette ? Olivier Desplats a voulu en avoir le cœur net, en comparant le coût global des trois options présentées ci-dessus à 6 ans (au moment du refinancement de l'emprunt qui permet au titulaire de retrouver son entière liberté en faisant sortir l'investisseur, le soutien fi-

nancier ou le fonds d'investissement), puis au terme du nouvel emprunt bancaire souscrit sur 10 ans.

Dans l'exemple retenu, la pharmacie réalise un CA de 2,2 M€. L'apport personnel de l'exploitant est de 120 k€, l'apport du pharmacien associé (investisseur ou soutien financier) de 240 k€. La valeur de sortie à 6 ans de l'investisseur qui détient 49,9 % des parts de la SEL est de 634 405 €, soit un rendement de 14 %/an. Pour le soutien financier, le prix convenu est de 480 k€, soit un rendement de 12 %/an. Enfin, l'emprunt obligataire levé auprès d'un fonds d'investissement est de 440 k€, au taux d'intérêt de 8 % (35,2 k€/an) avec une prime de non-conversion à 15 % (66 k€) et une parité d'échange (1 obligation = 1 action).

Au terme des 6 ans, le capital remboursé est moindre avec les OC que dans les deux autres options. Le montant du capital restant dû ainsi que la quote-part extérieure à refinancer sont moins importants ; l'emprunt bancaire de départ étant plus faible, de même que la valeur de sortie du fonds d'investissement (440 k€ vs 634 k€ et 480 k€ dans les deux autres options). De plus, les intérêts bancaires cumulés, les intérêts des OC et la prime de non-conversion étant déductibles du résultat de la SEL, l'économie fiscale en terme d'IS est nettement plus avantageuse. Au bout du compte, la meilleure option financière est l'OC. Son coût global au terme des 16 ans est de 2,296 M€ contre 2,533 M€ avec l'investisseur et de 2,363 M€ avec le soutien financier. ○

FRANÇOIS POUZAUD