Obligations convertibles

C'est quoi ? Comment ça marche ? Combien ça coûte ?

Les obligations émises par l'État ou les grandes entreprises sont des valeurs mobilières bien connues des épargnants. ***Depuis quelques décennies, les PME non cotées ont également recours aux emprunts obligataires pour se financer, en complément d'un financement en capital et d'un endettement bancaire classique.*** Serge Gilodi

Sur le marché de la pharmacie d'officine, la thématique des fonds d'investissement et des emprunts obligataires est récente : elle émerge à la suite de la remise en cause du monopole de la pharmacie par la Commission européenne en 2007 puis par le rapport de la commission Attali l'année suivante. Un premier modèle d'envergure a vu le jour dès 2009 avec le groupe Galien Développement, qui a investi via des obligations convertibles dans une vingtaine de pharmacies du sud de la France, avant de rapidement péricliter. L'intérêt porté à cette forme de financement s'est amplifié à partir de 2013, en même temps que l'arrivée des holdings et la fin de la double possibilité pour un pharmacien investisseur de détenir la majorité du capital d'une SEL de pharmacie et d'investir dans un nombre potentiellement illimité d'officines.

À l'heure actuelle, plusieurs fonds d'investissement opèrent sur le marché : FAPI (Rothschild), Sagard, 123 Venture… Le nombre d'opérations réalisées reste marginal, quelques dizaines, mais elles sont emblématiques et pèsent sur la reconfiguration du paysage officinal au-delà de leur zone d'implantation. *De facto*, tout le monde en parle. Et le moins que l'on puisse dire, c'est que l'approximation, les contrevérités, voire les fantasmes règnent !

Il convient avant tout de distinguer deux problématiques intriquées mais néanmoins distinctes :

- celle des fonds d'investissement, qui sont des opérateurs, nouveaux acteurs sur le marché de la pharmacie d'officine, susceptibles de remettre en cause l'indépendance du pharmacien et ébranler l'équilibre fragile du réseau de distribution officinal ;
- celle des emprunts obligataires, qui constituent une nouvelle source de financement et pourraient être un atout décisif pour une profession en manque de capitaux propres, et pas nécessairement le bras armé d'opérateurs peu scrupuleux.

La problématique de l'emprunt obligataire sera développée ci-après à partir de différents cas de figure permettant d'en décortiquer les mécanismes.

Qu'est-ce qu'une obligation ? Comment est-elle rémunérée ?

Une obligation simple est un titre de créance émis par une société ou un État – l'émetteur – et souscrit par un organisme prêteur ou une personne physique – le souscripteur. En souscrivant une obligation, le souscripteur consent un emprunt remboursable in fine à l'émetteur et percevra une rémunération annuelle, appelée « coupon », avant d'être remboursé à l'échéance de l'emprunt.

Le remboursement de l'emprunt obligataire est en principe subordonné au remboursement de la dette bancaire dite « senior », on parle souvent de **dette « mezzanine ».**

Une obligation convertible en actions (OCA) est une obligation à laquelle est ajoutée une option de conversion qui permet à son détenteur de l'échanger contre une ou plusieurs actions nouvelles de la société émettrice lorsqu'elle arrive à échéance.

Une obligation à bons de souscription d'actions (OBSA) fonctionne selon le même principe mais offre davantage de souplesse ; l'obligation et le BSA peuvent être dissociés et devenir deux valeurs mobilières distinctes.

Les OCA et les OBSA sont souvent appelées des **titres hybrides**, en ce sens qu'elles sont à la fois constituées d'une partie « obligation », dont le rendement est assuré par un taux fixe, et d'une partie « action », dont la valeur peut être corrélée à la valeur de l'action sous-jacente.

La rémunération des titres hybrides peut donc prendre différentes formes cumulables :

- des intérêts périodiques (coupon),
- des intérêts post-comptés, capitalisés jusqu'à l'échéance,
- un intéressement à la performance du capital de la société grâce à l'option de conversion,
- une prime de non-conversion lorsque l'option de conversion n'est pas levée.

CAS PRATIQUE ▸

La mécanique des emprunts obligataires décortiquée à travers trois exemples de financement d'une acquisition d'officine.

Dans les trois hypothèses, le coût d'acquisition de la pharmacie s'élève à 3 000 000 € et les modalités de financement sont les suivantes :

- apport en fonds propres du pharmacien : 300 000 € (300 000 actions à 1 €)
- emprunt obligataire : 600 000 €
- emprunt bancaire classique 2 100 000 €

L'emprunt obligataire est souscrit par un fonds d'investissement dont les caractéristiques diffèrent pour chacune des trois hypothèses. La sortie du fonds d'investissement est présumée intervenir au terme de 5 ans et l'ensemble de la dette – senior et mezzanine – est alors refinancée au moyen d'un nouvel emprunt bancaire. Ce dernier refinancera donc le capital restant dû de l'emprunt bancaire d'origine, soit **1 270 000 € au terme des 5 ans**, augmenté de la créance du fonds d'investissement.

1 **Le fonds LFPO « La Financière du pharmacien d'officine »** souscrit des obligations simples avec le versement d'un coupon annuel de 6 %. La SEL verse annuellement un coupon de 36 000 € et l'emprunt de **600 000 €** est remboursé au fonds LFPO au terme des 5 ans ; le nouvel emprunt bancaire s'élève donc à **1 870 000 €.**

2 **Le fonds PCP « Pharma capital partners »** souscrit des obligations convertibles en actions (OCA) avec le versement d'un coupon annuel de 6 % et une prime de non-conversion à la sortie offrant un TRI de 12 % brut à l'investisseur. La SEL verse annuellement 36 000 € ; au terme des 5 ans, elle rembourse l'emprunt obligataire de 600 000 € auquel s'ajoute une prime de non-conversion de 230 000 € permettant de satisfaire l'exigence de TRI du fonds PCP, soit un total de **830 000 €.** Le nouvel emprunt bancaire s'élève ici à **2 100 000 €,** exactement le montant du crédit bancaire d'origine.

3 **Enfin, le fonds RGP « Rastignac gestion pharma »** souscrit des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) avec un coupon annuel de 6 % et des BSA permettant de souscrire à sa valeur nominale une action pour trois obligations. Là encore, la SEL verse annuellement 36 000 € au fonds RGP. Au terme des 5 ans, le fonds RGP n'a pas la possibilité d'user de l'option offerte par les BSA, à moins que les pouvoirs publics et le législateur n'aient décidé de l'ouverture du capital des pharmacies d'ici là. En revanche, il peut céder ses BSA au pharmacien titulaire, ou à un pharmacien extérieur le cas échéant, lequel pourrait alors souscrire à une augmentation de capital de 200 000 € et détenir ainsi 40 % du capital de la société. Actuellement, la SEL rembourse ses OBSA au fonds RGP, comme dans les deux autres cas. L'opération s'apparente à celle de l'OCA avec prime de non-conversion, à ceci près que la valeur du BSA est corrélée à la valeur des actions sous-jacentes de la société et n'est pas déterminable à l'avance. Si, par hypothèse, les actifs sont valorisés à 3 000 000 €, la valeur des BSA ressort à 332 000 € et la créance du fonds RGP atteint donc **932 000 €**. Dans ce dernier cas de figure, le nouvel emprunt bancaire s'élève donc à **2 202 000 €.**

Quel est le coût de ces obligations ?

Les propos sont souvent véhéments dès que l'on parle du coût d'un emprunt obligataire. Certes, un rendement attendu de 10 % ou 12 % par un fonds d'investissement peut paraître très élevé au regard d'un financement bancaire à 1 %. Mais la comparaison a-t-elle du sens ? Rappelons en effet que la dette obligataire vient compléter un défaut de fonds propres du pharmacien actionnaire et correspond donc à de l'argent que, précisément, la banque refuse de prêter ! Dit autrement, elle permet la réalisation d'une acquisition qui n'est pas réalisable au moyen d'un financement bancaire classique, en l'espèce de 2 700 000 €. En revanche, le coût de la dette obligataire n'apparaît pas si élevé si on le compare à un taux de rendement de 15 % ou 20 % classiquement attendu – et obtenu – par un pharmacien actionnaire en rémunération de son apport en fonds propres.

Conclusion

Dans le monde des PME, les financements obligataires sont appréciés des dirigeants et actionnaires, car ils permettent de racheter ou de développer une société tout en limitant la dilution du capital. De leur côté, les prêteurs obligataires ont rarement vocation à devenir actionnaires et les options de conversion en actions des OCA ou autres titres hybrides ont pour objectif principal de doper la performance de leur investissement. Sur le marché de la pharmacie, l'appétit d'une certaine classe de pharmaciens investisseurs et l'impossibilité de multiplier les participations en capital peuvent conduire à détourner les obligations de leur finalité originelle. Ainsi, certains pharmaciens investisseurs, parfois associés à un fonds mais pas toujours, utilisent les contrats de prêts obligataires pour maximiser leur capitalisation et ne laisser qu'une portion congrue à leurs « associés » titulaires. Il est exact que ces dérives existent et il faut les combattre. Mais les schémas obligataires vertueux existent aussi : ils permettent à des pharmaciens dynamiques, mais pas nécessairement fortunés, de réussir leur installation, pour un coût relativement élevé tout en étant néanmoins supportable.

Taux de rendement (TRI) attendu dans les PME non cotées :

RESSOURCES	TRI
Fonds propres	15 à 30 %
DETTE OBLIGATAIRE	10 à 15 %
DETTE BANCAIRE	1 à 2 %

Synthèse à N+5	Fonds LFPO	Fonds PCP	Fonds RGP
Fonds propres pharmacien	1 130	900	798
Total dette à restructurer	1 870	2 100	2 202
Dont dettes obligatoires	600	830	932
TRI Pharmacien	30,4 %	24,6 %	21,6 %
TRI Fonds d'investissement	6,0 %	12,0 %	14,3 %