

Financement du développement : savoir différencier financiarisation et financement ou comment ne pas jeter le bébé avec l'eau du bain

À la tête d'une véritable entreprise, le biologiste médical peut appréhender tous les outils de gestion et de financement du développement offerts aux entreprises sans devoir pour autant renier ce qui fait la spécificité d'un acteur de la santé.

L'émergence depuis plusieurs années de groupes de laboratoires de niveaux national et même international, capitalisés et contrôlés par des investisseurs financiers extérieurs, a eu pour effet de jeter l'anathème sur l'investisseur financier comme partenaire de l'entreprise.

Transposer ces schémas à la situation des laboratoires qui demeurent exclusivement contrôlés par des biologistes professionnels en exercice constitue une erreur de lecture qui, si elle n'est pas corrigée, risque de priver les laboratoires d'un outil de financement pertinent, lequel peut s'avérer incontournable dans les années à venir. Outre les limites imposées par la loi qui garantissent l'indépendance du professionnel libéral, la question qui se pose à tout professionnel libéral est de savoir si l'ouverture de son capital comme moyen de financement de sa croissance constitue une perte d'autonomie. Ce point mérite d'être étudié.

Les buts recherchés

Pourquoi le biologiste devrait-il ouvrir son capital ?

Schématiquement, les besoins de financement doivent répondre à deux objectifs :

- le financement de l'activité et de la croissance,
- l'entrée et la sortie des biologistes au capital.



Les regroupements successifs de laboratoires amènent le biologiste médical à appréhender les outils de gestion et de financement offerts aux entreprises.

Le financement de la croissance

Ce financement peut intervenir par le recours à l'emprunt classique. Cependant, le recours à l'emprunt peut s'avérer impossible en cas d'atteinte des limites des capacités d'endettement du laboratoire. Dans ce cas, une opération de capital investissement, parce qu'elle tend à renforcer les fonds propres du laboratoire, peut contribuer à la restauration de ses capacités d'endettement, voire se substituer complètement à un emprunt.

Dans le cadre d'opérations de croissance externe, le recours à un investisseur financier, de préférence à un emprunt, permet de partager avec celui-ci le risque inhérent à l'acquisition et d'obtenir



Charles Casal et François Marchadier
Avocats au Barreau de Paris

ainsi une plus grande liberté dans l'emploi des fonds investis par rapport à un prêt dédié à une opération spécifique.

La sortie des associés

Du fait de la pyramide des âges, les laboratoires se trouvent confrontés, dans les dix années qui viennent, à un grand nombre de départs de biologistes qui prendront leur retraite. La forte valorisation du laboratoire et du capital détenu par les candidats au départ pose nécessairement la question du financement de ces sorties. Il n'est pas certain que les nouvelles générations seront toutes disposées à investir à titre personnel à hauteur des valorisations actuelles. Le laboratoire n'aura pas nécessairement la capacité de faire face, par l'autofinancement, à la satisfaction cumulée des besoins d'investissements et du rachat des titres détenus par les associés retrayants.

En outre, pour le biologiste futur associé, l'effet de levier fiscal prêté aux SPFPL pourra s'avérer vain dans de nombreux schémas où la taille acquise par les laboratoires et leur valorisation rendront difficile, voire impossible, l'atteinte d'un taux de détention de 5 % permettant la mise en place d'un régime fiscal mère/fille permettant la déductibilité des intérêts d'emprunt. Dans ce cas, l'intervention d'un capital investisseur permettra de remédier à cette situation de blocage.

Dans un grand nombre de situations, les opérations de capital investissement engloberont à la fois des opérations d'augmentation de capital et des opérations de rachat de titres d'associés retrayants.

Les questions à se poser avant de recourir à un capital investisseur

Le choix de l'investisseur

L'investisseur qui sera choisi sera présent aux côtés des biologistes comme un associé à part entière pendant plusieurs années. C'est



Associé à part entière pendant plusieurs années, l'investisseur doit être considéré comme un partenaire, et non comme un simple prestataire.



L'investisseur doit avoir une conscience aigüe du contexte réglementaire, déontologique et économique du secteur.

donc un partenaire qu'il faut choisir et non un simple prestataire. Il est donc important de s'attacher à vérifier les motivations de l'investisseur et l'implication qu'il met dans l'analyse et la compréhension du secteur de la biologie médicale, à l'aune du contenu des discussions qui peuvent se mettre en place.

Toutes les banques ont dans leur sein des structures spécialisées dans ces activités de capital investissement.

Dès lors que les relations avec son ou ses banquiers historiques sont bonnes, il paraît naturel de se tourner en premier lieu vers ces partenaires habituels. Les banques présentent l'avantage de pouvoir investir leurs propres fonds, ce qui peut leur permettre plus de souplesse que lorsque les fonds investis sont des fonds gérés pour le compte de tiers. Un tel investissement peut donc être le gage d'une relation équilibrée entre le laboratoire et l'investisseur.

Au-delà de la relation de confiance et de l'historique qui peuvent exister avec son banquier, il faut privilégier le partenaire qui a une conscience aigüe du contexte réglementaire, déontologique et économique du secteur. Il n'est pas exclu qu'à partir d'un certain niveau d'investissement, l'investisseur pressenti souhaite constituer un tour de table avec des co-investisseurs. La présence de co-investisseurs est une source de complexité qui ne doit trouver sa justification qu'à travers l'importance des fonds levés.

La détermination du montant à investir

Le biologiste doit obligatoirement se poser la question préalable des montants à investir. Cela passe notamment par la détermination ou par l'élaboration d'une vision du développement du laboratoire à moyen et long termes qui est généralement formalisée dans un plan de développement d'affaires. C'est au demeurant un gage de crédibilité vis-à-vis de ses interlocuteurs et cela permettra



Avec les prochains départs à la retraite d'un grand nombre de biologistes se pose la question du financement de la sortie des associés.



Le plan de développement d'affaires permet de cibler les investisseurs à solliciter.

de cibler les investisseurs à solliciter, les structures susceptibles d'intervenir étant différentes selon la taille de l'investissement.

La valorisation

La première discussion avec les investisseurs approchés portera sur la question de la valorisation. Elle est capitale pour l'opération puisqu'elle déterminera la potentialité de plus-value lors de leur sortie. Elle est tout aussi fondamentale pour les associés déjà en place – puisqu'elle conditionnera leur niveau de dilution – et pour le laboratoire – puisqu'elle doit répondre aux besoins de financement. Sur cet aspect, les biologistes ne devront pas s'en remettre aux seuls travaux réalisés par l'investisseur, quel que soit le degré de confiance qui existe entre le laboratoire et lui. Il est à ce stade essentiel de faire intervenir un expert reconnu, bon connaisseur de la biologie et rompu aux discussions avec les investisseurs tout en gardant présent à l'esprit que la valorisation est l'élément fondateur du partenariat et qu'il doit être satisfaisant pour les deux parties en présence.

La lettre d'intention

Une fois l'étape de la valorisation franchie, l'investisseur va émettre une lettre d'intention synthétisant les principales conditions de son investissement. Cette lettre d'intention doit être, avant son acceptation, scrupuleusement examinée et négociée car elle servira de référentiel pour toute la suite des opérations.

Le pacte d'actionnaires

Une fois l'investissement réalisé, les relations entre les biologistes et l'investisseur seront régies par les statuts et un pacte d'actionnaires. Le pacte d'actionnaires est donc

l'élément contractuel fondamental.

Il s'analyse comme un contrat qui a force obligatoire entre tous ses signataires et qui complète les dispositions statutaires. Il faut ici rappeler qu'il est impératif de veiller à la cohérence entre les statuts et le pacte d'actionnaires. En cas de conflit, les statuts prévalent.

Le pacte d'actionnaires aura essentiellement vocation à régir la gouvernance du laboratoire, le capital social et les droits y afférent. S'agissant de la gouvernance, il est un point acquis qu'en aucun cas l'investisseur n'a vocation à devenir dirigeant du laboratoire ; il souhaitera, en revanche, le plus souvent, avoir la possibilité de siéger dans un organe de surveillance et de bénéficier d'un droit de consultation préalable sur les décisions les plus importantes.

L'investisseur désirera aussi disposer d'un droit d'information privilégié qui contraindra les dirigeants du laboratoire à suivre, selon une fréquence et des niveaux de contrainte plus ou moins élevés selon le contenu des discussions, des obligations dites de « reporting ». L'investisseur pourra également vouloir traiter dans le pacte d'actionnaires le montant de rémunération des biologistes professionnels en exercice.

Enfin, le pacte comprendra nécessairement un certain nombre de mécanismes qui s'appliqueront en cas de cession de titres et qui permettront de contrôler les mouvements de capital (droits de priorité ou droits de préemption, droits de sortie proportionnelle ou totale en cas de cession à un tiers), l'idée sous-jacente étant que l'investisseur souhaitera s'assurer qu'en tant que minoritaire, il ne sera pas soumis au seul bon vouloir des majoritaires.



Le pacte d'actionnaires est l'élément contractuel fondamental entre les biologistes et l'investisseur une fois l'investissement réalisé.

La sortie de l'investisseur

L'un des aspects essentiels du pacte, s'agissant de l'intégration d'un investisseur financier, tiendra aux conditions de sa sortie et de ce qu'il est convenu d'appeler la « clause de liquidité ».

Tout investisseur sera attaché à la mise en place d'automatismes lui permettant de s'assurer qu'il pourra revendre sa participation à l'issue d'un cycle d'investissement d'une durée comprise en général entre 4 et 7 ans.

Si l'on écarte l'hypothèse marginale d'une cession de la totalité

du capital du laboratoire au moment de la sortie de l'investisseur, il faut envisager deux types d'opérations :

- la participation de l'investisseur peut être cédée à un nouvel investisseur. Il s'agira dans cette hypothèse de ce qu'il est convenu d'appeler une « opération secondaire » qui permet de conserver les équilibres au sein du capital. Le nouvel investisseur accompagnera le laboratoire dans un nouveau cycle de développement. Il arrive régulièrement que l'investisseur lui-même réalise le renouvellement de cette opération et se substitue à lui-même ;

- l'autre hypothèse consiste en le rachat par les biologistes de la participation de l'investisseur. Cela pourra être l'occasion de mettre en place un montage ayant recours ou non à l'endettement et à l'effet de levier qui peut y être attaché en vue de permettre aux biologistes de contrôler à nouveau la totalité du capital. L'investisseur aura pour objectif de se garantir de céder sa participation au prix du marché.

De manière générale, on distingue deux séquences dans cette opération de sortie.



Le rachat par les biologistes de la participation de l'investisseur peut permettre aux biologistes de contrôler à nouveau la totalité du capital.

réaliser l'accord de sortie. Dans l'hypothèse où aucun accord ne peut être trouvé, il peut s'ouvrir une deuxième séquence durant laquelle un mandat de cession de tout ou partie des titres est confié à un intermédiaire financier.

On part du principe, dans cette hypothèse, que, faute de trouver un accord sur le prix de sortie, « l'appel au marché » devrait permettre de déterminer ce prix. Cette séquence peut avoir pour effet d'amener les biologistes soit à céder leurs titres au prix offert, soit à acquérir les titres de l'investisseur à ce même prix.

Conclusion

En conclusion, la seule véritable indépendance vis-à-vis du secteur financier serait de pouvoir se dispenser totalement d'y avoir recours.

La biologie a dépassé ce stade depuis longtemps.

Le financement de la croissance par l'investissement en capital



L'investissement en capital peut permettre d'assurer l'indépendance d'un laboratoire sur le long terme.

peut, s'il est bien négocié, permettre d'assurer l'indépendance d'un laboratoire sur le long terme.

Pourquoi est-il permis de l'affirmer ? L'investissement en capital peut permettre d'accélérer le développement et ainsi la mise en place des avantages compétitifs assurant la pérennité du laboratoire et évitant des rapprochements non véritablement souhaités. Il faut cependant rester vigilant. À la différence d'un entrepreneur du secteur marchand, le biologiste a vocation à poursuivre son activité jusqu'à la fin de sa carrière et non pas à réaliser des plus-values à court ou moyen terme qui supposent la perte de l'outil de travail et une reconversion professionnelle.

La gestion de la sortie de l'investisseur en capital mettra en évidence la seule véritable divergence d'intérêts avec cet associé particulier et nécessitera des solutions innovantes.

La sortie d'un partenaire banquier de profession, partie au capital, si elle est bien encadrée, n'a pas de raison d'être plus perturbatrice que l'opération de sortie d'un associé historique qui détient une part significative du capital du laboratoire.

Les autres sujets à traiter ne seront finalement guère plus complexes que ceux qui doivent être prévus dans les laboratoires où le nombre d'associés professionnels en exercice devient important, par l'effet de regroupements successifs et où se pose, dans les mêmes circonstances que l'entrée d'un investisseur, la question de la gouvernance et du capital. ■

François MARCHADIER | Charles CASAL
Avocats au Barreau de Paris, associés au sein du Cabinet
Cheysson Marchadier & Associés

CHEYSSON MARCHADIER & ASSOCIÉS
SOCIÉTÉ D'AVOCATS

Le Cabinet Cheysson Marchadier & Associés est un cabinet de droit des affaires qui possède un savoir-faire tant en conseil qu'en contentieux lui permettant d'intervenir pour le compte des entreprises dans tous les aspects de leurs activités.

À ce titre, il a développé une pratique en matière d'accompagnement des entreprises dans leur développement, notamment à travers leurs opérations capitalistiques impliquant l'entrée d'investisseurs.

Le Cabinet Cheysson Marchadier & Associés intervient régulièrement pour le compte de laboratoires de biologie médicale lors de leurs opérations de regroupement.