

Valorisation et pacte d'associés : clarté ou obscurité?



DNY59-istock

leur gouvernance dans le fonctionnement de l'entreprise et les mouvements de titres. Ce pacte peut être signé par tous les associés d'une même société ou par certains associés seulement. Dans ce dernier cas, les autres associés n'en ont pas connaissance. Le pacte d'associés est un acte « secret » dans la mesure où il n'est pas connu des tiers. Contrairement aux statuts, il n'est pas déposé au greffe du tribunal de commerce. Le pacte d'associés peut prendre fin :

- À la date convenue par les signataires ;
- À la survenance de l'événement prévu par les signataires ;
- En cas de résiliation unilatérale par un des signataires lorsque la durée est indéterminée ;
- Ou par d'autres motifs qui devront être précisés dans le pacte (non-respect d'une clause, exclusion d'un associé...).

Un cadre juridique sécurisant

Ce dispositif est bien légitime puisque chacun exerce la même profession et dispose donc des mêmes obligations et devoirs, au-delà d'une participation au capital qui peut parfois être inégale. On trouve notamment dans ces pactes l'obligation pour les associés d'exercer leur profession dans la SEL, interdisant alors à des non-exerçants de participer au capital – au-delà d'événements exceptionnels, comme le décès d'un professionnel, mais qui ne sauraient perdurer ou de structures nationales opérant avec des fonds financiers mais, cette fois, avec un modèle différent de celui visé dans cet article –. Cette restriction fondamentale sur le droit d'associé est parfaitement compréhensible puisque la création de valeur est directement liée à l'exercice professionnel et non à un statut d'associé passif. Le sujet prend encore plus d'importance avec la

Le pacte d'associés conforte un cadre juridique statutaire aux exerçants qui le souhaitent. Mais en cas de départ d'un titulaire, le sujet de la valorisation des parts pose questions. Entre méthodes historiques de calcul et la hausse importante des valeurs de marché de ces dernières années : un poids, deux mesures ?

L'histoire récente de la biologie montre que les groupes libéraux ont progressivement mis en place des pactes d'associés, conventions établies entre associés parallèlement aux statuts de la société, pour organiser

crise sanitaire 2020/2021 qui a conduit les biologistes à s'impliquer bien davantage, au quotidien, dans leur travail de prévention et détection.

En cas de départ d'un titulaire, notamment pour des raisons de retraite, l'obligation de cession peut devenir obligatoire dans un délai généralement maximum de 12 mois. La mise en retraite peut aussi être imposée si l'âge légal est dépassé et que la personne bénéficie de ses droits à retraite à taux plein. La révocation peut encore imposer l'obligation de cession.

On trouve alors dans ces pactes des formulations diverses comme : « *les parties conviennent d'approuver chaque année, lors de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des associés, statuant à la majorité des associés, la valorisation des parts composant le capital social de la société* ». Le pacte peut ajouter que ce travail sera présenté par l'expert-comptable de la société ou par une autre personne désignée dans les mêmes conditions de majorité par la collectivité des associés. Le pacte peut encore aller plus loin et indiquer plus ou moins de manière détaillée que la valorisation sera conduite selon une application cumulative de méthodes par le chiffre d'affaires et rentabilité.

Mais le mieux peut être l'ennemi du bien

Le sujet de la valorisation des parts n'est pas si simple. Notre expérience professionnelle dans des SEL de libéraux au capital fermé nous a enseigné que les formules de calcul de cette valorisation étaient rarement détaillées et encore moins expliquées aux associés. Lors de l'AG, ceux-ci entérinent cette valeur, souvent en procédant par comparaison avec la valeur précédente, en comprenant que progression d'activité et désendettement de la structure contribuent à majorer la valeur de la part sur une pente régulière. Nous observons aussi que la formule de valorisation est très discrétionnaire et bien variable en fonction des experts-comptables, selon que le marché de la biologie leur est ou non familier. Certaines valorisations vont

retenir plusieurs années de référence, pondérant diversement les années, mais aussi la rentabilité et l'activité, en utilisant parfois des études désuètes d'observations sur les prix de cession publiées par Interfirmo, datant de plus de cinq ans. D'autres retiennent des rentabilités avant rémunération des titulaires, d'autres encore après les rémunérations, sans s'interroger sur la rentabilité normée du travail et celle du capital et les multitudes pratiques et différences au sein d'une même SEL. Ces choix impactent diversement les résultats. Nous constatons encore que la volonté des associés peut être de contenir la valeur de la part car il faut permettre à des jeunes professionnels d'entrer au capital ce qui pose d'autres interrogations : la valeur de la part est-elle celle de la capacité de financement par un acquéreur sans apport ou celle du marché des transactions connue dans ce secteur d'activité ? On obtiendrait en effet de drôles de surprises si on retenait la première solution pour le marché de l'immobilier par exemple.

Maintenant, si on laisse perdurer la méthode historique de valorisation des parts, comment procéder avec les résultats financiers atypiques des années 2020 et 2021 qui connaissent des hausses spectaculaires ? Valoriser avec ou sans tests Covid ? Car le volume des tests a déformé les agrégats usuels des comptes de résultat de cette profession. Les injections de ces résultats bénéficiaires amortissent aussi dans les bilans les investissements et emprunts passés notamment pour des acquisitions de la croissance externe en la légitimant. Ils occasionnent par ailleurs de très belles distributions de complément de rémunération et surtout de dividendes. On sait que les affaires valent ce qu'elles rapportent ! Mais quel sera demain le flux des analyses et avec quels nomenclature et prix du B ? Enfin, se pose le sujet épineux de la confrontation d'une valeur de transaction entre biologistes basée sur une formulation mathématique d'un pacte d'associés ou d'une proposition de valeur par l'expert-comptable avec celle du marché de la biologie, alors que près de 80 % sont désormais détenus par quelques opérateurs nationaux pour



Se pose le sujet épineux de la confrontation d'une valeur de transaction entre biologistes basée sur une formulation mathématique d'un pacte d'associés ou d'une proposition de valeur par l'expert-comptable avec celle du marché de la biologie.



Si le pacte d'associés apporte des garanties de liquidité et de prix minimum, cette assurance se paie cher mais elle peut devenir généreuse selon la quotité de capital en jeu.

suivant une conquête de marché, non plus seulement national mais européen, avec des prix stratosphériques? Le biologiste libéral expliquera qu'il souhaite conserver son indépendance et qu'il n'est pas concerné par cette concentration. Certes, il a raison mais le professionnel que je suis pose la question fâcheuse: oui, mais pour combien de temps? Combien ai-je entendu de clients tenir ce langage et qui ont tourné casaque quelques années plus tard expliquant le pourcentage de 80 % aujourd'hui? Ennuyeux que de jeunes confrères ou biologistes en place acquièrent avec des formules décotées des parts de biologistes contraints à la sortie pour les revendre ensuite probablement au double dans une transaction portant cette fois sur le contrôle du capital. Quelle clause de protection est alors prévue et pour combien de temps? À défaut, on est dans la spéculation et peut-être dans la spoliation. Or ce sujet est loin d'être exceptionnel.

Quelle valeur de marché?

Il est aisé de comprendre que la prise de contrôle du capital par un opérateur national s'effectue avec un reformatage complet du compte d'exploitation de la SEL en mouvement: achats, analyses sous-traitées, frais généraux, nombre et rémunérations des titulaires et quand cela est possible avec une fusion: suppression du plateau technique. Pour le biologiste libéral individuel sortant de la SEL se pose la problématique de décote pour la valeur de sa cession sur une valeur de marché de la société qui atteint aujourd'hui les 300 %

du CA. Selon notre observation, cette décote est double:

- Décote de la prime de contrôle: en effet, les rachats effectués par les grands laboratoires sont généralement majorés d'une prime de contrôle comprise entre 20 % et 30 % anticipant des synergies nationales;
- Décote de non-liquidité: les cessions sont soumises à l'agrément des associés mais, comme on l'a vu, elles peuvent aussi être obligatoires.

Mais le lecteur attentif au contenu de son pacte d'associés relèvera probablement que si une offre extérieure d'acquisition portant sur la totalité ou quasi-totalité du capital venait à être présentée et selon des règles de majorité précisées, celle-ci s'imposerait alors à tous. Deux prix, deux mesures pour les mêmes parts? On observe donc que si le pacte d'associés apporte des garanties de liquidité et de prix minimum, cette assurance se paie cher mais elle peut devenir généreuse selon la quotité de capital en jeu. Le marché en effervescence gagne année après année l'ensemble des structures et pose une question troublante: la biologie des laboratoires reste-t-elle ou restera-t-elle encore longtemps une profession libérale alors qu'automates, algorithmes, logistique prennent la main et imposent des process industriels pour une économie de volume?

Philippe Taboulet

EXPERT-COMPTABLE

06 60 66 52 34

PHILIPPE.TABOULET@YAHOO.FR
