

Financiarisation des professions libérales réglementées : vers un changement du paradigme

Laurent Grosclaude,
Maître de conférences à l'Université Toulouse Capitole,
Codirecteur du Master DJCE,
Centre de Droit des Affaires (CDA)

1 – 2023 - le droit des professions libérales réglementées aura été marqué par deux dates au cours de l'année écoulée : le 8 février 2023 était promulguée l'ordonnance n° 2023-77 relative à l'exercice professionnel en société, texte regroupant, simplifiant et réorganisant l'intégralité du droit des SCP, SEL, SPFPL et autres structures, sans y apporter, au fond, de changements majeurs¹ ; le 10 juillet 2023, par quatre arrêts très attendus, le Conseil d'État est venu porter un coup sérieux aux conditions par lesquelles des fonds d'investissement rachètent des sociétés d'exercice vétérinaire².

2 – Financiarisation - la financiarisation des professions libérales réglementées est un mouvement relativement récent, qui traverse certains secteurs libéraux comme la radiologie, l'anatomie-pathologie, la biologie médicale³ et la médecine vétérinaire.

Ces professions libérales réglementées offrent des atouts indéniables pour les investisseurs :

- leur rentabilité est forte en raison de la demande croissante de soin, et ce, même en période de crise ;
- le risque demeure faible compte tenu de la prise en charge des soins par la sécurité sociale, à l'exception des soins vétérinaires et de certains actes ;
- les besoins en investissement pour financer des plateaux techniques onéreux sont évidemment très importants ;
- les structures existantes sont peu regroupées, ce qui offre de multiples opportunités d'optimisation aux financiers ;

¹ Parmi les principaux commentaires de l'ordonnance : B. Dondero, « Ordonnance relative à l'exercice en société des professions libérales réglementées » : *Rev. sociétés* 2023, p. 271 ; D. Gallois-Cochet, « Réforme des sociétés des professions libérales réglementées » : *BJS* avril 2023, n° BJS201z0, n°4, p. 58 et s ; B. Brignon, « La réforme des sociétés de professions libérales réglementées par l'ordonnance du 8 février 2023 » : *Lexbase Affaires* n°750 du 23 mars 2023 : Sociétés ; Guillaume Valdelièvre, « Réforme des sociétés de professions libérales réglementées par l'ordonnance n° 2023-77 du 8 février 2023 » : *Gaz. Pal.* 20 juin 2023, n° GPL451e1 ; F. Roussel, « Réforme de l'exercice en société des professions libérales réglementées : conséquences pratiques pour les notaires » : *Defrénois* n° 10 - 9 mars 2023, p. 23 ; JC Pagnucco et L. Grosclaude « Retour sur quatre apports essentiels de l'ordonnance n° 2023-77 du 8 février 2023 relative à l'exercice en société des professions libérales réglementées » *JCP E* 2023 7 septembre n° 36 p. 21.

² CE 10 juillet 2023 n° 448133 et n° 455961 (mentionnés aux tables du recueil Lebon) axés sur la question de la multiplicité des domiciles professionnels. CE 10 juillet 2023 n°442911 (arrêt AniCura - publié au recueil Lebon), et n°452448 (arrêt IVC-Evidensia - non publié) se prononcent sur la question du contrôle effectif et sur celle de la détention d'actions par des associés en conflit d'intérêt au sens de la réglementation professionnelle. Sur ces arrêts v. L. Grosclaude « Le contrôle effectif : coup d'arrêt à la financiarisation des professions libérales réglementées ? », *Bulletin Joly Sociétés* nov. 2023 p. 43.

³ La concentration dans ce secteur a eu lieu au cours de la décennie précédente ; aujourd'hui, les trois-quarts du secteur la biologie médicale appartient à six groupes. On commence également à observer des rachats de cabinets d'ophtalmologistes.

- certains professionnels au seuil de la retraite ont du mal à trouver un successeur et la revente à un financier va apparaître comme une opportunité au plan financier,
- enfin, les jeunes professionnels libéraux sont fréquemment en demande d'un meilleur équilibre de vie et sont plus réticents à accomplir des tâches chronophages de pure gestion des cabinets.

3 – Modèle - les techniques de rachat des cabinets libéraux par des fonds d'investissement sont diverses mais répondent le plus souvent au schéma suivant :

- l'investisseur financier se porte acquéreur, souvent le biais d'une holding de rachat, de la part maximale du capital et des droits de vote que la loi l'autorise à détenir ;
- les professionnels ayant cédé tout ou partie de leur participation dans la structure d'exercice sont alors liés à celle-ci soit par un contrat de travail, soit par un contrat de collaboration libérale, soit par une convention d'associé professionnel interne. Le type d'engagement contracté dépend de la stratégie de l'investisseur financier et va notamment déterminer leur rémunération ; certains professionnels conserveront parfois une micro-participation au capital par le truchement d'un prêt à la consommation d'une seule action ;
- l'investisseur financier s'engage le plus souvent à décharger le professionnel des tâches liées à la gestion du cabinet —RH, maintenance, achats, autorisations administratives, démarche qualité, services informatiques...—, en mutualisant ces fonctions support au sein de plateformes partagées ;
- le rachat s'opère sur la base de la totalité de la valeur de la société d'exercice, même si l'investisseur ne détient qu'une partie du capital et des droits de vote ; en échange du transfert de cette valeur, le professionnel renonce à la quasi-totalité de ses droits financiers et prend l'engagement de céder ultérieurement le surplus de sa participation à un prix purement symbolique ;

4 – Séduction - on comprend mieux, au vu du schéma décrit ci-dessus, pourquoi de nombreux professionnels se laissent tenter par le rachat de leur outil de travail, d'autant que le financier sera également un acteur de premier plan des investissements techniques réalisés, et partant de la modernisation des cabinets⁴.

Perçus par les instances ordinales comme un risque d'atteinte à l'indépendance d'exercice des professionnels, ces investissements par des tiers financiers sont strictement réglementés à la fois par des normes de portée générales applicables à toutes les professions libérales réglementées⁵ mais également par des règles propres à chaque profession considérée⁶.

5 – Radiations - c'est dans ce contexte que l'ordre des vétérinaires a été amené à prononcer la radiation de près de 100 sociétés d'exercice, considérant que les techniques mises en œuvre par les fonds d'investissement allaient à l'encontre des règles de la profession. Le Conseil d'État

⁴ Les fonds d'investissement ne sont pas les seuls acteurs à intervenir dans le financement des plateaux techniques, les banques y jouent également un rôle important en proposant des crédits pour ces acquisitions, sans entrer au capital de la structure.

⁵ Ordonnance n°2023-77 du 8 février 2023 applicable au 1^{er} septembre 2024, notamment articles 46 et suivants sur le capital des SEL.

⁶ La réglementation est très diverse en la matière : l'article R. 4113-12 du Code de la santé publique (CSP), applicable aux professions de médecin et de sage-femmes plafonne au quart la part de capital pouvant être détenue par des personnes extérieures à la profession ; l'article L. 241-17 du Code rural et de la pêche maritime (CRPM) fixe le plafond à moins de la moitié du capital et des droits de vote pour les sociétés d'exercice vétérinaires ; la détention par des tiers est interdite pour les pharmacies d'officine...

a récemment confirmé certaines de ces radiations⁷, et une médiation a été initiée en octobre 2023 sous l'égide du Ministère de l'Agriculture afin que les statuts des sociétés radiées puissent être mis en conformité avec les décisions rendues par la Haute juridiction administrative. Ce coup d'arrêt à la financiarisation ne siffle évidemment pas la fin de partie. L'état du droit sera rappelé ainsi qu'une description des techniques d'évitement employées par les fonds d'investissement (I), puis les décisions rendues par le Conseil d'État le 10 juillet 2023 seront analysées et le risque d'un effet domino sur d'autres professions libérales réglementées évalué (II) ; enfin des pistes de réflexions seront ébauchées dans le sens d'un meilleur équilibre entre la légitime rémunération des investissements financiers et la nécessaire préservation de l'indépendance des professionnels (III).

I – État du droit et techniques d'évitement

6 – Inadaptation – les textes régissant la structure du capital des sociétés de professions libérales réglementées sont globalement incohérents et inadaptés à la situation qui a été décrite. Pour la plupart ils ont été conçus bien avant le mouvement actuel de financiarisation et ne permettent d'y répondre que de manière très imparfaite.

En effet d'un côté la réglementation propre à chaque profession libérale réglementée pose l'indépendance en principe cardinal⁸, de l'autre les textes relatifs aux sociétés d'exercice ne sont pas adaptés :

- l'article R. 4113-12 du Code de la santé publique (CSP) applicable aux SEL de médecins énonce que des non-médecins peuvent détenir *le quart au plus du capital d'une société d'exercice libéral de médecins*. Ce texte ne se réfère pas aux droits de vote ce qui par conséquent ouvre plus de possibilités aux financiers⁹. La même limite est posée en des termes identiques par l'article R. 6223-64 pour les SEL de biologistes médicaux.
- s'agissant des vétérinaires, la cacophonie règne puisque la règle posée par l'article L. 241-17 du Code rural et de la pêche maritime (CRPM) —moins de la moitié du capital— s'applique aux sociétés de droit commun, alors qu'une règle plus stricte —le quart au maximum— est posée par l'article R. 241-96 du CRPM pour les SEL... Cela explique que la plupart des SEL soient transformées en SAS ou SA avant rachat. L'article R. 241-96 du CRPM devra donc être modifié pour s'aligner sur l'article L. 241-17, rien ne justifiant cette différence.
- enfin et surtout on s'étonne que la notion de contrôle soit absente des textes mentionnés, alors même que le droit français comme européen connaissent bien les contours de cette notion qui seule permet d'appréhender les effets d'un rachat au-delà des outils techniques employés. Il n'est dès lors pas surprenant que le Conseil d'État y ait eu recours dans ses arrêts du 10 juillet 2023¹⁰.

⁷ CE 10 juillet 2023 n°442911 et n°452448 précités. Près d'une centaine de contentieux similaires sont actuellement pendant devant le Conseil d'État.

⁸ Ainsi par exemple l'article 1^{er} de l'ordonnance n° 2023-77 rappelle en des termes clairs les principes d'indépendance, de respect de l'éthique et de la déontologie professionnelle ; de même l'article R. 242-33 du Code rural et de la pêche maritime : *le vétérinaire ne peut aliéner son indépendance professionnelle sous quelque forme que ce soit*. Pour les médecins, le Code de la Santé publique pose un principe strictement identique dans l'article R. 4127-5 : *le médecin ne peut aliéner son indépendance professionnelle sous quelque forme que ce soit*.

⁹ Même si, il faut le noter, l'ordonnance du 8 février 2023 réglemente strictement les actions de préférence à droit de vote double – voir article 71.

¹⁰ V. *infra*.

7 – Contrôle – en droit français des sociétés, le contrôle est défini par l'article L. 233-3 du Code de commerce. Pour rappel, ce texte prévoit quatre situations et une présomption simple de contrôle. Le cas principal de contrôle est lié à la détention *directe ou indirecte d'une fraction du capital conférant la majorité des droits de vote aux assemblées générales de la société* ; le texte énonce ensuite le cas où une personne *dispose seule de la majorité des droits de vote (...) en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés*, ce qui vise les pactes d'associés comportant des conventions de vote ; il se réfère également à l'hypothèse où une personne *dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance* ; enfin l'article L. 233-3, 1, 3°, du Code de commerce vise la personne qui *détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société*. La présomption de contrôle suppose qu'une personne *dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne*.

Le droit européen est également très précis sur la notion de contrôle et de contrôle effectif qui sont vues comme un ensemble de moyens conférant une influence déterminante sur l'entreprise.

Par exemple, le règlement européen sur les concentrations d'entreprise¹¹ définit le contrôle comme *des droits, contrats ou autres moyens qui confèrent, seuls ou conjointement et compte tenu des circonstances de fait ou de droit, la possibilité d'exercer une influence déterminante sur l'activité d'une entreprise, et notamment : a) des droits de propriété ou de jouissance sur tout ou partie des biens d'une entreprise ; b) des droits ou des contrats qui confèrent une influence déterminante sur la composition, les délibérations ou les décisions des organes d'une entreprise*.

De même, le règlement CE n° 1008/2008 du Parlement européen et du conseil du 24 septembre 2008¹² met en exergue la notion de « contrôle effectif », comme étant *une relation constituée par des droits, des contrats ou tout autre moyen qui, soit séparément, soit conjointement et compte tenu des circonstances de droit et de fait du cas d'espèce, confèrent la possibilité d'exercer directement ou indirectement une influence déterminante sur une entreprise, grâce notamment : a) à un droit de jouissance sur tout ou partie des actifs d'une entreprise; b) à des droits ou à des contrats conférant une influence déterminante sur la composition, le vote ou les décisions des organes d'une entreprise ou conférant par ailleurs une influence déterminante sur la conduite des affaires de l'entreprise*.

On notera qu'en droit français comme en droit européen, l'appréciation d'une situation de contrôle ne pourra parfois se faire qu'*a posteriori* en analysant l'influence réelle d'un associé sur les décisions prises et la politique suivie au cours d'une période de temps précise¹³.

¹¹ Règlement (CE) n° 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises, art. 3.2, pts a et b.

¹² Règlement CE n° 1008/2008 du Parlement européen et du conseil du 24 septembre 2008 relatif à l'exploitation de services aériens au sein de l'UE, spéc. art. 2, 9°. Ce règlement a fait l'objet, notamment s'agissant du contrôle effectif, d'un guide d'interprétation particulièrement intéressant ; *Interpretative guidelines on Regulation (EC) No 1008/2008 of the European Parliament and of the Council — Rules on Ownership and Control of EU air carriers* ; 2017/C 181 / 01.

¹³ Ainsi l'article L. 233-16 du Code de commerce, applicable en matière de consolidation des comptes, se réfère à la *désignation, pendant deux exercices successifs, de la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise*.

Il suffirait donc que les textes du CSP ou du CRPM posent en principe, corolaire de l'indépendance professionnelle, que le contrôle d'une société d'exercice par une personne n'ayant pas qualité pour exercer la profession est prohibé, pour disqualifier la plupart des montages impliquant des fonds d'investissement. Si par exemple le financier détient 49 % des droits de vote et que les 51 % sont répartis également entre 2 associés professionnels, la présomption de contrôle au profit du financier va trouver à s'appliquer. Mais les textes actuels comportent un part d'inadaptation et, disons-le également, de naïveté. Même si l'idée du contrôle est sous-jacente, elle est clairement absente de la réglementation en vigueur. Les conseils des investisseurs l'ont bien compris et les techniques d'évitement sont nombreuses.

8 – Techniques d'évitement – clauses statutaires – la SAS est l'outil de prédilection des fonds d'investissement essentiellement en raison de sa souplesse. Les vétérinaires peuvent créer des SAS de droit commun cependant que les médecins doivent se contenter de la SELAS, plus contraignante. Schématiquement les outils juridiques permettant aux acteurs financiers d'exercer un pouvoir au sein de la société d'exercice sont de plusieurs ordres :

- des clauses statutaires permettant d'asseoir l'influence de l'investisseur : au plan des assemblées générales on trouve fréquemment des clauses d'ordre du jour, lui permettant de valider préalablement tout projet de résolution ; également des clauses de quorum supérieur à la moitié des actions, lui permettant d'être assuré qu'aucune décision ne sera prise à son insu ; enfin des clauses de majorité qualifiée ou d'unanimité, lui offrant un pouvoir de blocage ou de veto. Au plan des organes d'administration, les clauses les plus usuelles permettent à l'investisseur de nommer un nombre significatif de dirigeants ; on trouve également des stipulations conférant des pouvoirs exorbitants d'autorisation préalable à un organe *ad hoc* au sein duquel l'investisseur sera majoritaire directement ou indirectement. D'autres types de clauses statutaires peuvent contribuer à renforcer la mainmise de l'investisseur : une clause d'agrément qui remettrait la décision à l'investisseur seul ou encore une clause d'exclusion de l'associé majoritaire par l'associé minoritaire...

9 – Techniques d'évitement – actions de préférence

- les actions de préférence sont également un levier utilisé de manière quasi-systématique par les investisseurs au sein des sociétés d'exercice. On connaît la grande latitude offerte par l'article L. 228-11 du Code de commerce aux rédacteurs de statuts, mais s'agissant de sociétés de professions libérales réglementées, cette liberté est bridée au niveau du droit de vote. Ainsi dans les SEL de médecins les actions à droit de vote double ne peuvent être attribuées qu'aux professionnels exerçants¹⁴ ; de même dans les sociétés de droit commun de vétérinaire, les droits de vote doubles ne peuvent pas conduire à dépasser les seuils fixés par l'article L. 241-17 du CRPM qui sont exprimés en capital et droits de vote. Les investisseurs financiers utilisent donc d'autres ressorts des actions de préférence : le pouvoir de nomination de membres d'un organe décisionnel est conféré aux porteurs de certaines catégories d'actions ; surtout, le levier des droits financiers est poussé à son maximum : il n'est pas rare d'observer que les actions de préférence détenues par les financiers confèrent jusqu'à 99,99 % de l'ensemble des bénéfices de la société (dividendes, réserves, boni de liquidation, primes, distributions

¹⁴ Ordonnance n° 2023-77, article 71.

exceptionnelles), ainsi également que 99,99 % du prix de vente de la société si l'ensemble des actions devaient être cédées. Plusieurs remarques à cet endroit :

- on notera d'abord que ce type de clause flirte dangereusement avec la prohibition des pactes léonins posée par l'article 1844-1 du Code civil¹⁵ ;
- ensuite, la présence d'une telle clause démontre bien que si le fonds d'investissement n'a racheté que la part du capital autorisée par la loi, il a fait l'acquisition de la totalité de la valeur, ce qui mériterait que l'on confronte ce montage à la notion de fraude...
- enfin il faut remarquer avec que les investisseurs qualifient également les actions demeurées entre les mains des professionnels d'actions de préférence alors même qu'elles sont dénuées de toutes prérogatives financières¹⁶. La logique est parfois poussée à l'extrême : ainsi a-t-on pu observer dans une société d'imagerie médicale que l'investisseur financier détient un quart des actions dites ordinaires lui conférant 99,99 % des bénéfices, alors que les radiologues sont dotés en actions de préférence ne leur conférant quasiment aucuns droits financiers...

10 – Techniques d'évitement – pactes d'actionnaires

- la panoplie déployée par les fonds d'investissement ne serait pas complète sans des pactes d'actionnaires. Quasi-systématiques dans les rachats de cabinets libéraux, ils peuvent comporter des stipulations renforçant notablement l'influence de l'investisseur.
 - à ce titre on va trouver logiquement des conventions de vote par lesquelles les associés professionnels majoritaires s'engagent à voter un certain nombre de résolutions initiées par le partenaire financier,
 - on va également relever des promesses unilatérales de vente des titres des professionnels, parfois entièrement inconditionnelles, parfois reliée à un évènement tels que la modification de la législation applicable. Le prix stipulé dans ses promesses est souvent purement symbolique puisque, on l'a dit, l'investisseur a payé l'intégralité de la valeur au moment du rachat d'une partie seulement du capital.

11 – Filtre qualitatif et quantitatif – chacun des outils décrits ci-dessus participe à accroître le pouvoir de l'investisseur, mais ne peut être mis sur un même plan ; l'application à ces techniques d'un filtre qualitatif et quantitatif peut permettre de mieux évaluer son incidence dans chaque situation particulière.

- si on laisse de côté les droits de vote directement détenus et pour lesquels le pouvoir de décision est purement arithmétique, les techniques utilisées nous paraissent pouvoir être classées qualitativement en trois catégories. D'une part les outils conférant un pouvoir de décision indirect au sens où l'associé va peser de manière très significative sur la décision sans la prendre lui-même ; on y rangera les

¹⁵ Article 1844-1 al. 2 du Code civil : *la stipulation attribuant à un associé la totalité du profit procuré par la société ou l'exonérant de la totalité des pertes, celle excluant un associé totalement du profit ou mettant à sa charge la totalité des pertes sont réputées non écrites*. Sauf à prendre ce texte strictement à la lettre, la clause relatée est assurément léonine d'autant qu'elle vise l'ensemble des profits financiers et n'est pas limitée dans le temps.

¹⁶ Même si juridiquement cela n'est pas attaquant puisque l'article L. 228-11 du Code de commerce autorise les actions de « sous-préférence », dont les droits sont réduits par rapport à ceux des actions ordinaires.

clauses d'ordre du jour, les conventions de vote ou encore les clauses de nomination des dirigeants ; ensuite les techniques de blocage telles que les clauses de quorum, les clauses de majorité qualifiée, ou encore les stipulations conférant un pouvoir d'autorisation préalable à un organe *ad hoc* au sein duquel l'investisseur est majoritaire ; enfin des outils de pression sur l'associé majoritaire tels que la clause d'exclusion par le minoritaire, la clause d'agrément ou encore la promesse unilatérale de vente inconditionnelle au profit de l'investisseur ; les actions de préférence conférant des droits financiers exorbitants sont malaisées à classer en raison de leur caractère non-politique, mais on peut énoncer que le fait qu'un investisseur fournisse l'essentiel de ses ressources à une entité, et son corolaire, le fait qu'il capte la quasi-totalité des bénéfices de celle-ci, place l'associé professionnel dans une situation de dépendance par rapport à l'associé financier¹⁷. Sur un autre plan on doit noter que le fait que l'associé professionnel ne participe plus aux bénéfices, au moins par un mécanisme classique d'allocation comme le versement de dividendes, pourrait avoir sur lui, à moyen ou long terme, un effet désincitatif. Il ne semble pas que les investisseurs aient pris en compte ce risque de « désalignement » des intérêts.

- les mécanismes de contrôle décrits doivent également être analysés au plan « quantitatif » ; par quantitatif on entendra le périmètre d'application du mécanisme ; si on prend l'exemple d'une clause de majorité qualifiée, l'évaluation de son effet sur le contrôle effectif va dépendre essentiellement de son champ d'application : si les délibérations concernées par l'exigence d'une majorité qualifiée se limitent à des décisions importantes visant à préserver les droits des associés minoritaires, on n'y verra pas un outil de contrôle significatif ; si en revanche toutes les décisions sociales sont assujetties à la condition de majorité qualifiée, cela limite d'autant le contrôle par le majoritaire. La même analyse peut être conduite s'agissant des mécanismes d'autorisation préalable par un organe *ad hoc*, la question étant alors de savoir quel est le périmètre des décisions qui y sont soumises.

En conclusion de ce point on soulignera que les investisseurs financiers ont usé de la quasi-totalité des outils que le droit des sociétés leur offre, profitant de ce que les textes applicables ne se réfèrent pas explicitement à la notion de contrôle. C'était sans compter sur l'analyse qui en a été faite par le Conseil d'État à l'été 2023.

II – Arrêts AniCura et IVC Evidensia et effet domino probable

12 – Tête de pont – on l'a rappelé plus haut, dans les contentieux opposant le conseil national de l'ordre des vétérinaires aux investisseurs, 4 premiers arrêts ont été rendus le 10 juillet 2023¹⁸. Près d'une centaine de contentieux similaires sont toujours pendants devant la Haute juridiction et devraient donner lieu à des décisions entre décembre 2023 et février 2024. Le

¹⁷ En ce sens voir *Interpretative guidelines on Regulation (EC) No 1008/2008 of the European Parliament and of the Council — Rules on Ownership and Control of EU air carriers* ; précité, n° 86 s.

¹⁸ CE 10 juillet 2023 n° 448133 Mon Vêto et n° 455961 Univetis (multiplicité des domiciles professionnels) n°442911 AniCura et n°452448 IVC Evidensia (contrôle effectif et conflit d'intérêt) précités.

meccano juridique étant quasi-identique pour l'ensemble des sociétés radiées, on peut gager que les décisions à venir reprendront la motivation de celles rendues en juillet 2023.

13 – Conjonction - Les arrêts du Conseil d'État posent de manière identique que si les statuts et le pacte d'associés des sociétés radiées considérées comportent des stipulations qui sont formellement conformes aux exigences légales posées par l'article L. 241-17 du code rural et de la pêche maritime¹⁹, *la conjonction de leurs stipulations conduit à ce que les garanties prévues par ces dispositions législatives soient (...) privées d'effet, dès lors qu'il en résulte que les associés vétérinaires, quoique détenant la majorité des droits de vote, ne sont pas en mesure de contrôler effectivement la société.* La radiation des sociétés vétérinaires est approuvée par la Haute juridiction administrative, suivant en cela les conclusions du rapporteur public.

Le juge administratif se réfère donc à la notion de contrôle effectif. On remarquera qu'à aucun moment n'est énoncé que l'investisseur financier exerce un contrôle effectif sur la société, même si cela est évidemment sous-entendu, puisque le contrôle effectif n'est plus entre les mains des associés professionnels.

Il aurait été possible pour les juges du Palais Royal de se référer à l'article L. 233-3 du Code de commerce, la situation de contrôle de droit ou présumée étant clairement établie au cas présent. Au lieu de cela, le Conseil d'État se fonde sur une approche holistique qui considère le montage comme un tout et non pas chaque acte isolément, et également sur une approche effective qui prend en compte le résultat obtenu par la conjonction des éléments individuels ; comme le note le rapporteur public dans ses conclusions, ce qui doit être sanctionné est l'apparence de contrôle des vétérinaires en exercice.

Dit autrement, chaque pièce du puzzle est en elle-même parfaitement conforme, c'est le résultat obtenu à l'assemblage qui ne l'est pas. Finalement, et sans s'y référer expressément, le raisonnement du juge administratif est fondé sur la fraude à la loi.

14 – Contagion ? – ces deux arrêts rendus, tous les regards sont maintenant tournés vers les autres professions déjà financiarisées et en cours de financiarisation, à savoir principalement les laboratoires de biologie médicale et les cabinets de radiologie, avec une question : va-t-on observer un effet domino ?

Juridiquement, la réponse est clairement positive. En effet, s'agissant de la réglementation applicable, même si le seuil maximal de titres pouvant être détenus par des non-professionnels est différent entre les vétérinaires et les médecins / biologistes médicaux, respectivement la moitié et le quart, les stratégies de contournement utilisées sont identiques et reposent sur les mêmes outils. Dès lors l'ordre des médecins serait fondé à radier des sociétés d'exercice au motif que le contrôle effectif n'est plus entre les mains des radiologues ou des biologistes médicaux en exercice.

Pratiquement, la question est de savoir si l'ordre des médecins emboîtera le pas à celui des vétérinaires pour remettre en cause des rachats récents ou en cours en les déclarant non-

¹⁹ Ces deux arrêts se prononcent également sur la question du conflit d'intérêt d'actionnaire. L'article L. 241-17 du CRPM dispose en effet que certaines personnes ne peuvent détenir directement ou indirectement, ne serait-ce qu'une seule part ou action d'une société d'exercice. Ces personnes sont listées par ledit texte et il s'agit notamment des personnes qui fournissent des services, produits ou matériels utilisés à l'occasion de l'exercice professionnel vétérinaire. Or dans les deux affaires jugées, en remontant la chaîne des participations, on trouve en tête les sociétés Mars et Nestlé qui sont des fabricants de produits alimentaires pour animaux. Le CE n'a toutefois pas jugé que le conflit d'intérêt était avéré puisque les filiales de « croquettes animales » étaient des sociétés sœurs et non mères des sociétés d'exercice vétérinaires radiées. Sur ce point v. Laurent Grosclaude, Revue de jurisprudence commerciale 2024 à paraître.

conformes à la jurisprudence « vétérinaire » du Conseil d'État. Il est trop tôt pour répondre à cette question mais si c'est le cas, les premières radiations ne devraient pas tarder. Le conseil national de l'ordre des médecins suit aujourd'hui d'un œil attentif la médiation en cours entre les investisseurs et le conseil de l'ordre des vétérinaires.

Pourrait-on également imaginer que les associés professionnels internes d'une société d'exercice rachetée sollicitent eux-mêmes le détricotage de la mécanique au regard de la nouvelle donne juridique ? Même si cela n'est pas impossible, la remise en cause du schéma supposerait un retrait de l'investisseur et donc un rachat par les associés professionnels. Non seulement ce serait revenir sur un schéma auquel ils ont initialement adhéré, mais également le coût pourrait en être, pour eux, rédhibitoire.

15 – Transmission des pactes d'actionnaires et jurisprudence – les fonds d'investissement ont très largement recours aux pactes d'actionnaires pour assoir leur pouvoir sur les sociétés d'exercice. La confidentialité en fait un outil de choix. Deux éléments nouveaux sont susceptibles de contribuer à affaiblir ce mécanisme.

- premier élément nouveau, l'ordonnance du 8 février 2023 généralise à toutes les professions libérales réglementées, l'obligation de transmission des pactes aux ordres professionnels²⁰ ; cette obligation existait déjà pour les vétérinaires et les professions médicales mais son inscription directement au sein de l'ordonnance et sa généralisation en augmente la force et montre bien la volonté des ordres professionnels d'avoir accès au maximum d'informations pour apprécier la conformité de la société d'exercice ; à noter que l'obligation de transmission concerne également les holdings de professions libérales ou SPFPL. Le respect de cette obligation essentielle de transparence dépend également de la capacité des instances ordinales à traiter la masse des contrats qui leur sont transmis et à sanctionner la non-transmission ou la transmission mensongère.
- second élément nouveau, la Cour de cassation a posé en 2022 dans un arrêt très remarqué²¹ que les pactes extra-statutaires peuvent compléter les statuts mais ne peuvent pas y déroger. De même faut-il rappeler que le pacte ne peut en aucun cas contredire un texte d'ordre public²² ; cela démontre qu'aujourd'hui les pactes ne peuvent en aucun cas être un élément de contournement des statuts de la société d'exercice, ni de la loi applicable. Si par exemple le pacte devait contenir une convention de vote portant sur un champ très vaste de décisions, il serait certainement possible d'en remettre en cause la validité en se fondant sur la violation des règles de limitation des droits de vote détenus par des non-professionnels²³.

En conclusion de ce point, on ne peut que noter que le vent a tourné et devient moins favorable aux investisseurs qui devront nécessairement faire un pas en arrière, ne serait-ce que pour gagner en transparence. Dès lors il est pertinent d'essayer de poser les bases de ce

²⁰ Sur ce point v. Laurent Grosclaude, *La transmission des pactes d'associés aux ordres professionnels dans les sociétés de professions libérales réglementées*, Bulletin Joly Sociétés 2023 n°7-8 p. 65.

²¹ Cass. com. 12 octobre 2022, 21-15.382, JCP E 2022. 1371, note Dondero; ibid. 2023. 1085, n° 9, obs. Pagnucco; JCP 2022. 1364, note Gibirila.

²² C.civ. art. 6.

²³ De même, s'agissant des médecins, l'article L. 4113-9 du CSP prévoit que *les dispositions contractuelles incompatibles avec les règles de la profession ou susceptibles de priver les contractants de leur indépendance professionnelle les rendent passibles des sanctions disciplinaires*.

que pourrait être un nouvel équilibre entre les droits légitimes des investisseurs et la garantie d'indépendance des professionnels.

III – Pistes pour un nouvel équilibre

16 – Expectatives – il faut se garder d'avoir une vision trop manichéenne de la financiarisation des professions libérales réglementées, où le professionnel-agneau serait la victime d'un financier-loup. La réalité est éloignée de cette image caricaturale et bien évidemment chaque partie trouve un intérêt au schéma, à commencer par le professionnel exerçant lui-même. Il est également important de rappeler que la qualité des soins, qu'il s'agisse de la médecine classique ou de la médecine animale, repose aujourd'hui en partie sur des technologies coûteuses que des professionnels non regroupés ne peuvent pas assumer seuls. La présence d'investisseurs est donc une donnée positive, si toutefois elle n'empiète pas sur l'indépendance des professionnels, et si la logique financière ne l'emporte pas sur celle du soin. Tout est affaire d'équilibre.

Résumons, fut-ce de manière un peu simpliste, les attentes de chacune des parties :

- le professionnel aspire à valoriser son outil de travail, à trouver des moyens de financer des investissements de plus en plus coûteux, et à déléguer les fonctions support,
- le financier souhaite obtenir le meilleur retour sur investissement, et avoir les moyens de contrôler l'utilisation des fonds investis au sein de la structure d'exercice, et pouvoir revendre à 5 ou 7 ans avec une plus-value.

La richesse de nos outils juridiques permet assurément de répondre dans un même schéma à l'ensemble de ces attentes, en respectant à la fois la réalité économique et les principes déontologiques. Voici quelques pistes de réflexion.

17 – Modélisation – les outils juridiques utilisés par les investisseurs sont de nature variée et d'intensité variable, rendant souvent complexe la détermination de qui détient le contrôle effectif de la structure. L'approche du contrôle avec une granularité aussi fine que possible justifierait la mise en place d'un outil de modélisation, autrement dit d'une grille de lecture fine des mécanismes développés par l'investisseur. Cela supposerait que ces différents outils, comme indiqué plus haut, soient passés par un filtre qualitatif — comment opèrent-ils ? — et quantitatif — quelle est leur degré d'intensité ? Les juristes sont peu rompus à ces méthodes d'analyse, mais on comprend bien l'utilité qu'il pourrait y avoir à travailler sur des indicateurs clairs du contrôle, voire sur une cotation des mécanismes rencontrés. Cela contribuerait à ne pas jeter l'opprobre sur l'ensemble des acteurs financiers et à ne disqualifier que certains montages non-conformes ; cela constituerait également un outil d'évaluation précieux pour les ordres professionnels.

18 – SELCA – la société d'exercice libéral en commandite par actions, SELCA, est l'une des formes juridiques offertes aux professionnels libéraux²⁴, dont le nombre est aujourd'hui proche de zéro²⁵. Pas ou peu utilisée, elle présenterait au cas présent un nombre significatif d'avantages :

²⁴ Ordonnance du 8 février 2023, art. 40. A la différence des SCA de droit commun, les associés commandités de la SELCA n'ont pas la qualité de commerçants.

²⁵ Avant la grande phase de rachat des laboratoires, la SELCA était parfois utilisée par des structures de biologie médicale.

- pour l'investisseur financier, c'est le moyen de monter au capital d'une société d'exercice médicale dans des proportions plus importantes à savoir jusqu'à 49,9 % alors qu'il est limité au quart dans une SELAS²⁶ ;
- ensuite et surtout, la SCA est une structure pensée pour accueillir des intérêts de nature différente²⁷. Les associés commandités, ici les professionnels libéraux, ont des pouvoirs de gestion propres²⁸ et sur lesquels les associés commanditaires ne peuvent pas empiéter ; les intérêts des investisseurs, associés commanditaires, sont également garantis, notamment au plan financier.

La SELCA est véritablement un véhicule singulier permettant s'associer des financiers et des professionnels, chacun demeurant, au plan des prérogatives, dans un périmètre propre. Au rang des inconvénients il faut relever la responsabilité très étendue des associés commandités puisque celle-ci est indéfinie et solidaire.

Les statuts de la SCA permettent bien entendu d'assouplir certaines des règles légales et de renforcer les droits des associés commanditaires ; des aménagements peuvent également être apportés par des pactes extra-statutaires. Nul doute en définitive que les ordres professionnels verraient d'un bon œil le développement de ce type de structure qui garantit fortement l'indépendance des professionnels libéraux.

19 – Dissociation société d'exercice et structure de moyens – ce schéma, déjà largement utilisé par les cabinets de radiologie, consiste à loger les moyens techniques d'exploitation au sein d'une structure de type SCM ou GIE, dans laquelle la part de capital de l'investisseur n'est pas bridée, et l'exercice professionnel dans une SEL dans laquelle les professionnels sont majoritaires. Les deux structures sont alors reliées par un contrat d'exploitation du plateau technique, de telle manière que la rémunération de l'investissement soit garantie. Des garde-fous peuvent aisément être aménagés au sein de la SEL d'exercice afin de permettre aux investisseurs de piloter le contrat d'exploitation et la redevance versée ; cela peut se faire par la mise en place d'un droit statutaire de s'opposer à une modification unilatérale du contrat par exemple, ou par des stipulations de majorité qualifiées limitées à certains actes. Des mécanismes tels que des clauses de préemption ou d'exclusion peuvent également venir garantir que le professionnel ne cède pas ses droits à un groupe concurrent.

Par ce schéma, la rémunération de l'investisseur peut être largement décorrélée de la société d'exercice, ce qui n'empêche pas celui-ci de pouvoir se rémunérer également au sein de cette dernière structure, mais dans les limites de sa participation au capital.

A l'instar de ce qui se pratique en matière de capital-risque, on peut également conférer des droits d'information spécifiques à l'investisseur au sein de la SEL et lui permettre d'investiguer par un droit d'audit, si la politique conduite lui semblait contraire à ses intérêts. Cela peut se faire par des actions de préférence ou des clauses statutaires.

Quant aux fonctions support que le professionnel ne souhaite pas assurer, elles peuvent aussi être externalisés vers une société détenue par l'investisseur, qui facturera au cabinet comme le ferait un prestataire extérieur. Comme pour le plateau technique, un contrat pérenne vient garantir les droits légitimes de l'investisseur.

²⁶ Art. 70 ordonnance n° 2023-77 du 8 février 2023 ; CSP art. R 4113-12 pour les médecins et R. 6223-64 pour les biologistes médicaux.

²⁷ « (...) appareiller les capitaux et les idées (...) », Cozian, Viandier, Deboissy, Droit des sociétés – Lexisnexis - 35^{ème} édition n° 1510.

²⁸ Les commanditaires ont notamment l'interdiction de s'immiscer dans la gestion de la société par les commandités.

20 – Franchise libérale – dernière piste, purement exploratoire, celle d'un contrat *sui generis* de « franchise libérale » reliant la société d'exercice à la holding de l'investisseur financier. A la manière d'une franchise commerciale, l'investisseur tête de réseau fournit au professionnel du matériel d'exploitation et des services support associés. Le professionnel en retour rémunère le franchiseur libéral par un pourcentage convenu de son chiffre d'affaires. Ce schéma, peu ou pas utilisé à ce jour, reposerait sur un contrat librement négocié, simplement soumis aux règles élémentaires du Code civil, et permettrait d'assurer la juste rémunération de l'investisseur tout en préservant la liberté complète d'exercice du professionnel libéral.

21 – Alignement des intérêts – en conclusion on redira que ce qui a conduit le Conseil d'État à censurer certains montages, c'est avant tout le déséquilibre et l'omnipotence avérée de l'investisseur au sein de la société d'exercice. On l'a souligné également, ces investisseurs, en payant l'intégralité de la valeur au moment de la transaction initiale et en retirant toute participation aux bénéfices aux professionnels rachetés, se coupent d'une possibilité de créer de la valeur de manière significative après la transaction. Un médecin, un vétérinaire est également un entrepreneur ; placé dans une situation de subordination effective, il redevient seulement un praticien, insuffisamment incité à créer de la valeur.

Ce qui précède démontre qu'un équilibre peut être retrouvé autour de fondamentaux juridiques sains, pour peu que les investisseurs financiers comprennent qu'il est de leur intérêt de faire un pas en arrière, sans abandonner la recherche de retour sur investissement qui les anime légitimement. Un alignement des intérêts des investisseurs, des praticiens et au-delà, de la santé publique, est possible.
