

Point de vue

Structurer le prix d'un deal : un jeu d'équilibriste

■ Par Céline Leroy, associée, et Anne Debavelaere, manager, Eight Advisory

Le constat est sans équivoque, le niveau mondial du marché du M&A renoue avec sa performance historique. Dans ce contexte, la concurrence bat son plein entre les acteurs. Alors interrogeons-nous ! Car c'est souvent quelques mois seulement après la signature du contrat d'acquisition, lorsque la cible se révèle au grand jour, que les mauvaises surprises surgissent.

Tour de table des remèdes pour éviter les réveils difficiles.

Tout d'abord, la conduite d'audits d'acquisition est un préalable indispensable pour poser un diagnostic clair. Ces travaux de pré-acquisition permettent de déterminer la valeur de l'entreprise sur la base de revenus récurrents ajustés et d'identifier les risques à intégrer dans le prix d'acquisition.

La suite de l'affaire ? Rien n'est joué d'avance, car rappelons-le, il existe plusieurs mécanismes de structuration du prix. Le mécanisme de *completion account* consiste à verser un prix établi à partir de comptes de référence disponibles lors de la signature du contrat d'acquisition (ou *signing*), puis à convenir dans un second temps (au *closing*) d'un prix définitif à partir des comptes arrêtés à la date de réalisation de l'opération*. Ce mécanisme apparemment simple dissimule un cocktail de modalités d'ajustements souvent sujet à négociation entre les parties et présente, dès lors, un fort risque de contentieux lors de son application. Car la comptabilité n'est pas une science exacte et, face à la difficile interprétation des clauses du contrat d'acquisition, naissent régulièrement des désaccords entre les vendeurs et les acheteurs.

La *locked box* peut dès lors constituer une alternative intéressante. Pratiqué en France dans 67 % des transactions recensées dans la *CMS European M&A Study 2015* (47 % en 2014), ce mécanisme de prix fixe s'impose comme une pratique de plus en plus courante



sur le marché du M&A. Nettement plus simple, ce mécanisme semble retenir la faveur des acteurs du

marché qui y voient des avantages en termes de temps et de sécurité juridique. Il n'est cependant pas sans risque. Afin d'assurer la valeur convenue au *closing*, il est prudent que l'acquéreur demande

des garanties pour contrôler les sorties de trésorerie (*leakage*) avant transmission afin d'éviter que le cédant amoindrisse la valeur de l'entreprise.

La *locked box* est très appréciée des fonds de *private equity* car répondant à leur besoin de figer définitivement les plus-values réalisées et remontées aux *limited partners* (ie les personnes physiques ayant investi dans les fonds). Dans son étude *European M&A Intelligence Report*, le cabinet DLA Piper observe ainsi que plus de 50 % des opérations qu'il a conseillées en 2015 ont fait appel au mécanisme de prix fixe, et que ce pourcentage s'élève à 77 % pour les opérations entre acteurs du *private equity*. Autre avantage : ce mécanisme permet une comparaison plus aisée des offres d'achat dans le cadre d'un processus d'enchères.

Dans ce contexte où s'affrontent la volonté des acteurs de faire aboutir la transaction et la nécessité de maintenir un niveau suffisant de prudence, tout l'enjeu est alors de convenir de sa propre stratégie, de définir le niveau de risque souhaité et de parvenir à user de tout son art pour signer les meilleurs deals. Il s'agit donc d'un véritable jeu d'équilibriste où les gagnants sont finalement les meilleurs stratèges.

* Les dates de signing et de closing diffèrent souvent, eu égard aux besoins d'approbation des actionnaires, du conseil de surveillance ou des organes régulateurs ou, plus généralement, à la réalisation des formalités administratives de la cession.

Cette semaine

■ **Emmanuelle Levine**, nommée directrice juridique de SFR Group (p2)

■ **Cinq cabinets** sur le LBO d'IK et de Five Arrows sur I@D (p3)

■ **Naissance de l'OPCI Transimmo** : Kramer Levin, Gide et LPA sur le dossier (p4)

■ **Congrès 2016 de l'ACE** : entretien avec Denis Raynal (p5)

4 000

C'est le nombre d'avocats inscrits sur la plateforme nationale de consultations juridiques www.avocat.fr

Source : Conseil national des barreaux, 16 septembre 2016