

Le «locked box», un mode alternatif d'acquisition

Le locked box, apparu dans un premier temps dans le contexte de transactions de sortie en private equity, est un mécanisme d'acquisition dans le cadre duquel le prix de la transaction se trouve fixé définitivement lors du contrat conditionnel (le «signing» anglo-saxon) et ne fait l'objet d'aucun ajustement lors du contrat définitif (le «closing»). Le locked box est généralement considéré comme étant plus favorable au vendeur.



Par Alexandre de Gouyon Matignon, avocat associé, PDGB

Le locked box constitue un mode alternatif d'acquisition, apparu d'abord en Angleterre et en Europe du Nord, essentiellement dans le contexte de transactions de sortie en private equity, et tendant à s'étendre aujourd'hui à des opérations classiques de M&A. Dans une structure standard (dite de «closing accounts» ou encore de «true-up») le prix de la transaction se trouve fixé en deux temps. Un prix provisoire est établi lors du contrat conditionnel («signing»), en général sur la base de la dernière comptabilité approuvée. Un prix définitif se trouve

ensuite fixé lors du contrat définitif («closing»), sur la base de la comptabilité à la date du closing. Le prix définitif tiendra compte notamment de la variation de l'actif net entre la comptabilité de référence et la comptabilité de closing. La garantie d'actif et de passif consentie par le vendeur, et qui se trouvera en général contre-garantie par un mécanisme de séquestre, un mécanisme à première demande, ou plus rarement un cautionnement, portera sur la comptabilité de closing.

Dans une structure locked box, le prix se trouve définitivement

fixé ex ante, lors du contrat conditionnel. Le prix se trouvera fixé soit par rapport à la dernière comptabilité approuvée

(qui devra être suffisamment proche de la date du signing), soit, si l'entreprise a suffisamment d'ancienneté, par rapport à la comptabilité des deux ou trois derniers exercices. La transaction, à l'identique d'une structure classique, se déroule en deux temps, contrat conditionnel puis contrat définitif. Toutefois le prix demeurera le prix initialement fixé lors du contrat conditionnel et ne fera l'objet d'aucun ajustement lors du contrat définitif. Le locked box exclut généralement tout mécanisme de type earn-out. Les parties n'établiront pas de comptabilité de closing et la garantie d'actif et de passif portera sur la comptabilité ayant servi de référence pour l'établissement du prix lors du contrat conditionnel.

Dans la mesure où le prix ne fait pas l'objet d'ajustement lors du closing, l'acquéreur aura soin de faire réaliser un due diligence particulièrement exhaustif. Pour les mêmes raisons, les dispositions de la garantie d'actif et de passif se trouveront renforcées.

Le locked box opère de facto un transfert du risque économique à l'acquéreur dès la signature du contrat conditionnel. En effet, et sous réserve des mécanismes de correction et de contrôle discutés ci-après, toute variation de la valeur de l'entreprise, qu'elle soit positive ou négative, sera pour l'acquéreur.

Les avantages habituellement reconnus au locked box sont (i) rapidité, (ii) simplicité et (iii) absence d'incertitude sur le prix. L'inconvénient majeur consiste en l'existence d'une période intermédiaire entre signing et closing (la «gap period») pendant laquelle l'acquéreur va porter le risque économique alors que, dans le même temps, c'est le vendeur qui assumera la direction de l'entreprise.

Le locked box opère de facto un transfert du risque économique à l'acquéreur dès la signature du contrat conditionnel. En effet, et sous réserve des mécanismes de correction, toute variation de la valeur de l'entreprise, qu'elle soit positive ou négative, sera pour l'acquéreur.

Le locked box est rapide. Dans une structure classique, l'établissement de la comptabilité de closing prendra en général entre huit et douze semaines. Ce délai pourra être allongé en cas de contestation entre les parties sur le traitement et/ou la quantification de telle ou telle ligne de la comptabilité. Le locked box, ne se référant pas à une comptabilité de closing, ne présente pas ces inconvénients.

Le locked box est simple. Dans une transaction standard, les parties devront mettre en place différentes clauses concernant l'établissement de la comptabilité de closing, le rôle respectif des parties, l'intervention ou non d'un cabinet d'audit, la résolution des litiges en cas de contestation sur la comptabilité et/ou le calcul du prix, etc. Le locked box, là encore, ne présente pas ces inconvénients.

Le locked box fixe un prix certain. Ceci constitue un avantage pour le vendeur, qui n'a plus cette crainte que l'acquéreur vienne contester la comptabilité de closing pour arriver à une réduction de prix. Ceci constitue également un avantage pour l'acquéreur, qui ne se trouvera pas dans l'obligation d'avoir à modifier son financement en cas de modification de prix entre le contrat conditionnel et le contrat définitif. Ceci enfin constitue un avantage pour l'entreprise elle-même dans la mesure où le vendeur par exemple ne

sera pas tenté de suspendre des investissements nécessaires, de manière à augmenter fictivement la position en cash pour la comptabilité de closing, et donc le prix.

Le locked box enfin se trouve particulièrement adapté dans le cadre d'une procédure d'enchères. L'acquéreur n'a pas la faculté de négocier les termes et conditions du contrat et peut donc se positionner rapidement. Le vendeur quant à lui peut opérer facilement une comparaison des différentes offres qu'il aura reçues.

Le locked box présente de nombreux avantages. Il souffre

toutefois d'un inconvénient majeur. Cet inconvénient pour l'essentiel tient à l'existence d'une période intermédiaire entre le signing et le closing (la «gap period») pendant laquelle l'acquéreur va porter le risque économique alors que, dans le même temps, c'est le vendeur qui assumera la direction de l'entreprise.

La gap period aura généralement une durée de deux à quatre mois. Pendant cette période, l'entreprise va connaître des événements pouvant affecter sa valeur. Les parties, et plus particulièrement l'acquéreur, seront attentives à limiter le plus possible la durée de la gap period.

La gap period va donner naissance à deux types de problématiques, une première, relative à l'augmentation «naturelle» de la valeur de l'entreprise cédée pendant la période intermédiaire, une seconde, plus difficile à contenir, relative

à toute éventuelle sortie de valeur non autorisée de l'entreprise pendant cette même période intermédiaire.

L'entreprise, pendant la gap period, devrait normalement, à conditions économiques constantes, connaître une augmentation de sa valeur – c'est le «value accrual» anglo-saxon. Les parties s'attacheront à intégrer le value accrual dans la fixation du prix définitif. Ceci pourra se faire soit par application d'un taux notionnel d'augmentation de valeur sur la période considérée, soit par tout autre mécanisme de leur convenance (fixation d'un montant forfaitaire venant s'ajouter au prix initialement fixé, par exemple).

La seconde problématique concerne les éventuelles sorties de valeur de l'entreprise – le «leakage» – pendant la période entre signing et closing.

Certaines sorties de valeur seront considérées par les parties comme rentrant dans la «conduite normale des affaires» et comme devant par conséquent être autorisées dans le cadre du contrat. Il pourra s'agir d'une distribution de dividendes, de la conclusion d'un accord interco à conditions de marché, de la clôture d'un contentieux par la voie d'un accord amiable, etc. C'est le «permitted leakage».

D'autres sorties de valeur au contraire seront considérées par les parties comme hors la «conduite normale des affaires» et comme devant être strictement prohibées dans le cadre du contrat. C'est le «non-permitted leakage». La sortie de valeur pourra consister par exemple en une distribution anticipée, en une transaction interco à des conditions hors marché (il est habituellement considéré que l'appartenance de la cible à un groupe plus large facilite les actes de non-permitted leakage), en un abandon de créance non justifié, en la prise en charge par la cible des frais de la transaction, etc. et plus généralement en tout acte, hors la conduite normale des affaires, ayant pour effet de diminuer l'actif de l'entreprise ou d'en augmenter le passif. Les actes de non-permitted leakage feront l'objet d'une correction économique, soit au travers d'un paiement compensatoire du vendeur à l'acquéreur, soit au travers d'une réduction de prix. La demande de l'acquéreur au titre d'un non-permitted leakage devra être formulée dans un délai relativement court (six à douze mois). La compensation sera effectuée sur une base euro pour euro et ne fera pas l'objet de limitation par mécanisme de seuil ou de plafond.

L'acquéreur, dans le contexte du locked box, sera attentif à contenir toute éventuelle sortie de valeur, puisque, contrairement à la structure classique d'acquisition en true-up, il n'aura pas la faculté de compenser la sortie de valeur par une diminution de prix sur la base de la comptabilité de closing. De ce point de vue, la définition des permitted et non-permitted leakage, ainsi que celle du mécanisme de correction en cas de non-permitted leakage, constituent ensemble probablement le point le plus «difficile» dans la négociation du locked box.

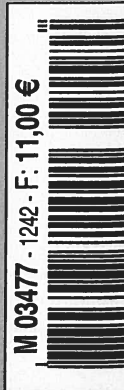
Le locked box est simple et rapide. Il présente certes l'inconvénient de la gestion de la période intermédiaire mais ceci peut faire l'objet de mécanismes correctifs. Dans le contexte M&A actuel, il est à anticiper que ce mécanisme alternatif d'acquisition suscitera un intérêt croissant. ■

Certaines sorties de valeur seront considérées par les parties comme hors la «conduite normale des affaires» et comme devant être strictement prohibées dans le cadre du contrat. C'est le «non-permitted leakage».

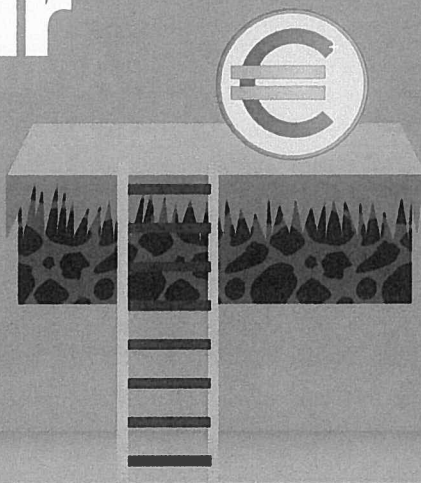
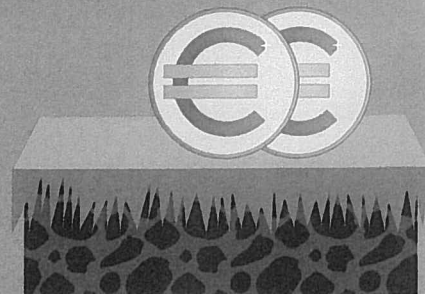
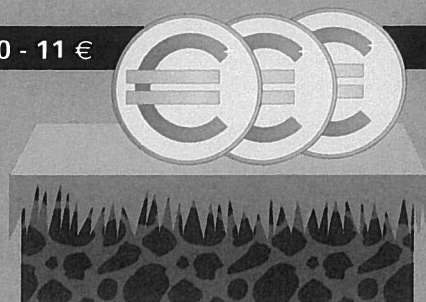
Option Finance

www.optionfinance.fr

N° 1242 - Lundi 28 octobre 2013 - ISSN / 0989-1900 - 11 €



NUMÉRIQUE
Les entreprises
peinent à passer
au niveau
supérieur



Avec ce numéro :
Le guide
du Contrôle

LOGICIELS EN LIGNE
Une nouvelle
solution
pour gérer
la trésorerie

OÙ INVESTIR
Un environnement
porteur pour
les actions
européennes