



ECONOMIE ET MARCHÉS

L'utilisation du «locked box» dans le M&A doit éviter quelques embûches

La transaction à prix fixe, qui gagne du terrain en Europe, facilite pour le vendeur la comparaison des offres dans le cadre d'enchères

Par Yves-Marc Le Reour

Le recours au mécanisme de *locked box* est de plus en plus répandu sur le marché européen des fusions et acquisitions. Cette pratique revient à fixer le prix de rachat d'une entreprise au moment de la signature du contrat conditionnel (*signing*) sans clause d'ajustement lors de la conclusion du contrat définitif (*closing*). Calculé sur la base de comptes audités et certifiés, ce prix tient compte de l'endettement net de la cible et de ses

besoins en fonds de roulement (BFR) à la date de référence.

«S'il semble moins prisé en Allemagne, ce mécanisme s'est imposé au Royaume-Uni et en France. Dans l'Hexagone, il est à présent utilisé dans plus de la moitié des transactions», relève Erwan Heurtel, associé chez Mayer Brown. Le cédant devra veiller à ce que les arrêtés comptables de la cible soient les plus récents possibles. Les principaux avantages pour lui sont l'absence d'incertitude sur le prix, une simplification du contrat et une comparaison des offres facilitée dans le cadre d'un processus d'enchères. Ce dernier point intéresse particulièrement les fonds de private equity.

L'acquéreur portera en revanche le risque économique de la cible dès la signature du contrat conditionnel, avant le transfert de la propriété juridique. Il devra donc demander des garanties pour éviter toute action destinée à amoindrir la valeur de l'entreprise en

voie d'être rachetée (*leakage*) et prévoir le versement d'une indemnisation en cas de sorties de trésorerie non autorisées (contrats commerciaux intergroupes, frais de transaction réglés par la cible...). Les parties pourront néanmoins permettre la distribution de dividendes, considérée comme un acte de gestion courante.

«Il y a moins de contentieux post closing avec ce mécanisme que lors de transactions où le prix est établi en deux temps», constate Erwan Heurtel. Au sein des équipementiers automobiles, la principale réticence par rapport au *locked box* provient du délai souvent long entre le *signing* et le *closing*, ce qui peut entraîner des variations importantes de BFR qui augmentent l'aléa sur le prix de la transaction. Par ailleurs, ce mécanisme ne peut être mis en place dans les situations de *carve-out* (cession d'une partie de l'entreprise) en raison de la difficulté d'établir des comptes *pro forma*. ●

Les principales fusions-acquisitions de la semaine en Europe

Date	Acquéreur	Conseil acquéreur	Cible	Conseil cible	Vendeur	Valeur (en M €)
14/10/2015	DEA Deutsche Erdbeel	Deutsche Bank ; Linklaters, Skadden Arps, Wiersholm	E.ON E&P Norge	Amitzen de Besche, Michelet	E.ON	1.407
09/10/2015	DSV		UTI Worldwide	Morgan Stanley ; Cravath, Swaine, Harney Westwood		1.198
08/10/2015	TA Associates, Reverence Capital	Broadhaven ; Goodwin Procter	Russell Investment Management	Barclays, Goldman Sachs, JPMorgan, RBC Capital ; Freshfields	London Stock Exchange	1.021
11/10/2015	Ineos		DEA Deutsche Erdbeel (12 gisements gaziers)	Deutsche Bank ; Skadden Arps, Wiersholm	DEA Deutsche Erdbeel	666
14/10/2015	Capita		Xchanging			577
14/10/2015	Treasury Wine Estates		Diageo (activités vinicoles britanniques et américaines)		Diageo	485
12/10/2015	EDC (consortium d'actionnaires)	Xenon Capital Partners ; Skadden Arps, Walkers Global	Eurasia Drilling (29 %)	Renaissance Capital ; Maples, Wilkie Farr		444
14/10/2015	Intertek	Greenhill	Professional Service Industries		Olympus Partners	290
12/10/2015	ProSiebenSat.1	PwC ; Mannheimer Swartling, Milbank Tweed	Etraveli	Arma Partners ; Karter	Segulah Advisor	235
13/10/2015	Orlen	BMO ; Norton Rose	Kicking Horse Energy	AltaCorp, Canaccord Genuity ; Burnet Duckworth		231
12/10/2015	BPI France, Salvepar, Next World et FFP	Crédit Agricole ; Carreras, Linklaters	Eren	Compagnie Financière du Lion, Société Générale ; White & Case		195
13/10/2015	Ingram Micro	Norton Rose	Doodata (activités de commerce électronique)	NIBC Bank ; NautaDutilh	Doodata	155

Données du 8 au 14 octobre 2015 pour les transactions impliquant une partie européenne

Source : Mergermarket