



EXPERTISE INNOVATION FINANCIÈRE

# Les prix fixes gagnent du terrain dans les fusions-acquisitions

Les fonds de « private equity » favorisent le mécanisme de « locked box » car il facilite la comparaison des offres en cas d'enchères.

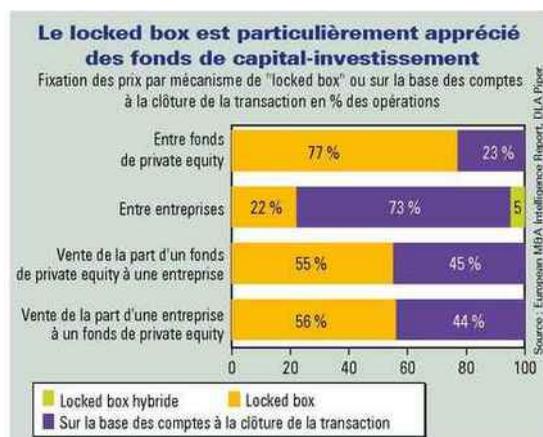
PAR SOPHIE ROLLAND

Encore marginal il y a quelques années, le « locked box » entre progressivement dans les mœurs. Cette pratique, qui vise à sécuriser les transactions de fusions-acquisitions (M&A) en recourant à un prix fixe déterminé au moment de la signature du contrat d'acquisition (« signing »), est désormais utilisée dans 77 % des opérations entre fonds de capital-investissement et dans au moins 55 % des cas lorsqu'elles impliquent un fonds et une entreprise, indique une étude récente du cabinet DLA Piper.

Les entreprises sont plus réticentes à franchir le pas. Elles sont encore 73 % à privilégier la procédure de fixation du prix classique, sur la base des comptes à la clôture de la transaction (completion accounts).

## Tendance de fond

« Les fonds de 'private equity' ont beaucoup plaidé pour le développement de ce mécanisme car il rend les comparaisons des offres beaucoup plus faciles en cas d'enchères », explique Erwan Heurtel, associé chez Mayer Brown. Le « locked box », en général considéré comme favorable au vendeur, permet aussi à l'acheteur de se décider rapidement sans avoir à prévoir et à anticiper les divers mécanismes d'ajustement de prix. Les parties peuvent également échapper aux interminables discussions autour des « closing accounts ». « Dans un processus de 'completion accounts', le prix final reste sujet à caution pendant des mois après la clôture des comptes car certains éléments permettant de le calculer ne sont disponibles qu'après ce 'closing' », souligne un professionnel. La comparabilité des offres en cas d'enchères est d'autant plus



importante que ces dernières se sont multipliées, en particulier du côté des fonds – les entreprises, elles, accordent souvent plus d'importance à la confidentialité du processus – et pour les transactions supérieures à 25 millions d'euros. Il faut que le prix espéré justifie le temps passé et le coût d'organisation d'une enchère. Selon DLA Piper, 31 % des fusions-acquisitions de 25 à 100 millions d'euros donnent lieu à des enchères. Une proportion qui passe à 52 % pour les opérations supérieures à 100 millions.

« Le développement du 'locked box' est une véritable tendance de fond. Plus de la moitié des dossiers de M&A dont nous nous occupons font intervenir ce mécanisme », constatait récemment l'associé de Mayer Brown à l'occasion d'une réunion organisée sur le sujet. Cette proportion monterait à presque 100 % pour les deals primaires réalisés par les fonds de private equity en midcaps en France, à en croire le représentant d'un fonds présent à cette réunion.

Dans le cas d'un mécanisme de prix fixe, l'acquéreur porte le risque économique puisqu'il s'engage à la

signature bien avant le transfert de la propriété juridique. Il est essentiel qu'il prenne des garanties afin d'éviter tout « leakage », c'est-à-dire toute fuite de valeur pendant cet intervalle, par exemple sous forme de remontées de cash au moyen de dividendes à une maison mère, de contrats commerciaux intergroupes, de versements de management fees, ou encore de règlements des frais de transaction par la cible... Une indemnisation sera versée à l'acquéreur si des sorties de trésorerie non autorisées sont constatées entre la date de référence (date à laquelle le prix a été fixé) et la date de clôture de la transaction. « Il est également important que le prix soit fixé sur la base de comptes audités très récents, dans l'idéal établis au maximum dans les deux mois précédant la signature de la transaction », estime Erwan Heurtel.

« Il y a moins de contentieux 'post-closing' avec ce mécanisme que lors de transactions où le prix est établi en deux temps », constate-t-il. Les due diligence en revanche sont plus poussées que lorsque l'acheteur a la possibilité de réajuster le prix à la clôture de la transaction.

Si les entreprises industrielles sont encore réticentes à accepter les procédures de locked box, leur position commence à évoluer. « Dans certaines transactions, nous avons connu des périodes d'ajustement des prix 'post-closing' qui s'étraient dans le temps et qui, finalement, se sont révélées très coûteuses », rapporte un directeur financier. « Cela nous a incités à regarder le 'locked box' de plus près alors qu'au départ, nous étions extrêmement réticents. Mais il est vrai que pour un acheteur industriel qui dispose d'une solution de financement, le mécanisme peut présenter des avantages », conclut-il. ■