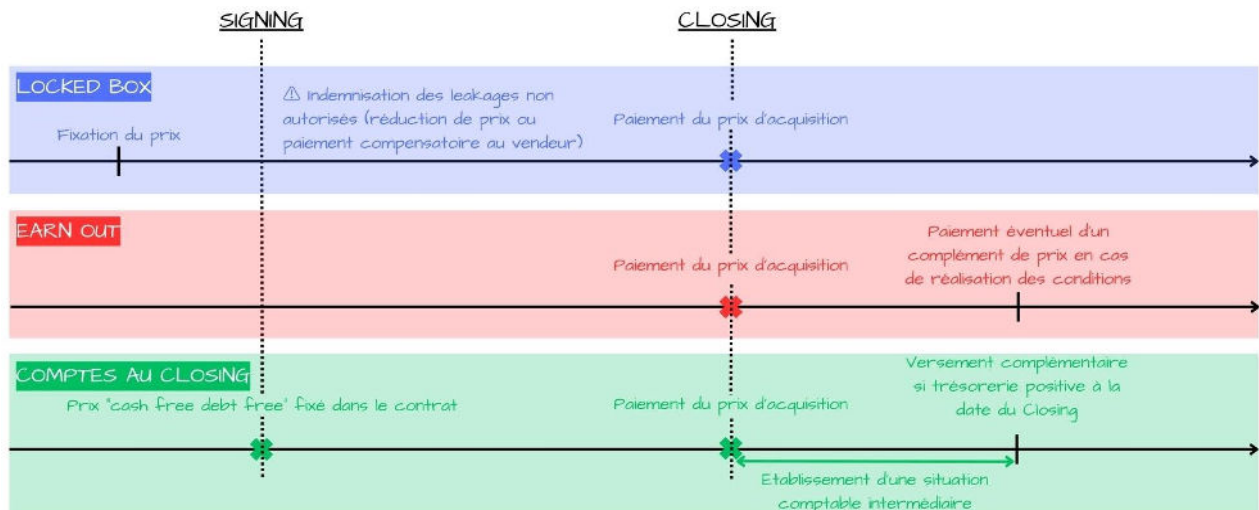


Locked box, earn out, comptes au closing, ... comment fixer le prix d'acquisition ?

Lors de toute acquisition ou cession d'une société, les parties s'interrogent sur les mécanismes de fixation du prix. Une brève présentation des trois principaux mécanismes vous fera sans doute gagner un peu de temps à l'avenir ... !



Deux questions se posent :

- Le prix est-il fixe ou ajusté en fonction de la trésorerie ?
- Le prix est-il déterminé de façon définitive ou tient-il compte de la performance future de la société cible ?

Au préalable, il faut distinguer deux moments dans la réalisation d'une acquisition d'entreprise :

- le « *signing* » ou la signature du contrat d'acquisition qui prévoit les modalités de l'opération dont le prix, ainsi que l'engagement de l'acquéreur d'acquiescer les titres et celui du vendeur de les céder, et
- le « *closing* » ou la réalisation de l'opération avec le paiement et le transfert de la propriété des titres de la société cible.

La réalisation de l'acquisition peut ainsi se faire en une seule fois : le transfert des titres et le paiement du prix ont lieu à la signature du contrat. Ou en deux temps : à la signature du contrat (*signing*), chacune des parties s'engage à acquiescer ou céder les titres, sous réserve de la réalisation de certaines conditions dans un certain délai (quelques semaines ou mois). A l'issue de la réalisation de l'ensemble de ces conditions, a lieu la réalisation proprement dite de l'acquisition (*closing*), à savoir le transfert des titres et le paiement du prix.

1. **Locked box** : un tien vaut mieux que deux tu l'auras !

Le prix est fixé définitivement à un moment précis, sur la base d'un bilan de référence, et n'a pas vocation à donner lieu à un complément de prix ou à un ajustement, et ce peu importe la situation de trésorerie ou l'endettement de la société au *signing* et/ou au *closing*. La valeur de la société est appréciée à un moment T et non sur une base future. Dans ce cas, l'acquéreur doit se prémunir contre les éventuelles évolutions baissières de la valeur de la société et les sorties de valeurs (ou d'actifs) de l'entreprise pouvant avoir lieu après le *signing* mais avant le *closing*, appelées, dans le jargon du milieu, *leakages* ou pertes de valeur (fuites).

Pour éviter ces pertes de valeur, il convient de prévoir dans le contrat d'acquisition une clause selon laquelle aucune dépense n'est intervenue ou ne doit intervenir entre la date du bilan de référence et

le *closing*, en dehors des dépenses du cours normal des affaires (paiement des salaires, du loyer, ...), afin de rassurer l'acquéreur sur la bonne gestion de la cible par le vendeur jusqu'au *closing*. En cas de dépenses non prévues (*leakages* non autorisés), il est prévu une indemnisation sous forme de réduction de prix ou de paiement compensatoire du vendeur à l'acquéreur.

Le mécanisme de *locked box* fait porter sur l'acquéreur les risques économiques et financiers liés à l'activité de la société entre le *signing* et le *closing*, alors même qu'il n'en a pas le contrôle, avec cependant la possibilité de les limiter grâce aux clauses de *leakages*. Son mérite est cependant de garantir un prix certain pour le vendeur, non dépendant de l'avenir : ***un tien vaut mieux que deux tu l'auras !***

2. Earn out : travailler plus pour gagner plus !

Le deuxième mécanisme, dit d'*earn out* (complément de prix), consiste à prévoir un prix complémentaire dépendant des performances futures de la société et qui s'ajoute donc au prix initial payé par l'acquéreur au vendeur. Le complément de prix peut ainsi dépendre de l'augmentation du chiffre d'affaires post-acquisition sur une période de deux ou trois ans ou de l'augmentation de l'EBITDA ou d'autres éléments financiers. Le montant de ce complément de prix est librement fixé par les parties et pourrait ainsi correspondre à 15% ou 40% du prix initialement payé par l'acquéreur.

Ce procédé est généralement utilisé lorsqu'un vendeur continue à exercer une fonction à responsabilité au sein de la société acquise, afin notamment de l'inciter à améliorer les résultats de son entreprise : ***travailler plus pour gagner plus !***

L'*earn out* donne lieu à des négociations plus longues et dépend notamment de la capacité du vendeur à réaliser des objectifs de croissance définis. Il permet ainsi au vendeur de vendre à un prix plus important, en cas de réalisation des objectifs. L'acquéreur peut ainsi payer un prix plus élevé qu'en l'absence d'*earn out*, mais s'assure d'une transmission plus efficiente en motivant le vendeur et d'une activité profitable.

3. Comptes au closing (ajustement de la trésorerie) : les bons comptes font les bons amis !

Il peut être souhaitable d'ajuster le prix en fonction du montant de la trésorerie au *closing*. Dans ce cas, le contrat d'acquisition prévoit un prix qui est « net » de trésorerie, qui est la « valeur d'entreprise », en supposant une trésorerie nulle (*cash free debt free*). Après le *closing*, les parties devront alors établir une situation comptable intermédiaire, à la date du *closing*, permettant de déterminer le montant de la trésorerie nette à cette date, lequel sera alors versé au vendeur par l'acquéreur.

Ainsi, une société peut être acquise pour un prix *cash free debt free* de 15,7 millions d'euros, avec un versement complémentaire, 30 jours après le *closing*, de 1,3 million d'euros, si la situation comptable établie à la date du *closing* fait apparaître un montant trésorerie positif de 1,3 million d'euros.

Tenir compte de la trésorerie au *closing* génère plus de négociation des parties (clauses du contrat, établissement d'une situation comptable intermédiaire, ...) et peut être source de discussions mais le prix payé par l'acquéreur est plus juste : ***les bons comptes font les bons amis !***