

LA PAROLE À... Alexandre de Gouyon Matignon,

ASSOCIÉ CHEZ PDGB AVOCATS

Le 'locked box', un mode simplifié d'acquisition appelé à progresser



Apparu il y a quelques années en Angleterre et en Europe du Nord, le *locked box* s'affirme sur le segment des valeurs petites et moyennes. Ce mode simplifié d'acquisition fixe définitivement le prix de la transaction lors du contrat conditionnel (le *signing* anglo-saxon) et ne l'ajuste pas lors du contrat définitif (le *closing*). Le *locked box* est généralement

considéré comme étant plus favorable au vendeur.

Dans une structure standard, 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 de la variation de l'actif net entre comptabilité de référence et 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, 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 déroulera 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* 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 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 la rapidité, la simplicité et l'absence d'incertitude sur le prix. L'inconvénient majeur tient à la période intermé-

diaire entre *signing* et *closing* (*gap period*) pendant laquelle l'acquéreur porte le risque économique alors que, dans le même temps, le vendeur assume la direction de l'entreprise.

La *gap period* débouche sur la problématique particulière liée à l'augmentation de la valeur de l'entreprise pendant cette période intermédiaire. Les parties s'attacheront à intégrer la *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 (par exemple, la fixation d'un montant forfaitaire s'ajoutant au prix initialement fixé).

Autre problématique à traiter, celle d'une éventuelle sortie de valeur non autorisée pendant cette même période intermédiaire. La question est plus difficile. 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, par exemple, d'une distribution de dividendes. C'est le *permitted leakage*. D'autres sorties de valeur, au contraire, seront considérées par les parties comme inhabituelles et devant être strictement prohibées dans le cadre du contrat. C'est le *non-permitted leakage*.

La sortie de valeur pourra consister en une transaction intergroupe à des conditions hors marché, 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 (de six à douze mois). La compensation ne fera pas l'objet de limitation par mécanisme de seuil ou de plafond.

Le *locked box* est simple. Il présente l'inconvénient de la gestion de la période intermédiaire, mais des mécanismes correctifs existent. Dans le contexte M&A actuel (hors *large cap*), qui tend vers plus de liquidité et plus de rapidité, il est à anticiper que ce mécanisme alternatif d'acquisition suscitera un intérêt croissant. ■

La gestion de la
période intermédiaire
peut donner lieu à une
correction économique