



# Les mécanismes de fixation du prix d'acquisition dans les opérations M&A

Atelier thématique AFJE CENTRE VAL DE LOIRE - 7 avril 2022

Adrien Debré – François Paulze d'Ivoy – Aurélien Babin



CORNET VINCENT SEGUREL



# Sommaire



- I.** La clause d'ajustement de prix
- II.** Le bridge : de la valeur d'entreprise (*enterprise value*) à la valeur des titres (*equity value*)
- III.** Le mécanisme de la *locked-box*
- IV.** Chronologie et comparaison entre les clauses d'ajustement de prix et de *locked-box*
- V.** La clause d'*earn out*
- VI.** Les instruments dilutifs (bsa, bspce, stock-options, oc) dans la valorisation de la société et son acquisition
- VII.** Retour d'expérience – L'œil du praticien
- VIII.** Q&A

# I. La clause d'ajustement de prix

## EN BREF

Correction du prix payé après la date de transfert des titres de la cible (*closing*), sur la base de comptes arrêtés au *closing*, par rapport au prix convenu à la date de la signature (*signing*) du contrat d'acquisition (*SPA*).

## EN PRATIQUE

- 1) **Référence initiale du prix** correspondant à la Valeur d'Entreprise de la cible (*Enterprise Value*), telle qu'elle est évaluée par rapport aux derniers comptes approuvés, exprimée généralement sur une base dite *debt-free/cash-free*.
- 2) **Ajustements fondés sur les facteurs suivant** (après négociation) :
  - (i) l'endettement net de la cible au *closing* (dettes financières moins trésorerie disponible), et
  - (ii) l'écart existant entre le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFR) normatif de la cible tel qu'initialement convenu entre les parties (*Target Working Capital*) et le niveau du BFR constaté sur la base des comptes arrêtés au *closing* (*Actual Working Capital*).
- 3) **Nécessité d'établir des comptes à la date du *closing***, sur la base desquels l'ajustement final du prix est effectué (augmentation ou réduction du prix payé).
- 4) **Transfert du risque économique** : à la date du *closing*.
- 5) **Fixation définitive du prix de l'opération** : après le *closing* (délai plus ou moins long selon la complexité des comptes à établir).

## Focus : Définitions du BFR et du BFR normatif



- 1) **Le BFR est un indicateur fondamental** qui permet de vérifier **l'équilibre financier de la cible** à un moment donné. Il mesure le besoin en trésorerie dû aux décalages existant entre :
    - (i) les délais d'encaissements des créances clients,
    - (ii) les délais de décaissements des dettes fournisseurs, et
    - (iii) le délai de rotation des stocks.
  
  - 2) **Le BFR normatif correspond à la valeur** (ou à une série de valeurs mensuelles sur un an) **du BFR, après neutralisation d'éléments non récurrents** (opérations exceptionnelles) **ou non représentatifs** (retards exceptionnels de paiement). Il traduit le niveau de BFR intrinsèque des activités de la cible en tenant compte d'une **éventuelle saisonnalité**.
  
  - 3) **Le BFR normatif est calculé sur la base :**
    - (i) de l'analyse historique du BFR de la cible,
    - (ii) d'un *benchmark* du niveau du BFR de sociétés du secteur, et
    - (iii) d'une analyse sectorielle fondée sur les études de marché disponibles.
- Les **retraitements classiques** effectués pour estimer le niveau de BFR sur le long terme sont, par exemple, le lissage de la saisonnalité, l'élimination d'opérations exceptionnelles *one off* (déstockage...), l'ajustement lié à la déconsolidation des créances, de *reverse factoring*, de financement sporadique de stocks, etc...

## Focus : Calcul du BFR et du BFR normatif

- 1) **A partir du bilan comptable de fin d'exercice ou au *closing***, la formule suivante s'applique :  
$$\text{actifs circulants} - \text{passifs circulants} = \text{BFR}$$

*Exemple : Stocks + créances clients + autres créances - dettes fournisseurs - dettes sociales et fiscales = BFR*
- 2) **Identification contractuelle** des postes comptables retenus dans ces actifs et passifs circulants.
- 3) **Nécessité du BFR normatif** pour mesure l'impact de l'évolution de chaque poste comptable du BFR sur le besoin en trésorerie de la cible.
- 4) **Dans le SPA**, les parties conviennent d'un montant fixe ou d'une méthodologie pour calculer un BFR normatif « cible ».
- 5) **Ajustement fondé sur l'écart** existant entre ce BFR normatif « cible » et le BFR constaté d'après les comptes arrêtés au *closing*.



## Focus : Exemple de calcul d'un BFR normatif en nombre de jours du chiffre d'affaires

Il faut définir pour chaque poste du BFR :

- (i) le temps d'écoulement en jours moyens, et
- (ii) le coefficient de pondération, qui mesure l'importance de chaque élément du BFR au regard du chiffre d'affaires annuel HT de la cible.

Ensuite, le temps d'écoulement en jours moyens est multiplié par le coefficient de pondération. Le résultat pour chaque poste du BFR montre :

- (i) soit un emploi s'il s'agit d'un poste d'actif circulant,
- (ii) soit une ressource s'il s'agit d'un poste de passif circulant.

Exemple : soit la cible X dont les informations sont les suivantes :

- (i) Chiffre d'affaires HT : 11 M€,
- (ii) Créances clients : 60 jours,
- (iii) Achats de matières premières : 3 M€ (durée de stockage de 35 jours et délai fournisseur de 55 jours), et
- (iv) Autres types d'achat : à 2 M€ (délai de paiement moyen des fournisseurs de 30 jours).

POSTE DU BFR	TEMPS D'ÉCOULEMENT (EN JOURS)	COEFFICIENT DE PONDÉRATION	BFR NORMATIF EN JOURS DE CA	
			EMPLOIS	RESSOURCES
<b>Actifs circulants</b>	> Créances clients	60	72	
	> Stocks	35	9,5	
<b>Passifs circulants</b>	> Dettes fournisseurs matières premières	55		18,2
	> Dettes fournisseurs autres achats	30		6,6
<b>TOTAL</b>			81,5	24,8
<b>BFR NORMATIF EN JOURS DE CHIFFRE D'AFFAIRES HT</b>			56,7	
<b>BFR NORMATIF EN VALEUR</b>			1.708.767 €	

Calcul des **coefficients de pondération** au regard du chiffre d'affaires annuel HT de la cible :

- i. créances client :  
 $11 \times 1,20 \text{ (TVA)} / 11 = 1,2$
- ii. stocks :  
 $3 / 11 = 0,27$
- iii. matières premières :  
 $3 \times 1,20 / 11 = 0,33$
- iv. autres achats :  
 $2 \times 1,20 / 11 = 0,22$

**BFR normatif en nombre de jours** : différence entre le total des emplois et des ressources.

**BFR normatif en valeur** : multiplication du BFR normatif en nombre de jours par le chiffre d'affaires, divisé par 365.

## II. Le *Bridge* : de la Valeur d'Entreprise (*Enterprise Value*) à la Valeur des Titres (*Equity Value*)

### EN BREF

Le prix payé le jour du *closing* au vendeur reflète la Valeur des Titres de la cible, obtenue après :

- (i) déduction de l'endettement net de la cible apprécié au *closing* (dettes financières moins trésorerie disponible), et
- (ii) ajustement pour tenir compte de l'écart existant entre le BFR normatif arrêté par les parties (*Target Working Capital*) et le niveau du BFR constaté sur la base des comptes arrêtés au *closing*.

### EN PRATIQUE

- 1) **Détermination de la Valeur d'Entreprise** : multiple de l'*EBITDA* (bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement), représentatif du niveau des bénéfices générés par la cible.
- 2) **Calcul de la trésorerie et des dettes** : la Valeur d'Entreprise est présentée sur une base sans trésorerie ni dette (*cash-free/debt-free*).
  - Il faut donc réintégrer ces données dans le prix final (trésorerie de la cible moins les dettes contractées). Tout item s'apparentant à de la trésorerie ou à de la dette peut être intégré dans ce calcul (*cash-like/debt-like*).
- 3) **Détermination du BFR normatif « cible »** : Les parties négocient le BFR normatif nécessaire pour que la cible soutienne son activité habituelle.
- 4) **Détermination finale de la Valeur des Titres** : calcul de la trésorerie (*cash-like*), des dettes (*debt-like*) et du BFR de la cible sur la base des comptes arrêtés au *closing*, suivi des ajustements correspondant.
  - Cette série d'ajustements de la trésorerie, des dettes et du BFR de la cible, permettant de passer de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Titres s'appelle l'« **Equity Bridge** ».

### III. Le mécanisme de la *locked-box*

#### EN BREF

Le prix d'acquisition est fixé par rapport à des comptes de référence établis en amont de l'engagement des discussions entre l'acquéreur et le vendeur.

#### EN PRATIQUE

- 1) **Due-diligence financière poussée** de l'acquéreur compensée par **une source de certitude et de simplicité** pour les parties.  
→ Nécessité de disposer de comptes de référence récents, sauf à réaliser des comptes certifiés pro forma en cours d'exercice, ce qui peut s'avérer couteux.
- 2) **Transfert économique de la cible** à l'acquéreur dès la date des comptes de référence choisis (risque, bénéfices et augmentation de valeurs entre la date des comptes de référence et celle du *closing*). Le vendeur agit tel un mandataire-gestionnaire de la cible.
- 3) **Possible rémunération complémentaire versée au vendeur** pour compenser l'augmentation de valeur de la cible :
  - (i) somme forfaitaire fixée à l'avance,
  - (ii) taux d'intérêt à l'*Equity Value* de la cible entre la date des comptes de référence et celle du *closing*,  
ou
  - (iii) montant calculé sur une base mensuelle fixée par référence aux *cash-flows* estimés.
- 4) **Clauses *anti-leakage* et *permitted leakage* dans le SPA** encadrant la gestion de la cible par le vendeur pendant la période entre le *signing* et le *closing*, associées à **des clauses d'indemnisations et de garanties déplafonnées**, sur 3 à 18 mois.



## Exemples de clauses *anti-leakage* et *permitted leakage*

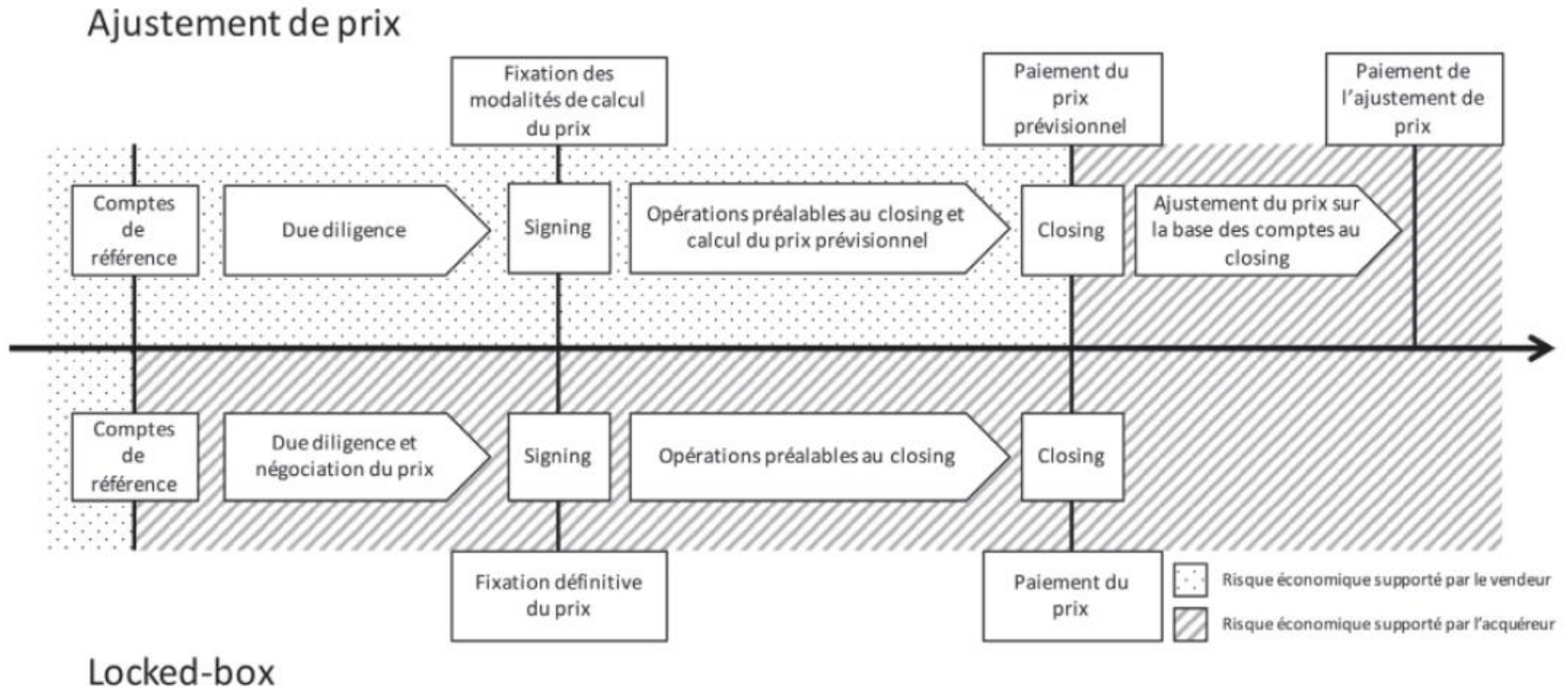
### ANTI-LEAKAGE

- › Les transferts de valeurs de la cible au vendeur.
- › Les dividendes exceptionnels.
- › Les primes extraordinaires versées au personnel ou à la direction.
- › La renonciation à des créances dues à la cible.
- › Les paiements intra-groupe extraordinaires.
- › Le règlement des frais de transaction par la cible et non par le vendeur.

### PERMITTED LEAKAGE

- › Les paiements intra-groupe dans le cours normal des affaires et dans des conditions normales de marché.
- › Les éléments identifiés dans le SPA et pris en compte dans le montant du prix (dividendes, les frais de gestion...).
- › Les paiements déjà prévus dans les comptes de référence.
- › Le paiement des salaires du personnel dans le cours normal de l'activité.

# IV. Chronologie des clauses d'ajustement de prix et de locked-box



# IV. Avantages et inconvénients entre les clauses d'ajustement de prix et de locked-box

AJUSTEMENT DE PRIX	LOCKED-BOX
<p><b>AVANTAGES POUR L'ACQUÉREUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Possibilité d'actualisation → réduction du risque de perte de valeur par rapport au prix payé lors du <i>closing</i>.</li> <li>› Le prix est fixé sur la base de comptes au jour effectif du transfert des titres.</li> <li>› Audit financier moins crucial.</li> </ul>	<p><b>AVANTAGES POUR L'ACQUÉREUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Certitude du prix.</li> <li>› Simplicité : absence d'opérations post-<i>closing</i>, qui accaparent le temps de la direction.</li> <li>› Coûts : l'absence d'ajustements post-<i>closing</i> permet de réaliser des économies.</li> </ul>
<p><b>INCONVÉNIENTS POUR L'ACQUÉREUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Négociations plus longues, d'abord sur les modalités d'établissement des comptes au <i>closing</i>, puis sur leur application et l'ajustement de prix.</li> <li>› Possibilité de litige sur l'ajustement de prix post-<i>closing</i>.</li> <li>› Retard et incertitude dans la détermination du prix final.</li> </ul>	<p><b>INCONVÉNIENTS POUR L'ACQUÉREUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Recours accru aux garanties sur les comptes de référence de la cible, qui doivent être assez récents → nécessité d'une due-diligence renforcée.</li> <li>› Risque d'amélioration/dégradation significative de l'activité entre la date des comptes de référence et celle du <i>closing</i>.</li> <li>› Nécessité d'aborder des éléments comme la dette et le BFR plus tôt, sans information précise à ce moment.</li> <li>› Nécessité de définir précisément les <i>leakage</i>, <i>permitted leakage</i> et l'indemnisation liée.</li> </ul>
<p><b>AVANTAGES POUR LE VENDEUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Gestion de la cible et bénéfices associés jusqu'à la date du <i>closing</i>.</li> </ul>	<p><b>AVANTAGES POUR LE VENDEUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Certitude du prix.</li> <li>› Contrôle accru du processus.</li> <li>› Les comptes de référence pour la fixation du prix appliquent les mêmes principes comptables que ceux employés par la cible.</li> <li>› Simplicité : absence d'opérations post-<i>closing</i>, qui accaparent le temps de la direction.</li> <li>› Coûts : l'absence d'ajustement post-<i>closing</i> permet de réaliser des économies.</li> </ul>
<p><b>INCONVÉNIENTS POUR LE VENDEUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Possibilité de litige sur l'ajustement de prix post-<i>closing</i>.</li> <li>› Moins de contrôle sur le processus d'ajustement.</li> <li>› Supporte le risque économique de la cible jusqu'au <i>closing</i>.</li> <li>› Retard dans la détermination du prix final.</li> <li>› Incertitudes sur la période entre l'achèvement et la préparation des comptes et coûts associés.</li> </ul>	<p><b>INCONVÉNIENTS POUR LE VENDEUR :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>› Pas de bénéfice de la poursuite de l'activité pendant la période intérimaire.</li> <li>› Gestion dès la date des comptes de référence → difficulté d'évaluer correctement la compensation du manque à gagner du vendeur.</li> </ul>

## V. La clause d'*earn out*

### EN BREF

Clause qui établit les modalités variables de calcul du prix de la Valeur des Titres de la cible, en fonction des performances réalisées par la cible pendant une période déterminée, appelée **période intermédiaire**, de une à cinq années après le *closing*.

### EN PRATIQUE

- 1) **Des indicateurs financiers et non financiers** de performance peuvent être retenus et affecter le résultat du paiement de l'*earn out* :
  - (i) indicateurs financiers : chiffre d'affaires, *EBITDA*, bénéfice net et flux de trésorerie des activités d'exploitation,
  - (ii) indicateurs non-financiers : approbation officielle de produits, octroi de licences, total des commandes reçues ou nombre de clients.
- 2) **Due-diligence nécessaire** pour déterminer ces indicateurs de performance, le montant de l'*earn-out* versé au vendeur et pour analyser le développement économique de la cible pendant la période intermédiaire.
- 3) **Différents types de clause de complément de prix** :
  - (i) cession des actions de la cible en un seul bloc : l'acquéreur acquiert en une seule fois la totalité des actions détenues par le vendeur. Seul le prix est fractionné, en une partie fixe payée comptant et au moins une partie variable à paiement différé concernant le complément de prix.
  - (ii) solde de cession d'actions après cession du contrôle : une partie des actions est cédée pour un prix définitif payé comptant et un solde d'actions est temporairement conservé par le vendeur avant d'être vendu pour un prix lié aux performances réalisées entre-temps par la cible.
- 4) **Le transfert du risque économique** lié à la détention des titres de la cible s'effectue au *closing*.
- 5) **Droits d'enregistrement** supportés par l'acquéreur à chaque versement au vendeur.

## VI. Le traitement des instruments dilutifs (BSA, BSPCE, stock-options, OC) dans la valorisation de la cible



### 1) Haute récurrence dans certains secteurs :

- (i) utilisation répandue des BSPCE et autres instruments d'incitations dans certains secteurs d'activité, notamment ceux dans lesquelles les sociétés sont éligibles à l'émission de BSPCE (e.g. tech/digital, énergies renouvelables...),
- (ii) récapitulatif des différences entre instruments : BSA, BSPCE, *stock-options*, OC,
- (iii) impératif de vigilance lors des opérations de *due diligence* juridique, et
- (iv) opportunité d'exercice pour les détenteurs de ces instruments : *in the money* vs. *out of the money*.

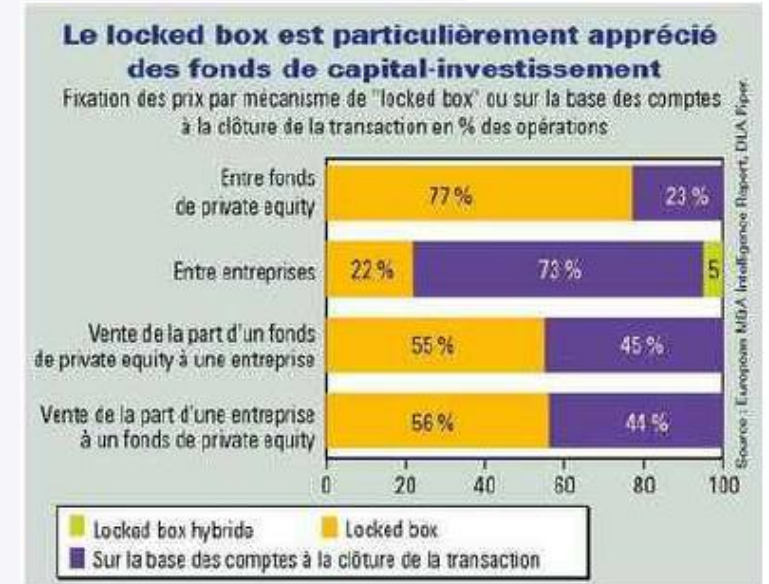
### 2) Problématique du paiement du prix d'exercice des instruments :

- (i) paiement en propre : pas d'impact – augmentation du poste *cash*.
- (ii) délégations de paiement : paiement par l'acquéreur en lieu et place des titulaires – augmentation du poste *cash* et diminution corrélative du prix d'acquisition.

### 3) Exemples pratiques

## VII. Retour d'expérience – l'œil du praticien

- 1) **Opération *locked-box* moins adaptée si réalisée au second semestre** : nécessité de disposer de comptes de référence récents, sauf à réaliser des comptes certifiés pro forma en cours d'exercice.
- 2) **A éviter en cas de forte saisonnalité de la cible**, ou en cas de longue période entre le *signing* et le *closing*.
- 3) **Opération *locked-box* utile pour les opérations en *open-bid*** : les acquéreurs potentiels sont invités à faire leurs offres de façon confidentielle au vendeur.
  - L'arrêt des éléments comptables par le vendeur permet une comparaison des offres plus aisée.
  - De son côté, l'acheteur peut se décider rapidement sans avoir à anticiper les divers mécanismes d'ajustement de prix.
- 4) **Traitement des comptes courants d'associés**: différentes solutions possibles.





# Focus :

## Les opérations en *open-bid* (vente aux enchères de la cible)

### EN BREF

La vente par *open bid* consiste à organiser une vente de la cible en alternant des périodes d'information auprès d'acquéreurs potentiels et des périodes de soumission d'offres.

Caractéristiques :

- (i) vente aux enchères privée de nature purement contractuelle.
- (ii) mise en concurrence directe des acquéreurs potentiels permettant au vendeur d'obtenir les meilleures conditions possibles.

### EN PRATIQUE

La nature de l'opération ou encore le choix de l'intervenant qui organise l'*open bid* peuvent donner lieu à un déroulement différent.

- 1) Le vendeur partage un document de présentation de la cible contenant les informations clefs sur son marché et sa situation financière.
- 2) Les acquéreurs potentiels émettent une première offre comprenant un prix indicatif et une proposition d'acquisition non-engageante.
- 3) Le vendeur sélectionne un nombre réduit d'acquéreurs potentiels et partage des informations complémentaires (documents comptable, financier, économique ou juridique, projet de SPA, rencontres avec le management...).
- 4) Les acquéreurs potentiels font alors une offre ferme et définitive dans un délai déterminé (*binding offer* avec *mark-up* du SPA).
- 5) Le vendeur choisit l'acquéreur discrétionnairement, selon des critères tels que le financement, les ajustements du SPA, les garanties offertes, le devenir du personnel etc...
- 6) La *binding offer* prévoit généralement une période d'exclusivité et des conditions suspensives (*condition precedents*) à purger lors d'audits complémentaires de l'acquéreur, avant de procéder au *closing*, au transfert de propriété des titres et à leur paiement.
  - ➔ Intérêt très clair du mécanisme de la *locked box*, qui offre le double avantage de simplicité et de certitude du prix.



## VIII. Questions & Réponses





**Adrien Debré**

**Avocat associé**

adebre@cvs-avocats.com

+33 6 28 72 15 09