



Par Delphine Bariani,
avocate associée,



et Marie Gabiano,
avocate, STC Partners

La clause de «locked box» : une innovation dont il faut connaître les codes ...

Outil de simplification et de confiance pour les parties dans une opération de M&A, la clause dite de « locked box » implique d'anticiper les zones de risques et la gestion de la période intermédiaire dès les premières phases du processus d'acquisition.

La mécanique de prix est l'un des enjeux essentiels d'une opération d'acquisition. La pratique en cette matière évolue régulièrement, comme l'a prouvé récemment l'adoption du nouveau droit des obligations¹. L'approche traditionnelle de structuration du prix qui consistait, de façon quasi systématique, à arrêter un prix provisoire à la date de signature d'un protocole de cession («signing»), lequel était ajusté à la hausse ou à la baisse, sur la base de comptes établis à la date effective de transfert de

transactions. Désormais appliquée aux opérations plus classiques de M&A, la clause de locked box est reconnue par les praticiens comme un instrument de confiance pour le vendeur, puisqu'elle permet de fixer le prix de cession dès le signing, et de simplicité, puisqu'elle évite l'établissement de comptes de closing par l'acquéreur et ainsi toute procédure complexe de contestation et d'ajustement de prix.

Traditionnellement considérée comme favorable au vendeur, la locked box présente également des avantages pour l'acquéreur

puisque'elle permet d'accélérer un processus de vente en évitant les discussions prolongées sur les termes et conditions d'un éventuel ajustement de prix, tout en permettant aux parties de se concentrer sur la continuité du business et la poursuite des objectifs annon-

Désormais appliquée aux opérations plus classiques de M&A, la clause de locked box est reconnue comme étant un instrument de confiance pour le vendeur, puisqu'elle permet de fixer le prix de cession dès le signing.

ciés. Attention toutefois aux effets pervers de cette simplification annoncée. Le choix d'un mécanisme de locked box doit être effectué en tenant compte de la structure particulière de chaque opération envisagée, en ayant à l'esprit les difficultés qu'il peut

propriété des titres («closing»), semble un peu passée de mode. Sous l'influence du droit anglo-saxon, les professionnels du private equity se sont rapidement placés sous un système dit de «locked box» pour renforcer la sécurité et la visibilité de leurs

engendrer et ainsi la nécessité de bien les anticiper. La locked box permettant de fixer définitivement ex ante le prix de cession, celui-ci devra être calculé le plus précisément possible grâce à des comptes de référence solidement établis, confirmés par des travaux de due diligences précis réalisés par l'acquéreur et ses conseils, voire initiés par le vendeur lui-même, puisqu'il ne sera plus susceptible d'ajustement matériel post-closing (1). Une fois le contrat de cession signé, le transfert de la propriété économique de la société aura été opéré au profit de l'acquéreur. Pourtant, la société continue d'être exploitée par le cédant jusqu'au closing, période dont la durée doit être la plus courte possible et dont le contrôle ne doit pas empêcher la poursuite et le développement de l'activité (2).

1. Les enjeux clés de la fixation d'un prix ferme et définitif

Quelle que soit la structure de prix retenue, la méthode utilisée pour déterminer la valeur d'une cible s'appuie sur des critères financiers et comptables clairement identifiés. Au début d'un processus de vente, le vendeur transmet ainsi les derniers comptes arrêtés ou approuvés de la cible et les dernières données financières dont il dispose. Ces comptes sont souvent revus et/ou certifiés par les commissaires aux comptes. A défaut, l'acquéreur peut toujours solliciter que ces comptes soient audités par un expert indépendant. Dans un système de locked box, l'acquéreur et ses conseils financiers s'attacheront à ce que les comptes de référence utilisés dans la construction du prix soient les plus récents possibles, ce qui peut soulever quelques difficultés en cas de transaction programmée au cours de la seconde moitié de l'exercice ou en cas de négociations prolongées. Ce mode opératoire n'est donc pas toujours le plus pertinent, notamment si les conseils juridiques et financiers anticipent des négociations longues et complexes, ou si la transaction nécessite la réalisation d'opérations préalables de restructuration ou de carve-out. Dans ces hypothèses assez fréquentes, les comptes de référence seront alors retraités afin de faire apparaître la situation de la cible post-restructuration ou carve-out et ainsi sa valeur réelle. L'élaboration de ces comptes, puis comptes pro forma est souvent génératrice de coûts et d'arbitrages techniques qu'il faudra bien évidemment prendre en compte.

La fixation d'un prix ferme et définitif avant tout signing impose aussi à l'acquéreur et à ses conseils de connaître le mieux possible la cible et de réaliser des travaux de due diligence plus approfondis avant même que le deal ne soit sécurisé. Le sort des coûts exposés en cas d'échec des négociations peut alors être source de discussions. Dans des process ouverts où plusieurs acquéreurs sont en compétition les travaux sont ainsi multipliés, la cible se trouvant dévoilée à un panel d'acquéreurs et de conseils très étendu. Le temps et le secret des affaires restant des éléments clés de l'attractivité d'une cible, les vendeurs cherchent parfois à limiter cette exposition. Ils proposent alors leurs propres travaux de vendor due diligences («VDD») dans le but de remplir leurs

devoirs en matière d'obligation d'information précontractuelle récemment renforcée² et de limiter les due diligences tierces. Dans ce cas, les conseils de l'acquéreur devront malgré tout challenger les conclusions de ces travaux préalables afin d'intégrer dans le prix les risques ou modifications de périmètres matériels

Dans un système de locked box, l'acquéreur et ses conseils financiers s'attacheront à ce que les comptes de référence utilisés dans la construction du prix soient les plus récents possibles.

identifiés qui ne pourront être régularisés. Ainsi, le reclassement préalable d'une activité non core business ou l'existence d'un contentieux judiciaire majeur avec un client de la cible devront être intégrés dans le calcul du prix dès l'origine.

Sans procédure d'ajustement de prix ou sans prise en compte de ces points dans la détermination du prix de cession initial, la négociation d'une garantie d'actif et de passif permet de couvrir, selon son étendue, tout ou partie des risques identifiés mais non encore avérés à la date du signing. Rappelons néanmoins que la mise en jeu de la garantie de passif est un processus long et complexe, source de tensions et de frais pour les deux parties au contrat de cession.

Pour toutes ces raisons, en contrepartie de la sécurité juridique et de la simplicité que permet sans conteste la clause de locked box, il conviendra, lors de toute structuration d'opération, de mesurer avec prudence les phases préalables et post-closing qui pourraient avoir un impact sur l'équilibre de l'accord à trouver entre vendeur et acquéreur.

2. La bonne gestion de la période intermédiaire par les parties

A compter du closing, dans un schéma de locked box, l'acquéreur bénéficie rétroactivement de la propriété économique de la cible au jour de l'établissement des comptes de référence. Entre ces deux dates s'ouvre alors une période dite intermédiaire, pendant laquelle le vendeur s'engage à lever d'éventuelles conditions suspensives et à réaliser le cas échéant certaines opérations préalables. Pendant cette phase du process, la valeur de la cible peut varier, sans que l'acquéreur ait un quelconque pouvoir de direction juridique effectif sur l'activité dont le transfert est envisagé. En conséquence et à titre de protection, l'acquéreur souhaitera encadrer strictement la gestion de la cible pendant cette période, afin d'éviter toute diminution de valeur au travers des fameuses clauses dites de «leakage» et de gestion de la période intermédiaire.

Une liste détaillée des «paiements interdits» (distribution de dividendes, flux financiers intragroupes injustifiés, cession d'actifs dont le prix de cession serait sous-estimé, etc.) et des «paiements autorisés», nécessitant parfois l'accord préalable de l'acquéreur (paiement des salaires, conclusion d'un contrat, nouvel investissement ou dette ne dépassant pas un seuil fixé d'un commun accord entre les parties, etc.) est alors scrupuleusement négociée,

pour se solder par un droit à indemnisation à l'euro en cas de violation. Les procédures de contrôle de la gestion de la période intermédiaire et l'utilisation de la notion de «cours normal des affaires» sont également l'occasion de débats juridiques subtils, laissant place à la créativité des parties et de leurs conseils dont l'objectif principal doit être de préserver les intérêts respectifs des deux parties, sans toutefois paralyser la cible. Les contraintes mises en place par l'acquéreur dans la gestion quotidienne du

du management de la société. Ce risque est d'autant plus fort lorsque le vendeur est également dirigeant de la cible et peut engager à ce titre sa responsabilité. La bonne gestion de la période intermédiaire nécessite donc un suivi attentif des flux sortants par les deux parties au contrat de cession et la mise en place d'un reporting comptable et financier rigoureux, dont la réalisation peut s'avérer contraignante pour les équipes de la cible. En tout état de cause, l'acquéreur et le vendeur feront en sorte que

cette phase soit la plus courte possible, afin de minimiser les risques induits par la période intermédiaire.

En conclusion, retenir une mécanique de locked box dans une opération d'acquisition reste un choix pertinent si les parties ont bien mesuré, en

A compter du closing, dans un schéma de locked box, l'acquéreur bénéficie rétroactivement de la propriété économique de la cible au jour de l'établissement des comptes de référence.

management de la cible pendant cette période ne sauraient pour autant entraîner le transfert de la direction effective de la société à l'acquéreur, sa responsabilité pouvant alors être recherchée dans les mêmes conditions que celles du dirigeant dit «de droit». En effet, durant cette phase hybride du processus d'acquisition, le vendeur agit comme un mandataire-gestionnaire de l'acquéreur. Il est donc virtuellement tenu d'exploiter le business de la cible dans des conditions similaires à celles qui prévalaient avant la signature de la transaction et conformément aux éléments prévisionnels transmis à l'acquéreur. Cette phase peut être source d'ambiguïté et de prudence excessive de la part du vendeur et

amont de la conclusion de leurs accords, les zones de risques et d'inconfort à traiter de façon spécifique dans le contrat de cession. Cette option nécessite aussi qu'à chaque étape de la négociation et de la mise œuvre des accords conclus, la bonne foi guide leurs échanges en vue de préserver avant tout la pérennité de l'activité transférée. ■

1. Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.
2. Article 1112-1 du Code civil.