

## &gt; FINANCE

## Sécurisez vos clauses d'ajustement de prix d'acquisition

Les protocoles d'acquisitions d'actions comprennent souvent une clause dite d'ajustement de prix (à ne pas confondre avec une clause de complément de prix). Comment faire en sorte de réunir les conditions favorables à la rédaction de cette clause ?

### Quel est l'intérêt des clauses d'ajustements de prix ?

**Une clause qui s'inscrit dans un processus en trois phases.** Un processus d'acquisition rigoureux est souvent divisé en trois phases à savoir :

1. Une phase précontractuelle non engageante ;
2. Une phase de négociation engageante avec une confirmation d'intérêt à un prix provisoire ;
3. La phase de réalisation avec le protocole d'acquisition de titres.

**La détermination du prix.** La différence majeure entre la première phase et les deux suivantes est que l'on ne travaille plus au même niveau de détermination du prix.

Dans la première phase précontractuelle, les parties prenantes travaillent sur la valeur de l'exploitation sans tenir compte de la structure d'endettement net de la cible. Dans ce cas on parle de valeur d'entreprise (VE) et non de prix des titres.

**À noter.** Il ne faut pas confondre clause d'ajustement de prix et clause de variation de prix (complément/ réduction de prix). Les parties prenantes peuvent décider de rendre variable le prix en fonction de la performance d'exploitation, dans ce cas, il s'agit de faire varier la valeur d'entreprise ; on intègre alors une clause de variation de prix (ou de complément de prix). Les clauses d'ajustement de prix portent, quant à elles, sur l'élément qui assure le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres : l'endettement net (cf. schéma ci-dessous).

<b>Valeur d'entreprise</b> = L'exploitation	<b>Valeur de capitaux propres</b> = Les titres
	<b>Endettement net</b> = Le pivot

### Comment agit la clause d'ajustement de prix ?

Cette clause cherche à encadrer la détermination définitive de l'endettement net lorsqu'une offre de prix repose sur une situation intermédiaire estimée non représentative d'une structure normale. La clause d'ajustement de prix prévoit de déterminer le prix définitif sur la base d'une situation ultérieure à la signature du protocole que les parties considéreront plus représentative.

### Une collaboration indispensable entre les différents acteurs

Le DAF va faire intervenir deux catégories d'experts, qui vont l'assister dans cette transaction.

**Les avocats-conseils.** Ils rédigent le protocole aux côtés des parties prenantes en respectant au mieux les accords des parties et en apportant leurs conseils quant aux précautions à prendre.

**Les auditeurs financiers.** Les acquéreurs font régulièrement appel à des cabinets spécialisés dans les audits d'acquisition. Leur objectif est double :

- se forger une opinion sur la pertinence et la récurrence des agrégats de performance d'exploitation (EBE, résultat d'exploitation, ...) qui fondent la valeur d'entreprise ;
- apprécier la structure financière de la cible qui fondera alors le prix.

C'est ce second point que ciblent les clauses d'ajustement de prix.

Si les rapports des auditeurs cherchent à mettre en évidence la performance économique normative (vs comptable) et les risques financiers de la cible, ils doivent mettre en évidence les indicateurs clés de la structure financière normale de la société.

**À noter.** Depuis plusieurs années, nous voyons le développement des Vendor Due Diligence (VDD) où le cédant fait intervenir un auditeur « sell side » qui préparera, au bénéfice d'un acquéreur, la présentation économique de la performance et la structure financière normative de la société. La multiplication de ces audits répond principalement à trois grands besoins :

- Assurer l'efficacité des due diligences ;
- Créer les conditions de la confiance par l'intervention de tiers externes ;
- Faire en sorte qu'acheteur et vendeur jouent sur un même pied d'égalité en positionnant chacun ses auditeurs.

### Les points d'attention essentiels lors de la rédaction de la clause

**Le périmètre de l'endettement net.** Il est assez fréquent de voir des clauses d'ajustement de prix fondés sur ce qui est appelé l'endettement financier net (EFN) ; cet agrégat comprend les emprunts bancaires, les dettes financières diverses et les liquidités.

**Conseil.** Il est indispensable que les DAF concourent à la définition précise de cet indicateur dans le protocole avant de l'encadrer. Il ne faut pas oublier les provisions, y compris les indemnités de fin de carrière souvent très significatives, les retraitements des créances mobilisées et sorties du bilan, les dettes d'impôt société, les dettes de fournisseurs d'immobilisation, etc.

**Le besoin en fonds de roulement (BFR) normal et les investissements.** En pratique, les clauses d'ajustements de prix visent à empêcher une augmentation de la trésorerie nette par des manipulations de BFR ou par le report de dépenses d'investissements significatives.

Il est donc indispensable de procéder à une analyse fine du BFR, de son évolution dans le temps, de sa saisonnalité et de sa normalité. Il est également impératif d'effectuer des analyses d'investissements passés et prévisionnels afin de s'assurer des conditions de

maintien de la performance d'exploitation future.

**La rédaction de la clause.** Les constats faits par les auditeurs financiers, objet d'un contradictoire au moment des restitutions de due diligences, doivent être reflétés, autant que faire se peut, dans les clauses d'ajustement de prix. Le secret d'une clause pertinente réside dans la bonne traduction juridique des constats des auditeurs financiers. La qualité de la collaboration entre ces intervenants est l'ingrédient du succès.

**Conseil.** Les clauses d'ajustement de prix indiquent souvent que le BFR doit être géré selon les mêmes conditions qu'avant la cession jusqu'à la date de réalisation. Pour autant, ces clauses font rarement état des conditions habituelles de BFR rencontrées dans la société et détaillées par les auditeurs financiers. De tels indicateurs pourraient éviter bien des litiges ultérieurs. Il en est de même sur les programmes d'investissements prédéterminés pour atteindre les objectifs de performance.

*Que vous soyez cédant ou cessionnaire, assurez-vous d'une parfaite collaboration entre vos avocats-conseils et vos auditeurs financiers ; demandez à ces derniers (s'ils y sont autorisés) d'assurer le lien avec les juristes au-delà de la remise de leurs rapports. Assurez-vous également que la clause traduise les travaux des auditeurs quant aux indicateurs pris en compte.*