

Chronique Fusions acquisitions

N°83 - mars 2007

En partenariat avec

DECIDEURS
STRATEGIE FINANCE DROIT

Le point sur...

Ajustement du prix de cession et recours à l'expertise : éviter les pièges de l'interprétation

PAR ALAIN DECOMBE, AVOCAT ASSOCIÉ, ET OLIVIA GUÉGUEN, AVOCAT.

DECHERT



ALAIN DECOMBE
AVOCAT ASSOCIÉ



OLIVIA GUÉGUEN
AVOCAT

Extrait du magazine
Décideurs N°83 :
Mars 2007

nouvelle formule		DECIDEURS	
STRATEGIE FINANCE DROIT			
Corporate Finance			
DEAL DU MOIS L'Olympique Lyonnais en Bourse			
<ul style="list-style-type: none"> Missions & Mandats 8 Tendances et événements 10 Altmanair : un marché en plein essor 11 Finex 12 Grand Thornton : le petit big qui monte, qui monte... 13 	<ul style="list-style-type: none"> Fusions - acquisitions 13 Marché de capitaux Actions 18 Marché de fonds 21 Chromagis 22 Droit fiscal 23 Droit des sociétés 24 Fusions acquisitions 25 		
Capital Investissement			
FOCUS CAPE : une transformation réussie			
<ul style="list-style-type: none"> Finances et tendances 38 L'impact des LBO : après les départs, les stratèges 39 Missions & Mandats 32 LBO 33 2006 : records pour le LBO européen 34 Renaissance 37 Si vive sur le restructuring 37 	<ul style="list-style-type: none"> Capital finance 38 Les investisseurs craignent pour le capital risque 39 Escudo-risc AFIC 40 Capital développement : le passé avec Patrick Sager 41 		
Monde du Droit			
UN LEADER À LA LOUPE Veil Jourde : refondation et reconquête			
<ul style="list-style-type: none"> Missions & Mandats 46 Grands contentieux 52 DIR de Parfaucher sur la CEC : le maître du jeu renporte le titre 53 Renouveau Revoray 55 L'impact financier des parties 56 Renouveau : Carlo Montenegro 56 Directeur juridique & arbitrage 56 	<ul style="list-style-type: none"> Renouveau JSE 57 La protection sociale et le juridique 58 Chromagis 59 Droit international et européen - Endossement et sub-judice 60 Droit social 61 Droit immobilier 62 		

Ajustement du prix de cession et recours à l'expertise : éviter les pièges de l'interprétation

La durée du processus de cession rend le recours au mécanisme d'ajustement de prix inévitable. Alors que ce mécanisme est conçu lorsque les parties s'entendent, sa mise en œuvre traduit des performances financières non confirmées. Les parties réalisent alors l'importance des modalités de l'intervention du tiers expert.

L'acquéreur d'une entreprise va généralement souhaiter que le prix convenu, calculé sur la base d'éléments fournis préalablement par le vendeur (data room, VDD), soit corrigé pour prendre en compte la situation financière de la cible à la date du transfert de propriété. Un tel ajustement sera d'autant plus justifié que la date séparant l'analyse de ces éléments sera éloignée du closing. Vendeur et acquéreur vont ainsi négocier une clause d'ajustement de prix qui ne se confond pas avec les déclarations et garanties qui elles, obéissent à une logique indemnitaires. Les questions de nature financière sont cependant souvent source de débats. Dans le cas où les parties ne peuvent s'entendre sur l'application de cette clause d'ajustement elles doivent s'en remettre à un tiers expert chargé de décider du niveau de l'ajustement de prix éventuel. Le mécanisme d'ajustement, de nature purement conventionnel est une composante essentielle du prix. Il sera en principe fixé dès la phase pré-contractuelle (souvent au stade de la lettre d'intention dans une cession de gré à gré). Il sera parfois dans le cadre d'un processus d'open bid un élément déterminant de comparaison des différentes offres. Le plus souvent, l'acquéreur a calculé le prix de cession offert sur la base de données financières (comptes annuels du dernier exercice clos ou de l'exercice précédent et/ou comptes intermédiaires audités ou non, business plans) plus ou moins anciennes selon la durée du processus de cession et son articulation avec l'exercice social de la cible. Même s'il a effectué une analyse de ces éléments (audits comptable, financier, stratégique) et s'est forgé avec ses conseils une opinion sur l'évolution de la situation financière de la cible, l'acquéreur va demander à être protégé contre toute évolution défavorable de cette situation financière au travers du mécanisme d'ajustement. La pratique reconnaît divers mécanismes qui comparent la situation de différents agrégats financiers (EBITDA, working capital, actif net...) à une date donnée à la situation de ces éléments à la date de réalisation. Les praticiens conçoivent

de plus en plus le prix de cession comme une valeur d'entreprise « *debt-free* » « *cash-free* », le prix définitif (sous réserve des ajustements susvisés) étant alors égal à la différence entre cette valeur d'entreprise et la dette financière de la cible nette de sa trésorerie. Il est donc nécessaire de déterminer cette dette financière nette au closing. Le choix de faire porter l'ajustement sur tel ou tel agrégat dépend souvent de la politique de l'acquéreur en la matière et du rapport de force qui existe entre cédant et acquéreurs. L'ajustement sur l'actif net tend à disparaître, les acquéreurs privilégiant un ajustement fondé sur l'évolution du working

Les questions de nature financière sont cependant souvent source de débats

capital (ou de ses composantes essentielles : créances clients, dettes fournisseurs, stocks). L'acquéreur cherchera ici à se prémunir contre tout risque de manipulation de la trésorerie qu'il va reverser au vendeur dans le cadre d'une transaction « *debt-free* » « *cash-free* ». Du point de vue juridique, la méthode retenue pour déterminer l'ajustement, et donc le prix définitif, doit être suffisamment claire et objective. Cette méthode sera fixée par les parties dans le contrat, de manière à ce que le prix soit déterminable et que la vente ne puisse être remise en cause. Le calcul de l'ajustement requérant en général un accord des parties sur les éléments chiffrés à la date de réalisation, il est nécessaire de prévoir le recours à un tiers pour éviter tout risque de blocage lors de la fixation du prix définitif. La première étape de la détermination du mécanisme d'ajustement consiste

à définir les agrégats financiers sur lesquels porte l'ajustement. Il n'existe pas de définition uniforme de tels éléments. Les parties aidées de leurs conseils (banquiers conseils, experts-comptables, directions financière et du développement, avocats) doivent donc se mettre d'accord au cas par cas sur la définition qu'elles entendent appliquer. Annexer à titre illustratif un exemple de calcul à une date antérieure au closing peut s'avérer utile.

Dans un second temps, le contrat doit prévoir les modalités d'établissement des états financiers à la date de réalisation sur la base desquels vont être déterminés les éléments susvisés (e.g., bilan et compte de résultat en cas d'ajustement sur le working capital, plus simplement état des dettes financières et de la trésorerie pour l'ajustement sur la dette financière nette). Le principe de permanence des méthodes comptables appliquées dans le passé par la cible (le vendeur peut avoir intérêt à annexer au contrat certaines méthodes propres à la cible pour éviter toute contestation future) doit également être prévu, sous réserve de leur cohérence avec les normes comptables applicables. Généralement, les comptes de la cible établissent ces états financiers, sous la responsabilité de l'acquéreur. Le vendeur disposera ensuite d'un certain délai pour les revoir et formuler ses réserves. Une phase de discussion est ensuite prévue pour que les parties parviennent à un accord sur les agrégats financiers à la date de réalisation et les ajustements en résultant. Il est important de prévoir des délais réalistes pour chacune de ces phases et pour le passage à la phase d'expertise en cas de blocage avéré. Les parties conviennent ensemble de l'impact des variations constatées. Lorsque la transaction est « *debt-free* » « *cash-free* », l'ajustement est automatique et à l'euro l'euro. Dans d'autres cas, l'ajustement sera soit automatique et à l'euro l'euro (par exemple, différence entre le working capital au closing et à la date de référence) soit ne jouera que dans certaines limites (cas où l'on admet une fourchette de variation et un ajustement uniquement si la limite haute ou basse de la fourchette est dépassée). L'ajustement peut également jouer uniquement à la baisse (au profit du seul acquéreur) ou dans les deux sens. De manière à éviter de « *surpayer le vendeur* » à la date de réalisation (notamment lorsque la

dette financière nette est déduite de la valeur d'entreprise), les parties conviennent très souvent de la remise à l'acquéreur quelques jours avant la date de transfert de propriété d'un estimatif de l'ajustement sur la base duquel sera déterminé le prix versé. Il est délicat de vouloir s'assurer de la cohérence de cet estimatif sans mettre en place des procédures qui risquent de générer une renégociation du prix. De même, une certification de cet estimatif par le commissaire aux comptes, pose des problèmes pratiques. De ce fait, on s'en remettra en général à la bonne foi du vendeur. L'acquéreur demandera qu'une partie du prix soit placée sous séquestre pour garantir le paiement de tout ajustement dans le cas où le vendeur est une personne physique ou ne présente pas les garanties adéquates. Malgré les précautions prises dans la rédaction du mécanisme d'ajustement, l'acquéreur pourra marquer un désaccord avec tout ou partie des éléments financiers transmis dans le cadre de la procédure contractuelle. Un désaccord pourra également naître de l'application de la formule d'ajustement elle-même, notamment dans le cas où les définitions manquent de précision. Si aucun accord n'est trouvé à l'issue de la phase de conciliation prévue entre les parties, le contrat stipule pour des besoins de sécurité juridique la possibilité pour la partie la plus diligente de saisir un tiers expert. Ce recours à l'expertise doit être strictement encadré puisque les parties vont lui confier le soin de fixer le prix de manière définitive. Les parties désignent en général le tiers expert par référence à l'article 1592 du Code civil. Il s'agit donc d'un tiers indépendant, mandataire commun des parties lesquelles fixent sa mission, c'est-à-dire ici, régler leurs points de désaccord par application des principes et définitions fixés au contrat. Ce tiers expert doit être désigné nommément et son remplacement prévu s'il ne peut accomplir sa mission (deuxième expert et principe d'une désignation en dernier recours par les tribunaux). A défaut, le juge ne pourrait satisfaire à une demande de désignation ce qui affecterait la validité de la vente. En pratique, les parties auront intérêt à contacter l'expert pressenti de

manière à confirmer qu'il pourra assurer la mission (absence de conflit d'intérêts notamment). La mission de ce tiers expert (rendre une décision qui lie les parties) va plus loin que celle de l'expert judiciaire. Il n'est cependant pas un arbitre dans le sens où sa décision a une valeur contractuelle et non juridictionnelle. Sa décision devra être fondée sur les principes prévus au contrat et non sur d'autres considérations notamment d'équité. Elle s'imposera aux parties, sous réserve d'un recours possible devant le juge en cas d'erreur d'appréciation, difficile à établir en pratique. Dans la mesure où les parties s'en remettent à la décision de ce tiers expert, il est important qu'elles déterminent avec précision la mission de ce dernier et ses limites (en particulier, son pouvoir d'interprétation des stipulations contractuelles

Ce recours à l'expertise doit être strictement encadré

applicables à l'ajustement et la durée de sa mission). Elles devront également prévoir les conditions de leur coopération avec ce dernier (qui n'étant pas arbitre, n'a pas à respecter le principe du contradictoire), la mise à disposition de l'information nécessaire à l'accomplissement de sa mission (avec en contrepartie un engagement de confidentialité) et régler la répartition des frais d'expertise (le principe d'une répartition à parts égales n'est pas de droit). L'expert souhaitera en général établir un ordre de mission fixant les conditions de



ALAIN DECOMBE, AVOCAT ASSOCIÉ



OLIVIA GUÉGUEN, AVOCAT

son intervention avant de lancer ses travaux. Dans le cadre de sa mission, le tiers expert peut être amené à s'interroger sur l'interprétation de principes ambigus prévus au contrat (définitions manquant de précision notamment). Se pose alors la question de son pouvoir d'interprétation de ces clauses et donc du contrat. Le tiers expert, mandataire commun, doit en principe s'en tenir à la mission confiée par les parties. La jurisprudence qualifie le dépassement de cette mission d'erreur grossière justifiant une possible contestation de sa décision. Une jurisprudence récente (CA Paris, 17 septembre 2004) a reconnu à l'expert un pouvoir général d'interprétation du contrat dans la mesure où ce pouvoir lui est nécessaire pour remplir sa mission. Même si cette décision, qui reste isolée, peut apparaître de bon sens, elle présente, si elle était étendue, le risque de voir les parties liées par une interprétation du contrat effectuée par un tiers à qui cette mission d'interprétation n'avait pas été confiée. Le risque est d'autant plus grand que l'expert a généralement des compétences comptables et financières plus que juridiques. On pourrait ainsi aboutir à une situation où l'expert rendrait une décision contraire à l'intention réelle des parties et contre laquelle ces dernières n'auraient pas de recours. Cette évolution jurisprudentielle doit donc être surveillée. Face à une telle incertitude, les parties se doivent de définir de façon aussi claire et précise que possible le mécanisme d'ajustement de prix pour limiter les risques d'interprétation.

LES POINTS CLÉS

- L'acquéreur doit se protéger contre toutes « mauvaises nouvelles » résultant d'une évolution négative de la situation financière de la cible au cours du processus de cession.
- Acquéreur et vendeur ont intérêt à prévoir un mécanisme d'ajustement de prix le plus clair et précis afin d'éviter, en cas de désaccord, tout risque d'interprétation divergente de leur intention par le tiers expert désigné.

SUR LES AUTEURS

Alain Decombe est co-managing partner du bureau parisien du cabinet Dechert. Il y dirige le groupe Corporate & Securities. Dechert, qui compte plus de 1 000 avocats dans le monde, intervient sur tous types de dossiers de fusions-acquisitions tant pour le compte de grands groupes industriels que de fonds d'investissements de premier plan.