

Évolution des mécanismes de détermination du prix dans les cessions de titres

L'investissement dans le secteur de la santé et l'évolution du mode d'exploitation des laboratoires a profondément marginalisé leur cession, sous forme de cession d'un fonds libéral ; la quasi-totalité des opérations ayant pour objet une cession de titres, actions ou parts sociales, selon la forme sociale de la SEL concernée.

Outre leur objet, le contenu contractuel de ces opérations de cession connaît, depuis quelques années, de constantes évolutions qui empruntent directement à la technique juridique contractuelle mise en œuvre dans les acquisitions de sociétés, dans les autres secteurs d'activité. Les particularités propres aux opérations de cession de laboratoires, qui s'inspiraient largement des spécificités de ce secteur libéral, tendent à s'effacer au profit de normes contractuelles auxquelles les différents acteurs en matière d'investissement et d'acquisitions ont communément recours.

Les audits d'acquisition et les garanties de passif sont devenus des passages obligés⁽¹⁾, qui correspondent au renforcement des exigences des acquéreurs, sous l'influence des valorisations retenues de plus en plus élevées.

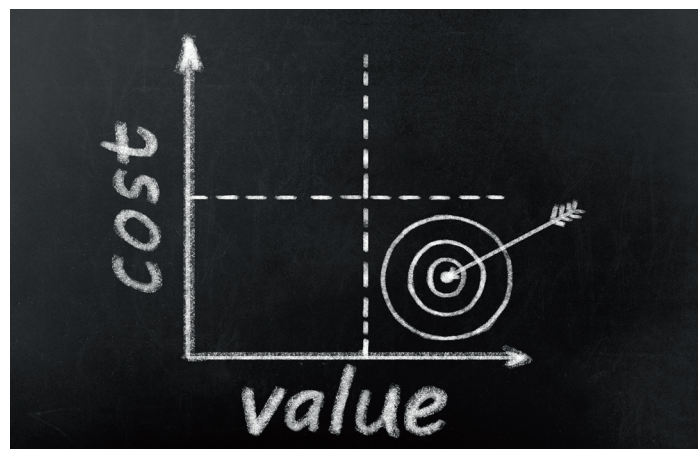
L'émergence de nouveaux acteurs dans le secteur de l'acquisition des laboratoires de biologie amène aujourd'hui à s'interroger sur le recours à des pratiques nouvelles dans les opérations d'acquisition des laboratoires concernant la détermination du prix.

La très grande majorité des opérations de cession de titres dans le secteur de la biologie obéit encore à un schéma traditionnel qui utilise un mécanisme d'ajustement du prix.

Dans ce schéma, la détermination du prix de cession des titres est fondée sur la valeur d'entreprise (VE), déterminée en considération de différents critères relatifs à la situation organisationnelle, réglementaire et financière de la SEL, sans nécessairement tenir compte de la trésorerie disponible ou des charges liées à l'endettement (la pratique parle de méthode « *debt-free* » ou « *cash-free* »). Cette valeur d'entreprise, calculée en fonction des derniers états financiers disponibles, est quasiment exclusivement fixée de manière forfaitaire et devient intangible dès la signature de



© fizkes-istock



© marrio31-istock

l'accord de cession (cette première étape des accords est appelée le « *signing* »). Toutefois, cette valeur d'entreprise ne détermine pas le prix de cession des titres et son caractère intangible peut être un trompe-l'œil selon les méthodes retenues.

Le prix de cession des titres sera obtenu en imputant sur la valeur d'entreprise, en plus ou en moins, la situation nette du bilan établie au jour de la réalisation définitive de la cession (cette date de réalisation définitive est appelée le « *closing* »). Chaque acquéreur propose sa propre formule pour aboutir à la fixation du prix de cession, selon la détermination des postes de bilan et les engagements hors bilans retenus pour être imputés sur la valeur d'entreprises



François Marchadier
Avocat au Barreau de Paris

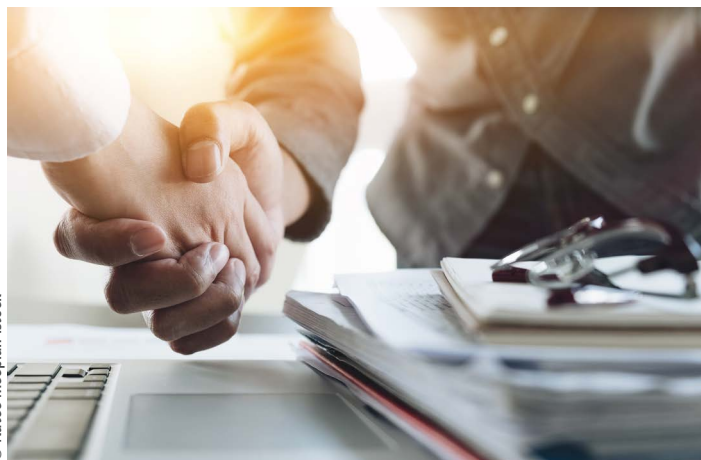
(exemple : prise en compte ou non des indemnités de départ à la retraite), même s'il faut constater une tendance à l'homogénéisation en faveur des acquéreurs.

Il faut souligner que la chronologie de l'opération de cession, qui dissocie le « *signing* » du « *closing* » est rendue obligatoire par la nécessité d'obtenir les autorisations administratives.

Toutefois, elle induit nécessairement une période intercalaire entre les deux étapes contractuelles qui crée une zone d'incertitude, laquelle, cumulée avec l'absence de détermination définitive du prix des titres, a amené la pratique à mettre en place des outils correcteurs.

Il faut en effet comprendre que, lors du *signing*, l'acquéreur prend l'engagement d'acquérir les titres du laboratoire, sur le fondement de la valeur d'entreprise fixée de manière définitive, sous la seule réserve de la réalisation des conditions suspensives qui tendent à être limitées, dans la plupart des cas, à la seule obtention des autorisations administratives. Or, l'acquéreur ne deviendra réellement propriétaire des titres qu'à la réalisation du *closing*.

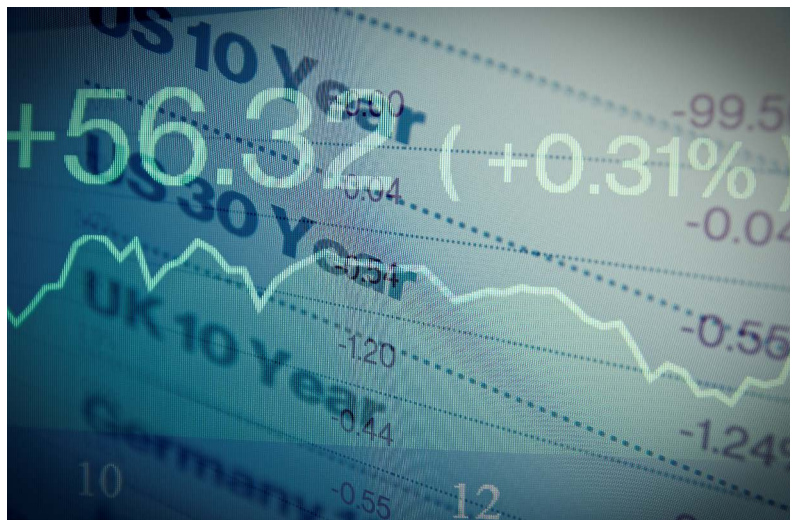
Dès lors, la période d'exploitation du laboratoire entre le *signing* et le *closing* est susceptible de faire peser sur l'acquéreur un risque d'altération de valeur dont il est prémuni par la mise en place de dispositions au moment du *signing*, qui obligent les propriétaires cédants à limiter leur gestion aux actes de la gestion courante du laboratoire. Les accords peuvent prévoir soit des limitations par l'effet de plafonds de dépenses plafonds, soit par l'interdiction pure et simple de certains actes de gestions (acquisition de matériels, embauche de salariés, signature de baux, leasing...).



Si des actes de gestion significatifs en termes d'engagement sont prévus dans la période intercalaire, il est recommandé, dans l'intérêt des cédants comme des acquéreurs, de les prévoir distinctement afin d'éviter toute discussion de leur impact sur le prix.

Le second mécanisme qui protège l'acquéreur est l'ajustement du prix définitif en considération de l'établissement d'un bilan de cession qui sera réalisé à la date du *closing*.

Dans ce mécanisme, les acquéreurs perçoivent le jour du *closing* une fraction du prix, appelée « *prix provisoire* » et le solde du prix restant dû sera versé dans un délai ultérieur, en général d'un à deux



mois, correspondant au temps nécessaire pour établir le bilan de cession qui intégrera notamment les variations de trésorerie et d'endettement, nécessaire à la fixation du prix définitif.

Ainsi, cet ajustement du prix définitif de cession peut amener soit au versement d'un complément de prix, soit à la restitution d'un trop-perçu (ce risque sera la plupart du temps éliminé par la libération d'une fraction du prix provisoire retenu, de l'ordre de 85 à 95 % selon les négociations).

À première lecture, il peut être considéré que ce mécanisme protège efficacement les intérêts des vendeurs, comme des acquéreurs, puisque le prix définitif correspondra à la réalité de la situation financière du laboratoire au jour de la réalisation définitive de la cession.

Néanmoins, ce mécanisme de détermination du prix ne correspond pas aux pratiques mises en œuvre depuis quelques années et qui ont les faveurs des investisseurs et des financiers.

Désormais, les opérations d'acquisition de sociétés mettent en jeu de plus en plus fréquemment une clause dite de « *locked box* » (mécanisme de prix fixe) pour déterminer le prix de cession.

Dans ce mécanisme, le prix définitif d'acquisition des titres est fixé dès le *signing* au vu de la conclusion des audits réalisés par l'acquéreur et de la valeur d'entreprise reconnue.

Ainsi, dans ce mécanisme de *locked box*, l'acquéreur renonce à toute révision du prix définitivement fixé, quelle que soit la situation de trésorerie ou d'endettement du laboratoire au moment du *closing*.

Il faut savoir que investisseurs, dans beaucoup de secteurs, privilégient dorénavant cette méthode, même s'il pourrait être considéré qu'elle est de prime abord plus favorable aux vendeurs.

Ils considèrent en effet que ce mécanisme présente des avantages.

Il permet de simplifier les négociations et la réalisation des transactions. À titre d'exemple, l'opération sera fondée sur un seul bilan. Il est un facteur d'économie de coûts et de gestion. Il permet d'établir des standards normatifs de comparaison des différentes transactions, de donner de la lisibilité à une politique d'investissement et de communication financière, tant interne qu'externe.

Deux retours d'expérience sont à noter. En France, ce mécanisme



© fcscafeine-istock

est utilisé dans plus de la moitié des opérations d'acquisition de titres. Il y a paradoxalement moins de discussions ou de contentieux post-*closing* lorsque ce mécanisme est mis en œuvre, que dans les opérations d'acquisition où le prix définitif n'est déterminé qu'à l'issue de l'établissement d'un bilan de cession.

Il est en effet fréquent que l'établissement du bilan de cession soit la cause de l'ouverture de nouvelles discussions qui ont l'inconvénient de créer une incertitude sur le prix final et qui peuvent être une source de tensions inutiles dans les relations entre vendeurs et acquéreurs.

Il faut également retenir que, pour les vendeurs, ce mode de détermination du prix, s'il est imposé à tous les candidats au rachat du laboratoire, a l'avantage de permettre des comparaisons non biaisées entre les différentes offres.

Enfin, cette méthode est un gage de lisibilité et d'efficacité, dans l'intérêt des deux parties, des garanties de passif dans la mesure où elles seront établies en fonction d'un seul et même bilan qui aura servi à la détermination du prix définitif. Il faut en effet souligner que, dans les schémas traditionnels où figurent un prix provisoire, puis un prix définitif, il existe une confusion dans de nombreux accords pour déterminer quels sont les comptes de référence servant à l'évaluation des engagements de garantie, entre le bilan ayant servi à déterminer la valeur d'entreprise et le bilan de cession.

Il a été constaté ces dernières années une grande capillarité des opérations de cession des laboratoires aux pratiques juridiques et financières du secteur des fusions acquisitions.

Dès lors, il n'est pas exclu que l'acquisition des laboratoires emprunte dans un avenir proche, compte tenu de l'identité des acteurs du marché, à cette méthode dite de la clause *locked-box*.

Compte tenu de ses conséquences, elle fait l'objet de nouvelles adaptations contractuelles qui peuvent se résumer ainsi.

Il faut tout d'abord souligner que le calendrier contractuel sera sensiblement différent dans la mesure où la détermination du prix devra nécessairement être précédée d'un audit plus exigeant et plus complet de la part de l'acquéreur que l'information délivrée pour la remise d'une offre, cette dernière ne préjugant en rien de la conduite ultérieure d'un audit précédant le *signing*.

L'enjeu pour les vendeurs sera donc de déterminer avec précision le niveau des informations précontractuelles qu'ils sont prêts à accepter en vue de permettre l'établissement du prix, étant considéré que cet exercice n'a d'intérêt que si une concurrence entre plusieurs offres peut être mise en place. La pratique parle de « *open bid* » qui se définit par la mise en concurrence de plusieurs offres.

Les vendeurs devront se poser la question de la préservation de la confidentialité et du secret des affaires si plusieurs acquéreurs ont un accès étendu aux informations relatives à l'exploitation du laboratoire avant même la remise de leur offre.

Durant la période intermédiaire entre le *signing* et le *closing*, les accords prévoient un certain nombre d'obligations à la charge des vendeurs. Tout l'enjeu est alors de définir le plus précisément possible dans les accords les pertes de valeurs qui seront interdites aux vendeurs (les « *leakages* »), telles que la distribution de dividendes, le remboursement des comptes courants et plus généralement tout engagement du laboratoire qui excéderait la gestion normale de l'exploitation. De la même manière, les accords devront prévoir précisément les opérations autorisées (« *permitted leakages* »), tels que les versements des rémunérations aux biologistes vendeurs, et tout autre acte de gestion nécessaire à la bonne marche de l'exploitation. Si la présence de ces obligations est également constatée dans les montages incluant un prix provisoires, elles prennent ici une importance toute particulière et leur rédaction sera plus drastique puisqu'aucun mécanisme d'ajustement du prix ne viendra corriger une éventuelle variation.

Pour bien comprendre l'importance de la gestion contractuelle de la période intermédiaire, il faut revenir à la signification contractuelle de la terminologie anglaise de *locked box*. Littéralement, la boîte que représente le bilan est fermée à la signature du *signing* mais les vendeurs, jusqu'au *closing*, peuvent opérer des déplacements de valeurs d'un poste de bilan à un autre tant qu'elles restent dans la boîte. Ce sont les sorties de valeurs qui sont proscrites.

En conclusion, les avantages reconnus au mécanisme de *locked box*, que sont la simplification du déroulement des opérations de cession, le gain de lisibilité de l'information financière et des comparatifs et de certitude, ne doivent pas occulter les avantages de la méthode fondée sur un prix provisoire et l'établissement d'un bilan de cession. Chaque opération, selon son contexte et les objectifs poursuivis, peut justifier le choix d'une des deux méthodes. ■

CHEYSSON MARCHADIER & ASSOCIÉS
SOCIÉTÉ D'AVOCATS

RÉFÉRENCES

⁽¹⁾ Sur l'importance des garanties de passif *BIOLOGISTE INFOS* N° 88
juin-juillet-août 2017 p. 47-49