

L'encadrement transactionnel du Besoin en Fonds de Roulement

Par Stéphane Hutten et Xavier Doumen, Associés du cabinet Hogan Lovells



Une fois que la valeur d'entreprise sur une base debt-free, cash-free est arrêtée par l'acquéreur d'une cible, ce dernier devra calculer l'equity value qui sera payée au vendeur au closing pour les titres de la cible en déduisant l'endettement net de la société, c'est-à-dire l'ensemble des dettes de l'entreprise moins la trésorerie. Cette méthode usuelle, si elle ignore toute forme d'ajustement sur le besoin en fonds de roulement (BFR), expose l'acquéreur au risque de payer un cash artificiellement accru par les cédants.

Il en va donc de l'encadrement du BFR et plus généralement du fonds de roulement, comme de tout autre concept juridique nécessaire à la construction d'une mécanique contractuelle, à savoir le besoin d'un concept clairement défini (I), sur lequel vient s'appuyer une mécanique d'encadrement du prix multiforme (II).

I – Du concept financier à la définition contractuelle

A – Le concept financier

Le BFR reflète le décalage entre les recettes de l'entreprise et les dépenses nécessaires pour réaliser son activité. Le BFR est souvent présenté de manière trop simplifiée comme la différence entre les actifs courants et les passifs courants, c'est-à-dire les actifs

et les passifs à échéance de moins d'un an. Or, ces définitions comptables ne permettent généralement pas de déterminer le montant véritablement requis pour permettre à l'entreprise de faire face à ses dépenses courantes. En effet, les actifs courants devraient inclure une partie de la trésorerie, et les passifs courants devraient quant à eux notamment inclure les passifs sociaux et fiscaux et la partie de la dette long terme exigible à moins d'un an. Une telle définition ne convient pas à une mécanique de détermination du prix de cession qui, d'une part, tiendra déjà compte de certains de ces postes dans la définition de la dette nette qui vient en déduction du prix et, d'autre part, peut dans certains cas s'avérer moins pertinente pour déterminer les besoins à court terme propres à l'activité de la cible, c'est-à-dire le BFR d'exploitation.

La notion de BFR est en réalité délicate

à cerner avec précision dans la mesure où elle devra être adaptée au cas par cas selon l'activité de l'entreprise, son cycle (phase de croissance, restructuration, maturité), sa saisonnalité, etc. Ce sujet, qui devrait logiquement être abordé relativement tôt, puisqu'il participe à la détermination du prix de cession, est souvent survolé de bonne foi comme étant de l'ordre du détail à finaliser dans le cadre du contrat de cession, ou au contraire à dessein parce que les discussions sur le BFR soulèvent généralement des questions de définition et de méthodologie à la fois techniques et sans réponse évidente sur lesquelles les parties auront du mal à s'accorder de premier abord.

B – La définition contractuelle

La définition contractuelle du BFR sera donc généralement différente de la stricte définition comptable ou

financière, afin de bien s'articuler avec la définition de la dette nette qui sera déduite de la valeur d'entreprise et aussi de s'assurer que le montant de trésorerie valorisé dans la dette nette n'est pas un montant artificiellement élevé ou au contraire faible mais bien un montant de trésorerie pérenne eu égard au BFR normatif.

En particulier, certaines dettes à court terme telles que les découverts bancaires, la partie courante des dettes à long terme, les impôts et charges de l'exercice seront en principe inclus dans la définition d'endettement net, et devront par conséquent être exclus de la définition de BFR.

En outre, certains éléments spécifiques à l'activité de la cible devront être analysés au cas par cas, tels que les éventuels produits constatés d'avance qui devront le cas échéant être analysés de sorte à vérifier s'ils reflètent une véritable valeur économique pour l'acquéreur sans engendrer de charges supplémentaires après la date de détermination du prix pour la cible (et donc économiquement pour l'acquéreur).

De même, concernant les principes et méthodes comptables applicables, la simple référence à une norme telle que les IFRS ou les principes comptables généralement admis en France peut s'avérer insuffisante dans la mesure où ces principes admettent souvent différentes appréhensions des mêmes concepts (par exemple, les stocks peuvent être comptabilisés sur une base "LIFO" ou "FIFO", les règles d'amortissement et la définition du stock obsolète peuvent varier ainsi que les critères de détermination des créances "douteuses"). Les principes et méthodes comptables peuvent ainsi être précisés contractuellement soit par référence aux principes et méthodes appliqués par la cible de manière constante lors de l'établissement de ses comptes historiques, ou conformément à une méthodologie convenue entre les parties pour la détermination du BFR normatif, ou encore sur la base d'une méthodologie définie en

annexe du contrat de cession, étant précisé que l'acquéreur pourra préférer que toute méthode ou pratique contractuellement convenue ne soit appliquée que pour autant qu'elle soit conforme aux principes et méthodes comptables légalement applicables à la cible.

II - BFR et protection du prix

A - Protection par ajustement

L'ajustement du prix de cession post-closing qui aboutit à payer in fine l'exacte différence, au closing, entre la valeur d'entreprise et la dette nette, corrigée le cas échéant de l'écart entre le BFR au closing et le BFR normatif, permet aux parties d'assurer une valorisation exacte des fonds propres à la date de cession sur la base de l'endettement net et du BFR arrêtés à cette date. Cette méthode d'ajustement bien connue présente l'avantage de la précision et de la protection. Les inconvénients d'un tel mécanisme sont, d'une part, qu'il implique un ajustement post-closing et donc le risque de différends et, d'autre part, qu'il aboutit à payer un certain niveau de cash sur la base d'une hypothèse donnée de BFR calculée à un instant T (la date de closing) qui arrive de manière hasardeuse dans le temps (après la réalisation des conditions suspensives), et crée ainsi des craintes d'"effets d'aubaine" pour une partie, qui peuvent être difficiles à anticiper selon la volatilité du BFR.

B – Protection par encadrement d'un prix fixe

Le mécanisme dit de "locked-box" permet de fixer le prix sur la base de comptes arrêtés à une date de référence et de transférer le bénéfice et le risque économique de la cible à l'acquéreur à compter de cette date. Faute d'ajustement du prix, il convient de s'assurer qu'il n'y aura aucune sortie de cash en faveur du vendeur entre la date de référence et le closing mais

aussi que le BFR soit particulièrement bien encadré et calculé à la date de référence sur la base de comptes fiables (audités et revus par l'acquéreur). Un tel encadrement peut principalement être assuré par la voie de garanties et d'engagements pris par le vendeur (pour son propre compte et le compte de la cible) visant à couvrir la gestion du BFR dans le cours normal des affaires à compter de la date de référence jusqu'au closing. L'avantage d'un tel système est que, en dépit d'une moins grande précision que le mécanisme d'ajustement, il permet de lisser et fixer dans le temps, après analyse des données historiques, un prix qui ne sera pas sujet au hasard de la date du closing et du niveau effectif de cash lorsqu'il survient.

C – Les mécanismes hybrides

D'autres mécanismes peuvent être envisagés afin d'améliorer la protection de l'acquéreur dans le cadre d'une cession à prix fixe, tels qu'un ajustement de prix uniquement à la baisse en cas d'augmentation du BFR au-dessus d'un montant de BFR normatif ou maximum, ou l'indemnisation en cas de violation des déclarations et garanties sur l'absence d'endettement à la date de référence autre que celui figurant dans les comptes de référence et sur le montant du BFR. Il conviendra de bien mesurer l'impact et l'équilibre des différents mécanismes pouvant être utilisés, car ces derniers n'emporteront pas les mêmes conséquences (par exemple ajustement au premier euro ou indemnisation soumise à certains seuils et plafonds d'indemnisation) et peuvent aboutir à un double comptage (notamment entre dette nette, BFR, covenants sur la gestion en bon père de famille et garanties sur l'endettement et le BFR). ■