

Locked box ou completion accounts

Deux façons de fixer le prix d'une cession

Le prix d'une entreprise se négocie sur une valeur d'entreprise, mais il se paie sur une valeur des titres, à une date donnée. Deux mécanismes règlent le passage de l'une à l'autre : le prix ajusté sur des comptes établis au closing, ou le prix figé sur un bilan passé. Le choix pèse sur la négociation, le calendrier et le risque.

L'essentiel

- Completion accounts : le prix est ajusté après le closing, sur la dette nette et le BFR constatés à cette date.
- Locked box : le prix est figé sur un bilan de référence antérieur ; l'acquéreur porte l'exploitation depuis cette date, le cédant s'interdit toute fuite de valeur.
- Dans les deux cas, tout se joue dans les définitions : dette nette, BFR normatif, fuites autorisées.

Completion accounts : le prix ajusté

Le mécanisme. Au closing, l'acquéreur paie un prix provisoire calculé sur des estimations de dette nette et de BFR. Des comptes de closing sont ensuite établis, en général sous 60 à 90 jours, et le prix est ajusté : euro pour euro sur la dette nette, et sur l'écart entre le BFR constaté et le BFR normatif convenu.

Les avantages. Le prix correspond à la situation réelle au jour du transfert. L'acquéreur ne paie pas une trésorerie qui a disparu entre-temps, le cédant est payé de ce qu'il livre.

Les limites. Incertitude sur le prix final pendant plusieurs mois, discussions comptables après le closing, coût des conseils, et un levier de renégociation entre les mains de l'acquéreur, qui tient désormais les comptes.

Locked box : le prix figé

Le mécanisme. Le prix est fixé définitivement à partir d'un bilan de référence, le dernier bilan audité le plus souvent : valeur d'entreprise moins dette nette à cette date. Aucun ajustement après le closing. L'acquéreur supporte les résultats, bons ou mauvais, depuis la date de référence.

La contrepartie. Entre la date de référence et le closing, le cédant s'interdit toute fuite de valeur (leakage) : dividendes, remboursement de comptes courants, management fees, rémunérations hors normes, abandons de créances. Les fuites autorisées sont listées à l'avance (permitted leakage). Toute autre fuite est remboursée euro pour euro.

Le complément de prix. Pour compenser la trésorerie générée entre la date de référence et le closing, l'acquéreur paie souvent un complément de prix, calculé comme un intérêt sur le prix ou comme un forfait par jour.

Les deux calendriers



Comparer les deux mécanismes

Deux logiques, deux répartitions du risque. Le choix se fait tôt, dans la lettre d'intention.

Critère	Completion accounts	Locked box
Certitude du prix	Prix provisoire au closing, définitif après ajustement	Prix connu et définitif dès la signature
Qui porte l'exploitation jusqu'au closing	Le cédant, jusqu'au jour du transfert	L'acquéreur, depuis la date de référence
Travail après le closing	Comptes de closing, revue contradictoire, expert en cas de désaccord	Vérification de l'absence de fuites
Conditions pour bien fonctionner	Définitions précises de la dette nette et du BFR normatif, procédure de désaccord	Bilan de référence fiable et récent, délai court jusqu'au closing, discipline du cédant
Qui le préfère	L'acquéreur, qui paie la réalité constatée ; majoritaire dans les PME et les cessions à des industriels	Le cédant, et les processus concurrentiels où l'on compare des prix fermes ; fréquent avec les fonds

Les définitions qui comptent

La dette nette. Au-delà des emprunts et de la trésorerie, la liste des éléments assimilés à de la dette fait l'objet des discussions les plus âpres : provisions, dividendes à verser, retards fournisseurs, crédit-bail, engagements de retraite, bonus et indemnités de départ.

Le BFR normatif. Le besoin en fonds de roulement varie chaque jour avec l'activité et la saison. On retient une moyenne, souvent sur douze mois glissants, comme référence : au-dessus, le cédant a laissé plus de ressources, le prix augmente ; en dessous, il baisse.

Les fuites autorisées. Rémunération normale des dirigeants, loyers de marché, dividendes déjà convenus : tout ce qui est prévu dans la liste ne donne pas lieu à remboursement. Tout le reste si.

Exemple d'ajustement en completion accounts

Valeur d'entreprise de 20 M€. Au closing, l'acquéreur paie un prix provisoire de 16,4 M€, calculé sur une dette nette estimée à 3,0 M€ et un BFR estimé au niveau normatif de 2,0 M€. Les comptes de closing font ressortir une dette nette de 3,4 M€ et un BFR de 2,3 M€ : le prix baisse de 0,4 M€ au titre de la dette et augmente de 0,3 M€ au titre du BFR. Prix définitif : 16,3 M€, soit un complément de 0,1 M€ restitué par le cédant.

En pratique

Comptes audités récents et closing prévu dans les trois à quatre mois : la locked box s'impose, prix certain et pas de discussion après la vente. Closing lointain, activité très saisonnière ou comptes fragiles : les completion accounts protègent mieux l'acquéreur. Dans tous les cas, dette nette et BFR normatif se définissent dans la lettre d'intention, pas dans le protocole.

Thibaut Régnier-Vigouroux, Associé

Pour aller plus loin sur equideals.fr

Fiches thématiques : Le vocabulaire du M&A · La garantie d'actif et de passif · Valoriser une PME : méthodes et multiples · Le processus de vente d'une entreprise.

Une lettre d'intention à négocier ? Le mécanisme de prix et ses définitions valent souvent plusieurs points de pourcentage du prix. Parlons-en, en toute confidentialité.