

## Eclairage

### **CI** De l'art d'ajuster les prix

Ajuster les prix dans une opération de capital-risque par des *ratchets* ou par des *earn-out* dans les LBO ou par d'autres techniques, se généralise. Quelles sont les pratiques observées et faut-il s'en alarmer ? Deux experts, auteurs d'un livre sur le sujet\*, témoignent.

Par « mécanismes d'ajustement de prix », on entend l'ensemble des dispositifs qui, intégrant une dimension temporelle, permettent d'ajuster un prix « initial » de souscription ou d'acquisition de titres par un capital-investisseur, en fonction d'événements postérieurs à l'entrée dudit capital-investisseur dans le capital de la société cible.

La notion d'ajustement de prix doit être entendue de façon extensive, c'est-à-dire comme pouvant s'effectuer en numéraire ou en titres :

- *l'ajustement en numéraire* se réalise par une compensation financière au profit du capital-investisseur (ou parfois au profit des autres actionnaires), le nombre de titres détenus par lui demeurant inchangé ;
- *l'ajustement en nature* s'effectue par le biais d'une augmentation (ou parfois d'une diminution) du nombre de titres détenus par le capital-investisseur, compte tenu d'un investissement financier demeuré inchangé.

Dans un cas comme dans l'autre, toutes choses égales par ailleurs, il y a bien ajustement de prix, puisque, par l'effet du mécanisme d'ajustement, le TRI du capital-investisseur se trouve amélioré. En effet, en prenant pour donnée intangible le prix de cession de 100 % du capital de la société cible, l'ajustement en numéraire améliore le TRI par le biais d'une baisse du prix d'acquisition, et l'ajustement en nature améliore le TRI par le biais d'une augmentation du prix de cession reçu par le capital-investisseur.

En France, le recours à des mécanismes d'ajustement de prix dans le domaine du capital-investissement est contemporain à la naissance de ce métier : la profession du capital-investissement a toujours été pionnière dans l'invention de mécanismes juridiques adaptés à un tel ajustement, et en particulier, dans l'utilisation de valeurs mobilières spécifiques.

Ces dernières années, l'utilisation de ces mécanismes a connu un fort développement, lequel

constitue une des caractéristiques de l'évolution récente de la profession du capital-investissement.

D'où ces quelques réflexions sur les raisons de cette utilisation (1), les modalités utilisées par les professionnels (2) et les limites de cette utilisation (3).

#### **1- Les raisons d'un recours à des mécanismes d'ajustement de prix**

Parmi celles-ci, on peut raisonnablement distinguer des raisons structurelles, d'une part, et conjoncturelles, d'autre part :

##### • *Les raisons structurelles*

Il existe des raisons structurelles de procéder à des ajustements de prix, pouvant tenir au fonctionnement passé de la société cible : tel est l'objet des conventions de garantie d'actif et de passif ; aux performances futures de la société, pendant la période de déroulement de l'opération de capital-investissement : tel est l'objet, par exemple, des clauses d'*earn-out* ou de l'émission de valeurs mobilières composées à taux de conversion ou de remboursement variable en fonction de certains soldes intermédiaires de gestion de la société ; aux conditions de négociation des opérations du capital-investissement qui impliquent un équilibre contractuel entre les différents actionnaires de la société cible : tel sera l'objet, par exemple, des clauses de péréquation du prix de sortie au profit d'une catégorie d'investisseurs en cas de prix de sortie particulièrement élevé ou en cas de sortie dans des conditions inférieures à leur prix d'entrée.

##### • *Les raisons conjoncturelles*

Elles tiennent notamment à l'influence grandissante des fonds d'investissement et des banques d'affaires anglo-saxonnes, pour lesquels ces mécanismes sont d'utilisation courante, et aux difficultés de valorisation des *start-up*, couplées à l'incertitude économique ambiante actuelle, qui conduisent les investisseurs en *early stage* à imposer aux fondateurs des mécanismes de variation de prix parfois très violents.

## 2- Les modalités et techniques d'ajustement de prix

Une première constatation s'impose : il n'existait pas, jusqu'à une date récente, d'étude ou de documentation sur ce sujet ; l'AFIC – association de référence du métier du capital-investissement – a entrepris de combler ce vide en organisant plusieurs séminaires de formation et en éditant un ouvrage sur ce thème\*.

Les enseignements pouvant être tirés de ces études sont notamment les suivants : tous secteurs du capital-investissement confondus, les professionnels et leurs conseils ont le choix, au plan technique, entre des mécanismes « conventionnels » – ou encore extra-statutaires – d'ajustement de prix (promesses, pactes ou conventions) et des mécanismes statutaires qui reposent sur l'émission de valeurs mobilières spécifiques (BSA, actions de priorité, valeurs mobilières composées). Entre ces deux techniques, la pratique tend, de plus en plus, à privilégier les techniques statutaires, compte tenu de la sécurité et de l'efficacité qui les caractérisent.

Si l'on distingue selon les secteurs, on constate que, dans le secteur du capital-risque, les capital-investisseurs cherchent à se protéger en mettant en place des mécanismes d'ajustement, dits de *ratchet*, en fonction d'événements-clés (*milestones* ou augmentation de capital ultérieure) ou des mécanismes d'affectation prioritaire du prix de cession lors de la sortie ; dans le secteur du capital-développement, les mécanismes d'ajustement de prix sont assez progressifs ; les mécanismes d'ajustement « traditionnels », à base de titres composites (classiquement OC, ORA, etc...), sont aujourd'hui souvent complétés par des clauses inspirées des financements de *start-up* (*ratchet*...) ou de LBO (rétrocession en fonction du TRI final) ; dans le secteur des LBO, les mécanismes d'ajustement utilisés sont – outre les clauses d'*earn-out* – quasi systématiquement basés sur le TRI final obtenu et ont pour objet d'ajuster les positions respectives des différentes catégories d'investisseurs en fonction de ce paramètre ou, dans certains cas, du multiple du prix de sortie par rapport au prix d'entrée.

## 3- Les limites des mécanismes d'ajustement de prix

Un certain nombre de réserves s'élèvent face à l'utilisation accrue des mécanismes d'ajustement de prix :

- Certains soulignent qu'il existe une contradiction fondamentale entre ce type de mécanismes et le métier même de capital-investisseur. Le métier de capital-investisseur consiste à prendre un risque, étant observé que la rentabilité attendue, traduite par le TRI, est en principe d'autant plus forte que le risque est grand.

L'abus des mécanismes d'ajustement de prix peut créer un double phénomène : d'une part, une baisse tendancielle des TRI et, d'autre part, une diminution de la vigilance, voire des analyses portées par des capital-investisseurs (se pensant) « protégés » par ces mécanismes sur les entreprises cibles.

- D'autres constatent que la mise en œuvre des mécanismes d'ajustement peut avoir des effets dévastateurs, notamment lorsqu'ils s'effectuent au détriment des dirigeants-actionnaires de l'entreprise, qui peuvent être victimes d'un « écrasement » qui affecte leur motivation globale au détriment, *in fine*, de l'entreprise et donc du capital-investisseur.

- Enfin, les difficultés techniques ne sont pas absentes. Elles tiennent, d'une part, à une dose d'incertitude qui demeure, au plan juridique ou fiscal, quant à la pertinence, la validité et l'efficacité des mécanismes utilisés (il convient donc d'être particulièrement prudent à ce sujet) et, d'autre part, à un risque de dérive « intellectualiste » des professionnels, qui aboutit parfois à l'élaboration de textes d'une complexité telle qu'ils présentent à tout le moins deux défauts majeurs : leur grande rigidité, qui nuit aux nécessaires adaptations inhérentes à toute opération de capital-investissement et leur absence de lisibilité, qui fait parfois naître le doute quant à la capacité des juges à en assurer une réelle effectivité.

Les mécanismes d'ajustement de prix constituent une manifestation de la professionnalisation du métier du capital-investissement. Elle peut donc être accueillie positivement. Cet accueil doit néanmoins être assorti de prudence et de réserves, afin d'échapper aux excès potentiels qu'elle peut susciter. ■

Philippe Brunswick,  
avocat Brunswick & Associés ;

Olivier Dupont,  
directeur général de FPCR Gestion

\* Ajustement de prix et capital-investissement (disponible à l'AFIC).