La Kanzlei

Rachat d’entreprise en Allemagne : fixation du prix

Gesellschaftsrecht

Marie-Theres Alfitian-Ahrens

L'un des principaux champs de réglementation lors de l'achat d'une entreprise est la fixation du prix d'achat, d’autant plus que le désaccord sur le montant du prix d'achat est dans ce contexte la raison la plus fréquente de l'échec des négociations contractuelles. Grâce au fait qu’il est difficile de concilier les intérêts de l'acheteur et du vendeur, il s'agit d'un sujet extrêmement complexe, dans lequel différents aspects doivent être pris en considération.

Dans la pratique du M&A, différents modèles de base et approches de solutions se sont imposés. Ceux-ci présentent une complexité variable, de sorte que les procédures complexes ne devraient être appliquées que dans le cadre de transactions importantes, tandis que d'autres sont plutôt adaptées aux rachats d'entreprises de taille moyenne.

Les modèles suivants ont démontré leur efficacité dans la pratique pour l'élaboration de ces clauses :

Prix ferme et définitif (« Locked Box »)

Dans le cas d'une clause de Locked Box, le prix d'achat est fixé à l'avance et n'est pas lié à des développements futurs. Cela permet d'éviter des mécanismes d'ajustement et de vérification compliqués et d'assurer une grande transparence quant au montant du prix d'achat.

Les parties fixent conjointement une date d’effet à partir de laquelle l'entreprise est gérée pour le compte de l'acheteur. En règle générale, la date correspond à celle du dernier bilan annuel. Sinon, un bilan intermédiaire doit être établi, sachant que les coûts liés à l'établissement de comptes intermédiaires ne sont souvent pas rentables pour les petites transactions, il convient donc de les éviter.

La formule du prix d'achat détermine généralement à qui reviennent les bénéfices réalisés entre la

date d'effet et la date de réalisation et qui peut prélever le « free cash flow », ou bien elle prévoit, dans le cadre d'une clause « no leakage », qu'aucune distribution ou versement n'a eu lieu entre la date d'effet économique et la date de réalisation (« closing »). Le contrat lui impose donc des règles de comportement strictes pour la période comprise entre la date d'effet et la date de réalisation. Il s'agit de ce que l'on appelle les « representations » pour le passé et les « covenants » pour l'avenir. Ces directives relatives à l'avenir créent un cadre juridique dans lequel le vendeur peut évoluer jusqu'à la date d'effet et qui doit empêcher toute manipulation au détriment de l'acquéreur jusqu'à ce qu'il puisse lui-même diriger l'entreprise. Dans la pratique transactionnelle américaine, le terme de « locked box » s'est établi à cet égard.

Il est évident que cette approche, bien que simple, présente certaines limites et certains risques, notamment que la date d'effet ne soit pas être trop éloignée de la date de réalisation. Dans le cas contraire, il se peut qu'il y ait un écart entre la valeur au moment de la transmission et la valeur déterminée à la date d'effet. Par conséquent, si, comme c'est généralement le cas, il convient de se baser sur les comptes annuels, la date de réalisation devrait être proche de celle de l'établissement des comptes annuels.

Prix d'achat avec ajustement (« Purchase Price Adjustment »)

Les clauses d'ajustement du prix d'achat sont motivées par le fait que les parties contractantes ne disposent pas des données nécessaires à un calcul concret au moment de la négociation du prix d'achat. Celles-ci ne résultent souvent que d'un bilan qui doit encore être établi. Dans la pratique des transactions, on utilise de préférence les comptes annuels pour éviter les frais d'établissement d'un bilan intermédiaire.

Les parties négocient alors de manière abstraite une formule de prix d'achat et un prix d'achat provisoire, qui sera calculé ou adapté concrètement sur la base des valeurs du bilan qui y figurent une fois le bilan déterminant disponible, l'avantage étant que les fluctuations inattendues sont alors prises en compte. Dès que le bilan à la date d'effet est disponible, les variables définies dans la formule de calcul du prix d'achat sont utilisées et le prix d'achat effectif est obtenu. Celui-ci n'est connu ni au moment de la conclusion du contrat (« signing ») ni au moment de son exécution (« closing »).

Il n'existe pas de méthode universelle d'adaptation du prix d'achat, mais différents mécanismes, présentés ci-dessous :

Modèles courants :

- Cash free/Debt free : pour déterminer la valeur d'entreprise, l'entreprise est traitée comme si elle n'avait ni liquidités (« cash free »), c'est-à-dire espèces ou actifs convertibles en espèces immédiatement après la date d'effet, qui sont à la disposition de l'acheteur, ni dettes (« debt free »), c'est-à-dire dettes financières et autres dettes similaires portant intérêt, qui entraînent un flux de trésorerie après la date d'effet et ne font pas partie du fonds de roulement.
- Ajustement du fonds de roulement net : souvent, en plus d'un ajustement de la trésorerie

nette/de la dette nette, une clause d'ajustement du fonds de roulement (basée sur les variations des actifs circulants (créances, dettes, etc.) est prévue pour éviter les manipulations de la trésorerie nette/de la dette nette qui sont dues à une augmentation artificielle de la trésorerie par le paiement différé de factures ou l'affacturage juste avant la date d'effet.

- Ajustement de la valeur nette : il est également possible de faire dépendre le montant du prix d'achat du montant des **capitaux propres** de la société cible. Le prix d'achat est alors calculé sur la base d'une valeur cible que les parties ont préalablement fixée en fonction des données financières historiques pour les capitaux propres (valeur nette) à la date du closing. Si les fonds propres réels (déterminés à la date d'effet) s'écartent de la valeur cible convenue, le prix d'achat est ajusté à la hausse ou à la baisse en conséquence.

Clauses complément de prix (« earn-out »)

Lorsqu'une clause de complément de prix est convenue, une partie du prix d'achat est liée à l'évolution future des activités de l'entreprise. Cette partie est déterminée en fonction d'objectifs de chiffre d'affaires, de bénéfice, d'EBIT ou d'EBITDA sur une période donnée (par exemple 2 à 3 ans).

Une telle disposition permet de résoudre d'éventuels différends entre l'acheteur et le vendeur concernant la probabilité de certains événements futurs. De plus, une telle clause réduit le risque pour l'acheteur, car le vendeur supporte ainsi également en partie le risque lié à l'évolution future de l'entreprise et l'acheteur peut financer une partie de l'augmentation du prix d'achat grâce à l'augmentation des bénéfices futurs de l'entreprise. En outre, cela constitue une incitation pour le vendeur, qui reste encore dans l'entreprise cédée.

L'inconvénient d'une telle clause est qu'il peut y avoir des conflits potentiels sur les méthodes de calcul. Pour le vendeur, il peut être problématique que la réalisation des objectifs dépende également de l'influence de l'acheteur.

Prêt vendeur (« vendor notes »)

Dans le cas d'une clause de prix d'achat avec prêt vendeur, l'acheteur finance une partie du prix d'achat par un prêt du vendeur, ce qui réduit le volume de financement (externe) de l'acheteur. Une telle disposition est habituelle lorsque l'acheteur ne peut ou ne veut pas payer immédiatement le prix d'achat total. Elle présente l'avantage de permettre des transactions sans financement immédiat et complet. L'inconvénient, à savoir que le vendeur continue à supporter un risque économique, peut être compensé par des dispositions appropriées dans le contrat de prêt (durée, taux d'intérêt, garanties, postposition de créance, etc.).

Participation du vendeur (« rollover equity »)

Le rollover equity désigne une structure de transaction dans laquelle le vendeur d'une entreprise ou de parts d'une entreprise réinvestit une partie du prix d'achat sous forme de parts dans l'entreprise nouvelle ou existante, au lieu de recevoir la totalité du prix d'achat en espèces. Le vendeur devient ainsi co-associé (par exemple avec une participation minoritaire) et continue à participer aux augmentations de valeur futures. Le rollover equity est souvent utilisé dans les transactions de capital-investissement. Il réduit les fonds propres nécessaires à l'acheteur, indique aux acteurs du marché que le vendeur croit en l'avenir de l'entreprise et représente pour le vendeur une opportunité de réaliser des bénéfices supplémentaires lors de la sortie ultérieure, lorsque l'entreprise continue de croître.

Prix d'achat différé (« Deferred Purchase Price, DPP »)

Un prix d'achat différé (DPP) est une structure de prix d'achat dans laquelle une partie du prix d'achat n'est pas payée immédiatement à la clôture, mais est due sur une certaine période en versements échelonnés ou à une date ultérieure. Il s'agit d'une méthode flexible pour structurer la vente d'une entreprise, en particulier lorsque l'acheteur ne dispose pas immédiatement de la totalité du capital. Pour le vendeur, elle peut avoir l'avantage de pouvoir exiger un prix total plus élevé. Contrairement à l'earn-out, le deferred purchase price n'est pas lié aux résultats de l'entreprise : le paiement est planifié de manière fixe. Pour minimiser le risque de défaut de paiement, le vendeur peut se protéger en demandant des garanties bancaires, des sûretés (par exemple des parts de l'entreprise en gage), des pénalités contractuelles en cas de retard de paiement ou des intérêts pour compenser le risque de paiement.

Contactez-nous

2025-06-24

Qivive
Rechtsanwalts GmbH

qivive.com

Köln[D]
Konrad-Adenauer-Ufer 71
D – 50668 Köln
T + 49 (0) 221 139 96 96 - 0
F + 49 (0) 221 139 96 96 - 69
koeln@qivive.com

Paris[F]
50 avenue Marceau
F – 75008 Paris
T + 33 (0) 1 81 51 65 58
F + 33 (0) 1 81 51 65 59
paris@qivive.com

Lyon[F]
10 –12 boulevard Vivier Merle
F – 69003 Lyon
T + 33 (0) 4 27 46 51 50
F + 33 (0) 4 27 46 51 51
lyon@qivive.com