

■ Ingénierie financière

L'earn out, une solution tentante mais délicate

Alors que le contexte économique complique fortement la conclusion des opérations de fusions-acquisitions, l'utilisation de clauses d'earn out semble particulièrement alléchante. Ce dispositif, qui prévoit le versement d'un complément de prix en fonction des résultats futurs de l'entreprise cible, peut en effet permettre d'emporter la décision du vendeur. Mais il nécessite d'être défini précisément, et n'est pas exempt de risques.

En ces temps incertains, où la visibilité économique ne semble guère dépasser douze mois, il est devenu très difficile, lors d'une cession d'entreprise, de fonder l'évaluation du prix de vente sur ses perspectives à trois ans. L'écart entre le prix offert par l'acquéreur et les espoirs du vendeur peut se révéler important, et compromettre sérieusement les chances de voir l'opération se conclure. Dans ces cas de blocage sur le prix, l'idée d'utiliser un dispositif d'earn out est de plus en plus évoquée au cours des négociations. Ce dernier prévoit en effet le versement par l'acquéreur d'un prix dans le bas de la fourchette de valorisation, lequel s'engage à verser au vendeur, au bout d'un certain délai, un complément qui sera fonction des résultats et des performances de la société cible. Si cette dernière tient ses promesses, le cédant percevra donc un prix plus conforme à ses attentes, en tout cas supérieur à la valeur de marché actuelle de son entreprise. En dehors du contexte de crise, l'earn out peut également être utilisé pour des situations particulières dans lesquelles il est essentiel que le dirigeant-vendeur reste, pour un temps, au sein de l'entreprise. «Il



Frédéric Reliquet, avocat associé,
Ernst & Young Société d'Avocats

«Lorsque l'on rédige une clause d'earn out, la première chose à faire est d'expliquer clairement quel est son objectif, et en fonction de quoi il sera versé.»

peut arriver que, dans certaines opérations de cession, l'implication du vendeur dans la période de transition soit indispensable, explique Frédéric Reliquet, avocat associé chez Ernst & Young Société d'Avocats. Pour éviter qu'il ne quitte la société, l'acquéreur peut lui promettre un complément de prix significatif si l'opération s'est bien déroulée, que les principaux clients ont été conservés, ou que l'acquisition s'est révélée relative pour l'acheteur. Ces deux objectifs – fidélisation du dirigeant et versement d'un complément de prix correspondant à la valorisation «réelle» de la cible peuvent tout à fait se cumuler. De tels dispositifs sont généralement prévus sur une durée courte, d'un à trois ans, et peuvent porter sur une part substantielle du prix d'acquisition, généralement 10 à 15 %. Un dispositif d'earn out peut également venir remplacer utilement un «management package» de LBO devenu non exerçable ou garantir les droits des minoritaires en cas de cession de leurs titres (voir encadré).

Un outil délicat

Malgré ces avantages apparents, les dispositifs d'earn out sont encore peu utilisés. Et ce pour une raison importante : ils sont



extrêmement délicats dans leur application. «On le sait peu, mais l'earn out est le mécanisme qui génère le plus de contentieux dans les opérations de fusions-acquisitions !», avertit Noro-Lanto Ravisy, avocate associée du cabinet Nixon Peabody. Si elle peut se révéler utile dans certains cas particuliers où le vendeur est en droit d'attendre, par exemple, les bénéfices non encore évaluables d'un travail de restructuration qu'il a initié et qui est sur le point de s'achever, une telle clause ne peut être utilisée comme un simple moyen de conclure le contrat. «Souvent, lorsque les négociations patinent autour de la question du prix faute de consensus sur les performances de l'entreprise, les parties peuvent être tentées d'utiliser un earn out pour éviter que la discussion ne s'enlise, explique Antoine Lelong, avocat associé chez Gide Loyrette Nouel. Or une telle attitude est dangereuse si

l'acquéreur compte sur le vendeur comme dirigeant : plutôt que de se concentrer sur le développement à long terme de l'entreprise en synergie avec l'acquéreur, le vendeur cherchera à maximiser son prix de cession, dépensera de l'énergie à poursuivre après le closing la négociation qui n'aura pas été conclue avant, et les conflits se retrouveront lors du débouclage de la clause.» En outre, la clause d'earn out nécessite une exécution de bonne foi des conditions du contrat, ce qui n'est pas toujours le cas. «Un dirigeant qui avait cédé l'intégralité du capital de son groupe bénéficiait d'une clause d'earn out pour le fidéliser pendant la transition, témoigne Antoine Lelong. Celle-ci prévoyait qu'en cas de révocation, il toucherait l'intégralité des sommes pré-

vues. Afin de lui conserver son statut d'administrateur, l'acquéreur devait lui prêter néanmoins une action, ce qu'il a oublié de faire. Plutôt que de se manifester pour obtenir cette action à temps, le dirigeant a attendu l'expiration du délai de trois mois, au terme duquel il pouvait se considérer révoqué d'office, pour réclamer le plafond de l'earn out...» Il n'a finalement pas obtenu gain de cause, mais les relations entre vendeur et acquéreur se sont révélées plus difficiles par la suite. Plus largement, le maintien du dirigeant cédant peut entraîner des frictions avec les équipes de l'acquéreur. Mais le principal point d'achoppement concerne les agrégats financiers sur lesquels repose le versement du complément de prix. «Il est très difficile de trouver des critères pérennes, souligne ainsi Frédéric Reliquet. Un certain nombre de décisions – comme

Noro-Lanto Ravisy, avocate associée, Nixon Peabody

«Nous réfléchissons à intégrer, dans les clauses d'earn out, un mécanisme qui prendrait en compte l'évolution globale du secteur.»



la cession d'un immeuble suivie de la conclusion d'un crédit-bail, par exemple, peuvent avoir une incidence sur la base de calcul de l'earn out ou sur le périmètre même de l'entité cédée. Dans un cas de cession d'une société industrielle, l'acquéreur a décidé de lancer une restructuration en profondeur de certains sites, nécessitant un renouvellement complet de l'outil industriel, prévu pour des années plus tard. Le site restructuré était pourtant profitable. L'opération a eu un impact sur les comptes de la société rendant inexécutable l'earn out. Le dossier a fini en arbitrage, plutôt dans l'intérêt du vendeur.» Pour l'acquéreur l'earn out peut se révéler un frein important, car il l'empêche bien souvent de mener les opérations d'intégrations et les synergies qui porteraient atteinte au périmètre de l'entité sur lesquels est assis l'earn out. Si les engagements – ne pas céder, ne pas restructurer, ne pas intégrer – envers le vendeur sont trop stricts, le bénéfice de l'acquisition pourra s'en trouver diminué.

L'importance du choix des agrégats de références

Pour conserver à l'earn out son intérêt, sans que le dispositif ne débouche sur d'interminables conflits, il faut donc prêter une attention toute particulière à sa rédaction et éviter de le conclure trop rapidement à la fin des négociations. «Lorsque l'on rédige une clause d'earn out, la première chose à faire est d'expliquer clairement quel est son objectif et en fonction de quoi il sera versé : la rentabilité de la cible, la croissance interne, etc., souligne Frédéric Reliquet. Un tel exposé permettra, si le recours à un tiers (juge, arbitre, expert) est nécessaire, de comprendre quelle était la volonté initiale des parties.» Un élément d'autant plus important que, en cas de conflit devant le tribunal, si le juge ne peut interpréter convenablement la clause, il peut théoriquement prononcer la nullité de la vente pour cause d'indétermination du prix. Il est également important que la clause soit le fruit du travail conjoint d'un juriste et d'un financier. Autre point important : le choix des

Les implications fiscales et comptables

Le traitement fiscal de l'earn out n'est pas encore tout à fait stabilisé. Pour le vendeur, la situation est – ou était – assez claire : «Le régime du cédant personne physique a été clarifié par la loi de finances pour 2000 : l'imposition de la plus value issue du complément de prix est décalée au jour où l'earn out est effectivement perçu, explique Jean-Philippe Barbé, avocat associé d'Ernst & Young Société d'Avocats. Puis, en 2008, une instruction de l'administration fiscale est venue étendre ce régime au cédant personne morale.» Pour l'acquéreur, en revanche, la question de savoir si le versement du complément de prix constitue une charge déductible du résultat imposable n'est pas encore tranchée. Mis à part une décision isolée du Conseil d'Etat dans sa décision Taittinger de 1991, qui considère le paiement de l'earn out comme une charge, la plupart des acteurs du marché estiment qu'il constitue une modification du prix d'entrée n'entraînant pas déduction. Le Conseil national de la comptabilité s'est d'ailleurs prononcé en ce sens en octobre dernier.

Cependant, la situation pourrait changer dans le cas où l'earn out est accordé à un actionnaire qui reste au sein de la société pendant une période de transition. «La nouvelle version de la norme IFRS 3 entrera en vigueur pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} juillet prochain, avertit Xavier Paper, associé de Paper Audit & Conseil. Sous l'influence américaine, elle précise désormais le sort réservé à ce type d'earn out : il ne doit pas être considéré comme un complément du coût d'acqui-

«La nouvelle version de la norme IFRS3 considère certains earn out non comme un complément de coût d'acquisition mais comme un complément de rémunération.»

sition, mais comme un complément de rémunération. Certes, cette interprétation ne concerne que les comptes consolidés – et contredit les règles comptables françaises –, mais elle pourrait inciter l'administration fiscale et l'Urssaf à requalifier sous forme de rémunération les montants ainsi perçus. Cette vision est contestable, car le maintien du vendeur dans l'entreprise est la conséquence de son statut d'homme clé, de son savoir-faire, et de son réseau relationnel qui ont plutôt la nature d'actifs incorporels.» Néanmoins, si la qualification de «rémunération» devait être retenue, le vendeur devrait supporter une imposition bien moins favorable. Pour éviter une telle requalification, il est impératif de ne pas conditionner le paiement de l'earn out à la seule présence du vendeur au sein de l'entreprise, mais également à des éléments financiers. Enfin, il est possible



Xavier Paper, associé,
Paper Audit & Conseil

de prévoir une adaptation du mécanisme appelée «reverse earn out». «Contrairement à l'earn out classique, ce mécanisme ne prévoit pas un complément de prix éventuel, mais une réduction de prix éventuelle, explique Noro-Lanto Ravisy, avocate associée du cabinet Nixon Peabody. Au closing, le prix de vente mentionné est donc le montant maximal que l'acheteur est prêt à payer, révisable à la baisse si les objectifs ne sont pas atteints. Afin de limiter les problèmes de garantie de remboursement de l'éventuel trop-perçu, la somme correspondant au reverse earn out peut toutefois ne pas être versée immédiatement, mais lors du débouclage de la clause. Le montage présente un intérêt fiscal pour certains vendeurs personnes physiques, mais à évaluer précisément au regard du corollaire, à savoir la taxation provisoire du montant maximal de la plus-value.»

agrégats ne doit pas être trop simpliste ni dans les indicateurs retenus – se reporter au simple chiffre d'affaires sans prendre en compte la profitabilité – ni dans la formule de calcul. «Il ne faut pas se contenter d'une simple formule mathématique qui ne prendrait pas en compte les aspects stratégiques, avertit Frédéric Reliquet. La clause doit être adaptée à chaque situation, en utilisant par exemple un multiple d'Ebitda pondéré de certains retraitements tels que la croissance de la cible sur tel ou tel segment. Et, surtout, il ne faut pas hésiter à mettre des exemples pour s'assurer que toutes les parties sont bien d'accord sur l'application pratique de la clause.» L'acquéreur doit également avoir les idées claires sur ses projets pour l'entreprise afin de préciser dès le départ les aménagements qu'il souhaite réaliser. En outre, il est utile de pouvoir faire évaluer la clause en fonction des événements, afin d'éviter qu'un blocage empêche l'acquéreur de prendre des décisions indispensables au développement de l'entreprise. «Il est essentiel de prévoir, dans le dispositif, l'intervention d'un expert indépendant qui pourra, en cas de besoin, se prononcer sur l'évolution des éléments pris en compte dans le calcul de l'earn out, afin d'en respecter l'esprit initial», souligne Stéphane de Lassus, avocat associé du cabinet Sarrau Thomas Couderc. Enfin, certains spécialistes commencent à évoquer la possibilité de prendre en compte des

critères extérieurs à l'entreprise pour régler les problèmes actuels de valorisation. «Nous réfléchissons à intégrer, dans les clauses d'earn out, un mécanisme qui prendrait en compte l'évolution globale du secteur. On pourrait ainsi concevoir qu'une partie du complément de prix reflète l'évolution des multiples sectoriels de valorisation, explique Noro-Lanto Ravisy. Prenons l'exemple d'une société valorisée cinq fois l'Ebitda au moment de la vente en 2009. Si, deux ans plus tard, les valorisations constatées dans son secteur sont plus proches de six fois l'Ebitda, le vendeur percevrait un complément de prix visant à compenser partiellement ce différentiel de multiples, calculé sur l'Ebitda 2009.» Une telle solution permettrait de modifier le périmètre de la société cible, sans pour autant remettre en cause le complément de prix pouvant revenir au vendeur.

Pour être efficace, l'earn out doit vraiment faire l'objet d'une élaboration sur mesure, parfaitement adaptée aux deux parties, et pérenne. Sous cette condition, il peut alors faciliter la conclusion d'un deal équilibré, ou prendre place parmi d'autres dispositifs de type «crédit vendeur». Une solution qui pourrait, au-delà du public traditionnel des fondateurs d'entreprise intéresser les grands groupes souhaitant se défaire d'une filiale. ■

Guillaume Benoit

D'autres utilisations possibles

Dans ces temps de crise, l'earn out peut également se révéler fort utile pour une situation particulière : celle des dirigeants d'entreprise sous LBO. Ceux-ci ont en effet lors de la signature de l'opération, souscrit le plus souvent un certain nombre d'outils leur permettant de monter au capital lors de la cession de leur entreprise à l'issue du LBO et de bénéficier d'une partie de la plus-value réalisée. Ces outils du «management package» se déclenchent dès lors qu'un certain nombre de critères sont atteints, qu'il s'agisse du multiple d'Ebitda représentant le prix de cession ou du taux de rendement interne réalisé par le fonds d'investissement lors de l'opération. Mais aujourd'hui, les scénarios sur lesquels reposait l'exercice du management package se révèlent trop optimistes, et les dirigeants voient leur espoir de gain disparaître. Un dispositif d'earn out peut alors être proposé par le fonds actionnaire. «Lorsqu'un fonds d'investissement doit négocier avec ses banques un aménagement des conditions de remboursement de sa dette d'acquisition, ce qui est souvent le cas à l'heure actuelle, il est préférable pour lui de disposer de 100 % du capital, explique Stéphane de Lassus, avocat associé du cabinet Sarrau Thomas Couderc.

De leur côté, les managers se retrouvent avec des instruments d'accès au capital inutilisables. Nous avons donc mis en place des opérations dans lesquelles les dirigeants ont revendu à un prix décoté leurs outils à leur actionnaire majoritaire. Celui-ci leur a en revanche accordé un dispositif d'earn out. Si certains indicateurs sont atteints au moment de la cession, ils percevront un complément de prix significatif.»

Les clauses d'earn out peuvent également être utilisées au profit d'actionnaires mino-

ritaires qui céderaient leurs titres au majoritaire. «Lorsqu'un actionnaire majoritaire rachète les titres des minoritaires et cède par la suite tout ou partie de sa participation à un prix nettement plus élevé, l'opération peut être considérée comme un abus de majorité, avertit Stéphane de Lassus. Dès lors, il est opportun de prévoir, lorsque le majoritaire envisage de vendre un bloc de titre peu de temps après le rachat de ses minoritaires de prévoir un earn out ou droit de suite, représentant une quote part significative de la plus-value réalisée.»

Stéphane de Lassus, avocat associé, Sarrau Thomas Couderc



«Il est indispensable de prévoir l'intervention d'un expert indépendant qui pourra se prononcer sur l'évolution des éléments pris en compte.»