

# ACQUISITION DE SOCIÉTÉS INNOVANTES ET CLAUSES D'EARN OUT

*par Isabelle Marguet, Avocat, National Partner,  
et Guillaume Briant, Avocat,  
Dechert LLP*



**R**ester à la pointe de l'innovation est essentiel pour tous les acteurs de l'économie, notamment dans le cadre de leur transformation digitale. Pour cela, outre leurs activités de R&D internes, de nombreux groupes choisissent d'acquérir de l'innovation via des opérations de croissance externe. Les sociétés cibles de ces acquisitions détiennent ainsi des technologies ou solutions nouvelles (FinTech, FoodTech, BioTech, e-santé, etc.) qui pourront venir s'intégrer aux offres de l'acquéreur et de ses filiales pour soutenir leur croissance.

Mais l'acquisition d'une société innovante est aussi un pari risqué. Les perspectives qui semblent prometteuses au jour de l'acquisition peuvent ne pas se réaliser, avec des conséquences significatives sur la valeur de la cible. Ces derniers temps, les multiples d'EBITDA servant de base à la valorisation des opérations de M&A ont atteint des records. L'enjeu pour les acquéreurs est donc de soumettre aux vendeurs des offres attractives sans pour autant « surpayer » les sociétés cibles.

Dans ces conditions, prévoir un Earn Out est souvent une bonne solution pour prendre en compte le potentiel de la cible et les aléas qui subsistent. Du fait de la complexité de mise en œuvre de ce mécanisme et des risques de contentieux, l'Earn Out était un peu moins utilisé depuis quelques années, mais connaît actuellement un regain d'intérêt. Il faut toutefois s'appuyer sur les bons indicateurs de performance et définir précisément les critères de déclenchement de l'Earn Out. Les enjeux sont à la fois juridiques (validité de la cession) et opérationnels (réussir l'intégration de la cible).

## **1. Typologie des clauses : pourquoi prévoir un mécanisme d'Earn Out et comment le structurer ?**

*L'Earn Out permet aux parties de s'accorder sur un prix qui valorise le potentiel futur de la société cible tout en protégeant l'acquéreur si le projet ne tient pas toutes ses promesses.*

L'Earn Out est un complément de prix qui sera payé par l'acquéreur au vendeur après la réalisation de la cession,

dans un calendrier convenu, si les conditions de son paiement sont satisfaites. Si toutefois les conditions de performance convenues ne sont pas totalement remplies, le complément de prix ne sera pas versé (ou ne le sera que partiellement). L'Earn Out présente des avantages pour le vendeur comme pour l'acquéreur. Ce mécanisme permet au vendeur de valoriser le potentiel de développement de la société cible. Quant à l'acquéreur, cela lui permet de pondérer le risque de surpayer la cible si ce potentiel ne se réalise pas. L'Earn Out est également souvent utilisé pour inciter le ou les vendeurs à rester impliqués dans la conduite de l'activité pendant une période de transition après l'acquisition.

### *Les différentes structures d'Earn Out*

Les mécanismes d'Earn Out peuvent prendre deux formes :

(i) Acquisition immédiate de 100% de la cible. L'acquéreur acquiert en une seule fois l'intégralité des actions de la cible et réalise un premier paiement de prix au profit du ou des vendeurs à la date du transfert de propriété de ces actions (Closing). Si leurs critères sont remplis, des paiements complémentaires pourront être effectués postérieurement au Closing dans un calendrier convenu.

(ii) Acquisition échelonnée de la cible. Dans un premier temps, l'acquéreur acquiert un bloc d'actions majoritaire pour un prix déterminé. Dans un second temps, il acquiert le solde du capital en une ou plusieurs « tranches », au moyen de promesses d'achat et de vente, pour un prix par action qui sera fonction de la performance future de la société cible. Selon le cas, le complément de prix pourra s'appliquer sur toutes les tranches d'actions cédées (y compris la première) ou uniquement sur les tranches ultérieures.

### *Quels indicateurs de performance choisir ?*

Les critères pouvant servir de base au déclenchement et à la détermination du montant de l'Earn Out sont nombreux. Il s'agira le plus souvent d'indicateurs permettant de mesurer la performance financière de l'entreprise. Ces indicateurs doivent être le plus objectif et le moins discutables possibles. De ce point de vue, le chiffre d'affaires de la cible peut-être un choix pertinent. Toutefois il ne prend pas en compte les charges supportées par l'activité de la cible. D'autres indicateurs financiers, comme la marge brute, l'EBIT ou l'EBITDA peuvent également être utilisés pour appréhender de manière plus fine et plus complète la performance de la cible (ainsi que les aléas qui peuvent alourdir son résultat). Ces critères ne sont pas toujours pertinents si le modèle de développement de la cible privilégie la croissance au détriment de la marge pendant quelques années. Dans le secteur des nouvelles technologies,

l'ARPU (Average Revenue Per User) est parfois utilisé. D'autres indicateurs de performance peuvent également être pertinents selon l'activité concernée, par exemple le nombre de clients, de souscripteurs à un service en ligne ou d'utilisateurs d'une nouvelle application mobile (pour autant que les téléchargements de l'application se matérialisent en achats effectifs). En tout état de cause, il est essentiel de définir précisément les indicateurs utilisés et leur méthode de calcul.

Au-delà de ces critères de performance, le paiement de l'Earn Out peut également être conditionné à la réalisation d'événements futurs et incertains, hors du contrôle des parties à la transaction. Dans le secteur de la santé, il peut ainsi s'agir de l'obtention d'une autorisation de mise sur le marché pour un nouveau médicament ou de l'obtention du marquage CE pour un dispositif médical (y compris, dans certains cas, pour une application mobile dédiée à l'e-santé). Bien que ces critères soient plus délicats à mettre en œuvre, le déclenchement de l'Earn Out peut aussi être conditionné au succès des synergies réalisées avec le groupe acquéreur ou à l'intégration des technologies de la société cible dans les offres de l'acquéreur.

Le montant payable au titre de l'Earn Out peut être fixé dans le contrat de cession, auquel cas l'obligation de paiement est déclenchée par l'atteinte des objectifs convenus (cela sera fréquemment le cas pour les paiements de milestone). Alternativement, ce montant peut être variable et déterminé sur la base d'une formule permettant de refléter la performance de l'entreprise.

### *L'Earn Out peut-il concerner seulement certains des vendeurs ?*

Dans le cas où la société cible est détenue par plusieurs actionnaires / vendeurs, il arrive parfois que l'Earn Out ne bénéficie pas à tous les vendeurs, mais uniquement à ceux qui occupent également des fonctions au sein de la société (management ou autres fonctions opérationnelles clés). Si ceux-ci restent en fonction pendant la durée de l'Earn Out, ceci permettra de fluidifier la transition et d'aligner leurs intérêts avec ceux de l'acquéreur. Cette option nécessite cependant quelques précautions, d'une part à l'égard des autres vendeurs, mais également d'un point de vue comptable et fiscal. Une analyse fine est requise au cas par cas.

## **2. La validité de la clause d'Earn Out est un enjeu essentiel car elle conditionne la validité de toute l'opération**

### *Quels sont les risques ?*

La validité de principe de l'Earn Out est reconnue depuis longtemps en droit français. Toutefois, ce mécanisme

présente plusieurs difficultés juridiques qui peuvent conduire à la nullité de la clause voire de l'opération dans son ensemble. Il s'agit principalement des risques de potestativité (si l'acquéreur contrôle les critères déclenchant le paiement de l'Earn Out) et d'indétermination du prix (si les conditions de paiement ou la méthode de calcul du complément de prix sont floues). Un risque lié aux « clauses léonines » existe aussi en cas de cessions successives de plusieurs tranches du capital de la cible.

#### *Comment les éviter ?*

Les critères de déclenchement et de calcul de l'Earn Out doivent être clairs et s'appuyer sur des éléments précis hors du contrôle de l'acquéreur.

Par exemple, dans le cas d'un paiement déclenché par l'atteinte d'objectifs financiers, les principes comptables applicables (GAAP ou IFRS) et la méthode de calcul de ces objectifs doivent être définis. L'utilisation d'exemples chiffrés annexés au contrat de cession peut être pertinente. De même, dans le cas d'un paiement déclenché par l'obtention de l'autorisation de mise sur le marché d'un médicament, il est souhaitable de préciser les indications pour lesquelles ce médicament sera autorisé, les juridictions concernées par cette autorisation de mise sur le marché, voire de scinder la condition en plusieurs parties (i.e., autorisation de mise sur le marché dans l'Union Européenne, puis aux Etats-Unis, puis en Chine etc.), ainsi que le calendrier d'obtention de ces autorisations.

Des engagements relatifs à la gestion de la société cible pendant la période d'Earn Out pourront être pris par l'acquéreur, soit dans le contrat de cession, soit dans le pacte d'actionnaires conclu entre l'acquéreur et le ou les vendeurs s'ils restent actionnaires. Dans ce dernier cas, il peut s'agir de droits de veto au profit du vendeur, notamment sur les décisions de nature à impacter le Business Plan. En pratique, de tels engagements font l'objet de négociations importantes entre les parties et peuvent donner lieu à des désaccords lors de leur mise en œuvre.

Lorsque la clause est conditionnée au maintien du vendeur concerné dans des fonctions de direction de la société, l'acquéreur ne doit pas pouvoir discrétionnairement mettre fin aux fonctions de ce dirigeant pour éviter le paiement de l'Earn Out.

En outre, même si les critères de déclenchement de l'Earn Out sont déterminés précisément, une clause de recours à un tiers expert, indépendant des parties, doit être prévue pour résoudre les éventuels désaccords. Les modalités de désignation de cet expert et son rôle seront formalisés dans

le contrat afin de s'assurer qu'une partie ne puisse pas instrumentaliser son désaccord pour remettre en question l'ensemble de la transaction sur le fondement de l'indétermination du prix. En particulier, l'expert interviendra en tant que mandataire commun des parties et sera tenu d'appliquer strictement les termes du contrat (notamment les définitions financières et les formules de calcul convenues), sans pouvoir d'interprétation du contrat.

Lorsque l'Earn Out ne bénéficie qu'à certains vendeurs, il convient de faire preuve de transparence et d'informer les autres vendeurs de l'existence de ce prix différencié. A défaut, ces derniers pourraient contester la cession sur le fondement du dol ou d'une violation par le dirigeant de son devoir de loyauté envers les autres actionnaires (lorsque ce dirigeant est également actionnaire cédant et qu'il bénéficie de l'Earn Out). Par ailleurs, si seuls les bénéficiaires de cet Earn Out conservent des fonctions opérationnelles au sein de la société cible après le Closing, il existe un risque comptable et fiscal que ce traitement différencié soit considéré comme une rémunération. Dans un tel cas, il est nécessaire de disposer d'éléments objectifs et robustes justifiant de cette différence de traitement (par exemple, si les bénéficiaires de l'Earn Out supportent seuls la garantie de passif ou des engagements de non-concurrence importants en faveur de l'acquéreur). La prudence s'impose dans cette situation.

Enfin, lorsque l'Earn Out est structuré sous la forme de cessions des actions de la société en plusieurs tranches, une attention particulière s'impose si le vendeur requiert un prix plancher. Il s'agit d'une garantie assurant au vendeur que les actions restantes seront acquises par l'acquéreur pour un prix par action au moins égal au prix par action utilisé pour la première tranche d'actions cédées. Il existe en effet un risque de « clause léonine » qui sont en principe interdites. Ce terme qualifie un mécanisme permettant notamment d'exonérer un actionnaire de la totalité des pertes de la société. Les différentes chambres (1ère chambre civile et chambre commerciale) de la Cour de cassation ont toutefois des positions contradictoires sur le sujet.

### **3. L'application de l'Earn Out dans le temps soulève des difficultés à anticiper**

#### *Intégration dans le groupe acquéreur*

Selon le type d'opération, la société cible n'aura pas toujours vocation à être intégrée dans le groupe acquéreur. Elle pourra parfois poursuivre ses activités sur une base autonome (stand alone). Dans le cas contraire, la réussite de l'intégration de la cible est un challenge important, qui peut impacter l'Earn Out. Le niveau d'intégration doit être

déterminé avec soin afin de maintenir l'agilité de la cible, tout en permettant de développer les synergies attendues par l'acquéreur et qui l'ont conduit à réaliser l'acquisition. Cette intégration peut être purement opérationnelle. Elle peut également être d'ordre juridique (par exemple : fusion de sociétés, transmission universelle de patrimoine, cession de certains actifs, etc.). Il est généralement préférable de raisonner à périmètre constant afin de déterminer si les critères de paiement de l'Earn Out ont été atteints. Le plus souvent, le vendeur sollicitera des protections contractuelles spécifiques sur ce sujet, par exemple en interdisant les réorganisations juridiques de la société cible pendant toute la durée de l'Earn Out, ou en prévoyant des engagements de l'acquéreur (souvent âprement négociés) afin que l'intégration de la société cible ne puisse pas affecter l'atteinte des objectifs de l'Earn Out. A défaut, des retraitements comptables sont possibles mais risquent d'être source de désaccords ultérieurs entre les parties. Si l'acquéreur anticipe avant le Closing une fusion de la cible avec l'une de ses propres entités, une clé de répartition peut être prévue pour déterminer la quote-part de chaque entité au sein de l'ensemble consolidé.

Lorsque l'Earn Out est déterminé sur la base du résultat, de l'EBIT ou de l'EBITDA de la cible, le vendeur a intérêt à prévoir la neutralisation comptable des coûts résultant de l'intégration de la cible dans le groupe acquéreur. Il s'agira des coûts d'intégration à proprement parler, mais également des éventuelles redevances payables au titre de marques ou des management fees payables au sein du groupe acquéreur.

Un autre challenge peut découler des divergences d'intérêts entre les parties : lorsque l'Earn Out bénéficie à des dirigeants qui restent en fonction, ceux-ci pourront préférer concentrer leur temps et leurs efforts sur l'atteinte des objectifs de performance financière convenus. En revanche, l'acquéreur souhaitera souvent qu'ils s'investissent également dans le succès de l'intégration au sein de son groupe. Comme indiqué, certains critères de détermination de l'Earn Out pourront être fonction de la réussite des synergies envisagées par l'acquéreur.

Au demeurant, dans le cas où l'acquéreur souhaiterait modifier le rôle du management au cours de la phase d'intégration, ou modifier l'organisation juridique de la cible au-delà des prévisions initiales des parties, une renégociation des critères de l'Earn Out est toujours possible mais peut être source de tensions.

#### *Facteurs externes*

Des facteurs externes peuvent également entrer en ligne de compte, tels que la modification de l'environnement

économique ou réglementaire dans lequel la cible évolue. Ainsi, lorsque l'Earn Out s'appuie sur le chiffre d'affaires de la société, des coûts ou investissements imprévus lors de l'acquisition peuvent conduire l'acquéreur à tenter de se soustraire à son obligation de paiement. Par exemple, en cas de paiement de milestone déclenché par l'obtention d'une autorisation de mise sur le marché, l'acquéreur peut invoquer des exigences supplémentaires des autorités de santé, telles que la réalisation d'études cliniques additionnelles, pour faire état d'une disproportion entre son obligation de paiement au titre de l'Earn Out et les coûts supportés par la cible.

Depuis la réforme du droit des contrats, entrée en vigueur en octobre 2016, l'imprévision permet de demander la renégociation du contrat en cas de changement de circonstances rendant son exécution excessivement onéreuse pour l'une des parties. Afin de neutraliser ce risque, les parties conviennent le plus souvent de renoncer spécifiquement à cette protection, génératrice d'incertitudes.

#### *Articulation avec les garanties de passif*

D'autres relations peuvent exister entre les parties qui peuvent être sources de différends. L'exemple type est celui de la garantie de passif.

Un même événement peut donner lieu à la fois à une mise en jeu de la garantie de passif tout en affectant la performance de la cible (et donc la base de détermination de l'Earn Out). Il peut s'agir, par exemple, d'une condamnation au titre d'un litige non provisionné dans les comptes. Dans ce cas, le vendeur sera tenu à une obligation d'indemnisation au titre de la garantie de passif. Par ailleurs, le décaissement relatif au paiement des indemnités auxquelles la société aura été condamnée impactera son résultat, et donc sa capacité à atteindre les objectifs de performance convenus. Pour le vendeur, il est possible de minimiser ce risque en prévoyant des clauses spécifiques pour éviter la « double peine ».

De la même manière, en cas de désaccord lors de la mise en jeu de la garantie de passif, l'acquéreur peut souhaiter compenser les montants payables au vendeur au titre du complément de prix, avec les montants qu'il estime dus au titre de la garantie de passif. En pratique, les conditions de la compensation légale ne seront pas toujours remplies. Il est donc préférable, du point de vue de l'acquéreur, de prévoir une telle compensation dans le contrat d'acquisition ainsi que la suspension du paiement du complément de prix jusqu'au règlement des réclamations en cours au titre de la garantie de passif.