

# Point sur les clauses d'earn-out en droit belge

Jean-Philippe Smeets<sup>1</sup>

<b>A. Définition</b> .....	450
<b>B. Typologies</b> .....	451
<b>C. Intérêt de l'earn-out</b> .....	452
<b>D. Conditions de validité</b> .....	453
1. <i>Conformité aux dispositions de l'article 1591 du Code civil</i> .....	453
2. <i>Conformité aux dispositions de l'article 1174 du Code civil</i> .....	454
3. <i>Conformité aux dispositions de l'article 32 du Code des sociétés</i> .....	455
<b>E. Principaux points d'attention lors de la rédaction des clauses d'earn-out</b> .....	456
1. <i>Indicateurs de performance ou d'exploitation</i> .....	456
2. <i>Durée de l'earn-out et structure de paiement</i> .....	457
3. <i>Périmètre juridique et comptable</i> .....	458
4. <i>Gestion de la société</i> .....	458
5. <i>Plancher et plafond</i> .....	459
6. <i>Etablissement des comptes de référence utilisés pour le calcul de l'earn-out</i> .....	460
7. <i>Garantie de l'exécution de l'earn-out</i> .....	460
8. <i>Interactions entre earn-out et déclarations et garanties du cédant</i> .....	461
<b>F. Comptabilisation des clauses d'earn-out en IFRS</b> .....	461
<b>G. Conclusion</b> .....	462

## RÉSUMÉ

*Si les clauses d'earn-out, également appelées « clauses d'intéressement » ou « clauses de complément de prix », ont vivement animé la doctrine française dans le courant des années 90, force est de constater qu'elles n'ont pas suscité le même intérêt en Belgique. Technique d'ajustement d'un prix de cession en fonction de la réalisation par une entité cédée de certains résultats futurs fréquemment utilisée en droit anglo-saxon<sup>2</sup> notamment, l'earn-out reste en Belgique un instrument juridique peu visité par les théoriciens du droit, et souvent empreint d'une réputation négative auprès de certains praticiens. Depuis la dernière crise financière, l'earn-out a pourtant fait un retour remarquable en Europe<sup>3</sup>. Dans un contexte économique difficile, il a en effet souvent permis de rapprocher les positions éloignées de certains vendeurs et acquéreurs. Il semblait donc utile de faire un point approfondi sur ce type de clause qui, malgré sa complexité naturelle, offre de réelles opportunités tant pour les cédants que pour les cessionnaires dans les opérations de cession.*

## SAMENVATTING

*Indien earn-out clausules, ook “incentive clausules” of “clausules van prijsaanvulling” genoemd, de Franse rechtsleer hebben beheerst in de loop van de jaren 90, dient echter te worden vastgesteld dat zij niet dezelfde belangstelling hebben gewekt in België. Gebruikt als techniek voor de aanpassing van een overnameprijs in functie van de realisatie door een overgedragen entiteit van bepaalde toekomstige resultaten en dit vooral vaak in Angelsaksisch recht<sup>4</sup>, blijft de earn-out in België een juridisch instrument dat weinig wordt gebruikt door de rechtstheoretici en bij bepaalde practici vaak een negatieve reputatie geniet. Sinds de laatste financiële crisis heeft de earn-out nochtans een*

<sup>1</sup> Avocat associé chez Tetra Law (Bruxelles).

<sup>2</sup> Qui, à titre d'exemple, figurait dans 19% des M&A deals réalisés aux Etats-Unis en 2006 et à 29% des deals réalisés dans ce même pays en 2008 selon les statistiques publiées par l'American Bar Association's Business Law Section dans son 2009 Private Target Deal Points Study de 2009.

<sup>3</sup> Selon l'étude européenne CMS European M&A Study 2008 réalisée par le cabinet CMS, 17% des opérations d'acquisition réalisées en Europe durant le dernier trimestre 2008 avaient fait appel à un earn-out contre seulement 9% des opérations réalisées au cours du premier semestre de la même année. En 2009, près de 50% des opérations réalisées en France contenaient également une clause d'earn-out. Cette tendance à la hausse du recours aux clauses d'earn-out était également confirmée dans l'étude européenne CMS European M&A Study 2010.

<sup>4</sup> Die, bij wijze van voorbeeld, verscheen in 19% van de M&A deals gerealiseerd in de Verenigde Staten in 2006 en in 29% van de deals gerealiseerd in ditzelfde land in 2008 volgens de statistieken gepubliceerd in de American Bar Association's Business Law Section in haar 2009 Private Target Deal Points Study van 2009.

*opmerkelijke comeback gemaakt in Europa<sup>5</sup>. In een moeilijk economische context is het inderdaad vaak toegestaan verwijderde standpunten van verkopers en kopers dicht bij elkaar te brengen. Het leek ons dus nuttig dit type clause nader te onderzoeken temeer omdat de earn-out-clausule, ondanks haar natuurlijke complexiteit, werkelijke opportuniteiten biedt zowel voor de vervreemders als voor de verkrijgers in overnameoperaties.*

## A. DÉFINITION

1. Nées de la pratique des fusions-acquisitions en droit anglo-saxon<sup>6</sup>, les « clauses d'earn-out » sont progressivement apparues en droit belge, ainsi qu'en droit français<sup>7</sup>, dans le courant des années 1980-1990.

Ne faisant l'objet d'aucune réglementation spécifique en droit belge, il n'en existe pas de définition légale. C'est donc vers la doctrine qu'il convient de se tourner pour tenter d'en obtenir une.

2. La doctrine belge définit habituellement l'earn-out comme le mécanisme juridique par lequel les parties à une convention de cession de titres:

- « peuvent lier une part du prix de cession aux résultats futurs de l'entreprise qui fait l'objet de la convention »<sup>8</sup>; ou
- « font dépendre une partie du prix d'acquisition des résultats futurs de la société cédée »<sup>9</sup>; ou
- « permet(tent) au cessionnaire de réaliser le paiement différé d'une partie du prix liée au chiffre d'affaires futur, de manière à s'assurer de la réalisation effective des objectifs annoncés »<sup>10</sup>.

En France<sup>11</sup>, la doctrine définit l'earn-out comme: « la clause du contrat de cession de titres par laquelle le cessionnaire s'engage à verser au cédant un complément de prix exclusivement déterminé en fonction d'une indexation en relation directe avec l'activité de la société dont les titres sont l'objet du contrat »<sup>12</sup>. Ou encore la clause dont l'objet est de: « faire bénéficier le cessionnaire d'un complément de prix si les performances financières futures de la cible, envisagées au moment de la détermination du prix de cession, sont effectivement réalisées »<sup>13</sup>.

3. Synthétisant ces diverses propositions de définitions belges et françaises, nous suggérons de définir l'earn-out plus précisément comme:

« la convention, ou la disposition contractuelle, par laquelle un cessionnaire s'engage, dans le cadre d'une opération de cession, à payer au cédant un complément de prix déterminé ou déterminable, à la condition que l'entité cédée réalise, au cours d'une période postérieure à la date de réalisation de l'opération, certains résultats financiers convenus ».

<sup>5</sup> Volgens de Europese studie CMS European M&A Study 2008 gerealiseerd door het cabinet CMS, had 17% van de overnameoperaties gerealiseerd in Europa gedurende het 3de trimester 2008 beroep gedaan op een earn-out tegen slechts 9% van de operaties gerealiseerd gedurende het 1<sup>ste</sup> semester van datzelfde jaar. In 2009 bevatten bijna 50% van de gerealiseerde operaties in Frankrijk ook een earn-out-clausule. Deze stijgende tendens van het gebruik van earn-out-clausules werd eveneens bevestigd door de Europese studie CMS European M&A Study 2010.

<sup>6</sup> A partir des années 1940 aux Etats-Unis (R. HUSSEY, « Earn-Outs: Motivation and Conflict », *Accountancy*, avril, 1991) et des années 1970 au Royaume-Uni (D. PRALONG, « Les clauses d'earn-out: risques juridiques et précautions rédactionnelles », *ACE*, 2012/2, p. 3).

<sup>7</sup> Voir not. T. BROCAS, « Les clauses d'intéressement ou d'earn-out », *Fusion & Acquisitions*, juillet 1991, p. 19; J.-J. CAUSSAIN et M. GERMAIN, *J.C.I. Sociétés, traité*, fasc. 165-20, n<sup>os</sup> 38 et s.; S. KANDÉ DE BEAUPUY, « Les clauses d'earn-out », *Dr. & Pat.*, janvier 1994, p. 26; V. NAU, « L'earn-out, un pari sur l'avenir », *Option Finance*, 1993, n<sup>o</sup> 253, p. 20; F. BAILLY, « Les clauses de complément de prix: une pratique aujourd'hui répandue », *Option Finance*, n<sup>o</sup> 803, 11 octobre 2004, p. 31; O. GUILLAUME, « Les clauses d'earn-out dans les ventes de sociétés », *Option Finance*, n<sup>o</sup> 643, 21 mai 2001, p. 27; F.-D. POITRINAL, J.C. PAROT et P. REIGNÉ, « Cessions d'entreprise: les conventions de earn-out », *Dr. Sociétés, Actes pratiques*, juin 1998, p. 5; F.D. POITRINAL, *Cessions d'entreprise: les conventions de earn-out*, JCP. Ed. E., 7 janvier 1999, p. 18; J.C. PAROT, « Révision du prix de cession de titres résultant d'une clause d'earn-out ou de garantie de passif. Les nouvelles dispositions législatives », *Actes pratiques*, juillet-août 2000, p. 28; J.C. PAROT, « La fiscalité des clauses d'earn-out », JCP Ed. E., n<sup>o</sup> 45, 5 novembre 1998, p. 1774; J. GOYET, « Prix et garantie dans les cessions de droits sociaux », in *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, ouvrage collectif sous la direction de P. RAIMBOURG et M. BOIZARD, Dalloz, n<sup>o</sup> 71.54; *Mémento Expert Francis Lefebvre*, Cessions de parts et actions, notamment n<sup>os</sup> 37, 140 et 37700 et s.; J. PAILLUSSEAU, H. LAZARSKI et P. PEYRAMAURE, *La cession d'entreprise*, Dalloz, 4<sup>e</sup> éd., 1999, n<sup>o</sup> 1556, p. 268.

<sup>8</sup> P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises. Une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 182, n<sup>o</sup> 373.

<sup>9</sup> D.E. PHILIPPE, « Vente d'entreprise: vente d'actions et vente de fonds de commerce », in X., *Vente commentaire pratique*, Anvers, Kluwer, 2007, p. 187, n<sup>o</sup> 290.

<sup>10</sup> A. COIBION, *Les conventions d'actionnaires en pratique*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 132, n<sup>o</sup> 251, citant également en ce sens: P. KILESTE et M. CALUWAERTS, « L'audit juridique, la convention d'acquisition et les clauses de garantie », in *Fusions, acquisitions et prises de contrôle*, Séminaire Vanham & Vanham du 11 février 1999, p. 7; E. POTTIER, « De la négociation à la signature des conventions de cession d'actions », *Fusions, acquisitions et prises de contrôle. Le point sur les derniers développements juridiques, financiers et fiscaux dans un marché en pleine effervescence*, Séminaire Vanham & Vanham du 17 novembre 2005, p. 33.

<sup>11</sup> Où il existe un art. 150-0 A, I, 2 du Code général des impôts sur les revenus français relatif à la fiscalité des compléments de prix.

<sup>12</sup> P. BEAUREGARD et F. VIGNALOU, « Clauses d'earn-out: quelques points de vigilance dans leur mise en œuvre », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire*, LexisNexis Jurisclasseur, septembre-octobre, 2014, p. 30.

<sup>13</sup> I. BUFFARD-BASTIDE, « Pratique en Europe des clauses d'earn-out », *Option Finance*, 4 octobre 2010, p. 2.

Rien ne nous paraît en effet exiger – comme certaines définitions précitées le suggèrent – que la cession donnant lieu à la mise en œuvre d'un *earn-out* porte nécessairement sur les titres d'une société. Un *earn-out* pourrait ainsi également se concevoir, par exemple, à l'occasion de la cession d'une branche d'activité, d'une universalité ou même d'un fonds de commerce. Nous concédons cependant que, dans de tels cas, la rédaction de l'*earn-out* se trouverait fort compliquée<sup>14</sup>.

De même, rien ne nous semble imposer que le complément de prix à payer par le cessionnaire au cédant en cas de réalisation par l'entité cédée des résultats financiers convenus soit nécessairement un montant variable dépendant, directement ou indirectement, desdits résultats (e.g., X% de tout montant excédant un chiffre d'affaires de Y euros au cours de l'exercice 20XX). En effet, le complément de prix convenu pourrait aussi être, le cas échéant, un simple montant fixe, payable dès le franchissement d'un « seuil » financier déterminé (e.g. un complément de prix de X euros payable en cas de réalisation d'un bénéfice d'exploitation supérieur à Y euros).

Il est vrai cependant que certaines définitions de l'*earn-out* utilisées en droit anglo-saxon pourraient laisser penser le contraire<sup>15</sup>. Une analyse plus approfondie de la pratique de l'*earn-out* dans ces pays révèle cependant que le montant de l'*earn-out* est parfois bien également un montant fixe.

Enfin, il paraît essentiel de rappeler, dans la définition de l'*earn-out*, le fait que le paiement de celui-ci dépend de la réalisation par l'entité cédée de résultats financiers déterminés *au cours d'une période postérieure à la date de réalisation de l'opération de cession lui ayant donné naissance*. Car c'est en effet cette postériorité qui distingue notamment l'*earn-out* des clauses plus fréquentes en droit belge de révision du prix de cession, qui visent elles à adapter un prix de cession provisoire convenu entre les parties à la date de signature de leur convention pour tenir compte de (a) l'éventuelle variation du passif et de l'actif de la cible pendant la période intermédiaire généralement brève comprise entre la date de signature (« *Signing Date* ») et la date de réalisation de l'opération (« *Closing Date* ») ou (b) résultats d'audits d'acquisition parfois réalisés par l'acquéreur postérieurement à la date de signature.

## B. TYPOLOGIES

4. La doctrine française<sup>16</sup> et la doctrine luxembourgeoise<sup>17</sup> distinguent généralement deux grands types d'*earn-out* en matière de cession de titres d'une société:

- celui convenu dans une opération de cession *en bloc* de l'intégralité des titres de cette société; et
- celui convenu dans une opération de cession *fractionnée* de l'intégralité des titres de cette société.

5. Dans le premier cas de figure, qui est largement le plus répandu en pratique, la totalité des titres de la cible sont transférés au cessionnaire à la date de réalisation. A cette date, le cessionnaire paie définitivement au cédant<sup>18</sup> une première partie du prix de cession dépendant de la « valeur actuelle »<sup>19</sup> de la cible. Ensuite, à l'expiration de la période de référence convenue pour l'*earn-out*, le cessionnaire paie – pour autant évidemment que les résultats financiers convenus aient été atteints – un complément de prix, *i.e.* l'*earn-out*, dépendant de la « valeur future » de la cible.

6. Dans le second cas de figure, le cessionnaire acquiert progressivement, c'est-à-dire par tranches successives, les titres de la cible<sup>20</sup>. Il paie dans ce cas autant de prix que de tranches d'acquisition successives de titres réalisées. Le prix payé pour l'acquisition de la première tranche de titres est définitif<sup>21</sup> et basé sur la « valeur actuelle » de la cible. Ensuite, le prix payé pour chaque(s) tranche(s) complémentaire(s) dépend d'un ou de plusieurs résultat(s) futur(s) réalisé(s) par la cible durant une ou plusieurs période(s) de référence d'*earn-out* convenue(s).

Dans un tel cas, les parties conviennent en outre souvent d'un plancher<sup>22</sup> et/ou un plafond pour l'*earn-out*, afin d'éviter une éventuelle variation trop importante du prix des cessions complémentaires.

Ce second cas de figure, complexe et beaucoup plus rare, ne sera toutefois pas examiné plus avant dans le présent article.

<sup>14</sup>. Particulièrement au niveau de la définition du « périmètre » de l'entité cédée.

<sup>15</sup>. En effet, l'*earn-out* est parfois défini dans la doctrine anglaise ou américaine comme étant: « *the mechanism used in a M&A transaction whereby a portion of the purchase price is contingent and is calculated based on the performance of the acquired business over a specified time period following the closing* » ou encore « *the risk allocation-mechanism used in an M&A transaction whereby a portion of the purchase price is deferred and is calculated based on the performance of the acquired business over a specified time period following the closing* » (c'est nous qui soulignons).

<sup>16</sup>. Voir not. J.P. BERTEL et M. BERTEL, « Le complément de prix de cession ou 'Earn out' », *Droit et patrimoine*, n° 175, novembre 2008.

<sup>17</sup>. Voir not. D. PRALONG, *o.c.*, p. 3.

<sup>18</sup>. Sans préjudice, naturellement, des mécanismes de déclarations et garanties généralement convenus par ailleurs entre les parties.

<sup>19</sup>. Sans connotation actuarielle nécessairement.

<sup>20</sup>. Par un mécanisme de vente à terme, d'options d'achat, d'options de vente ou encore d'options croisées.

<sup>21</sup>. Toujours évidemment sans préjudice aux mécanismes de déclarations et garanties convenus le cas échéant.

<sup>22</sup>. Basé habituellement sur la « valeur actuelle » de la société.

### C. INTÉRÊT DE L'EARN-OUT

7. Les praticiens n'ignorent pas que cédants et cessionnaires ont traditionnellement une approche différente de la valorisation d'une cible<sup>23</sup>.

Le cédant souhaite souvent tenir compte, dans le prix de cession de son entreprise, des performances futures de celle-ci ou, plus généralement, de son potentiel de développement. *A contrario*, le cessionnaire – payeur – est généralement beaucoup plus réticent à accepter de tenir compte de ces performances futures ou de ce potentiel, par nature éminemment incertain(es) à ses yeux. Ceci résulte notamment d'une asymétrie dans l'information disponible: le cédant a en principe une connaissance parfaite de son entreprise; le cessionnaire n'en a qu'une vision réduite aux résultats de ses investigations de *due diligence*.

Assister à une discussion relative à un plan d'affaires prévisionnel entre un cédant et un cessionnaire aguerris suffit à comprendre le fossé, énorme, qui peut ainsi encore séparer ces parties, alors même qu'elles sont déjà parvenues – après de longues discussions parfois – à se mettre d'accord sur la/les méthode(s) d'évaluation à retenir pour leur opération.

Ainsi, à titre d'exemple, dans une négociation basée sur une méthode d'actualisation de flux financiers:

- le cédant sera naturellement optimiste sur ses prévisions de flux futurs; mais
- le cessionnaire se montrera, par essence, beaucoup plus pessimiste quant à celles-ci;

Alternativement, dans une négociation basée sur une méthode des multiples:

- le cédant maintiendra fermement que l'EBIT(DA) de référence de son entreprise est parfaitement récurrent; mais
- le cessionnaire – appelé à en payer un multiple – souhaitera retraiter plus avant cet EBIT(DA) pour le « normaliser », en l'expurgeant notamment de tous éléments jugés « exceptionnels »<sup>24</sup>.

Cédant et cessionnaire passent souvent outre ce fossé. Mais parfois, ils n'y parviennent pas.

8. C'est précisément dans ce type de situation où cédant et cessionnaire conservent une vision fondamentalement dif-

férente du développement futur ou du potentiel de la cible que l'*earn-out* pourra parfois permettre à ceux-ci de sortir de leur impasse de négociation.

Dans un tel cas, l'*earn-out* pourra en effet jouer pour le cessionnaire un rôle de garantie, ou d'assurance, contre une partie des aléas futurs liés au développement de la cible. Il lui permettra de ne payer, à la date de réalisation, que le prix qu'il estime fondamentalement juste au regard de sa vision du potentiel de la cible à la date de réalisation. Et de ne payer ensuite le complément de prix que le cédant réclamait en raison de sa vision plus ambitieuse du potentiel de la cible, qu'à la condition que celle-ci se soit entre-temps effectivement réalisée.

Du côté du cédant, l'*earn-out* permettra de continuer à profiter du développement de la cible, fruit de ses actions antérieures, concrétisé postérieurement à la cession. En d'autres termes, il lui permettra de « *capitaliser de façon différée la valeur dont il est à l'origine* »<sup>25</sup>, pour autant évidemment qu'elle se réalise.

9. L'*earn-out* offrira, le cas échéant, encore d'autres avantages pour le cessionnaire.

Il pourra ainsi par exemple:

- servir (pour autant que le cessionnaire l'estime nécessaire) à conserver encore quelques temps le cédant dans le management de la cible, avec une forte motivation de ce dernier à voir se réaliser ses espérances partagées avec le cessionnaire;
- ménager la trésorerie du cessionnaire, puisqu'il entraîne – par essence – un paiement différé d'une partie du prix de cession;
- servir à financer moins douloureusement l'acquisition puisque le cessionnaire pourra payer le complément de prix différé dans le temps grâce aux dividendes tirés de la cible pendant la période de référence de l'*earn-out*<sup>26</sup>;
- servir de « garantie à la garantie » du cessionnaire, pour autant qu'il négocie le fait que le montant de l'*earn-out* qu'il pourrait avoir à payer sera compensé avec toute somme qui sera due par le cédant en cas de violation de ses déclarations et garanties conférées au cessionnaire.

<sup>23</sup> Nous n'aborderons pas ici la question préliminaire du choix même de la méthode de valorisation de la cible. Rappelons simplement qu'il existe notamment des méthodes de type comptable (actif net), patrimonial (actif net corrigé), actuariel (basée, selon les cas, sur les dividendes, les bénéfices ou encore les cash-flows libres de l'entreprise), multiples (d'EBIT, EBITDA... selon les cas) ou encore de comparables boursiers.

<sup>24</sup> La notion même d'éléments exceptionnels portant généralement à la discussion.

<sup>25</sup> J.P. BERTEL et M. BERTEL, « Le complément de prix de cession ou 'Earn out' », *Droit et patrimoine*, n° 175, novembre 2008.

<sup>26</sup> Moyennant évidemment le respect de l'art. 619 C. soc. notamment.

## D. CONDITIONS DE VALIDITÉ

10. En l'absence de réglementation spécifique, la meilleure doctrine et jurisprudence<sup>27</sup> ne citent généralement que trois conditions de validité relatives aux clauses d'*earn-out*.

La première de ces conditions découle du droit commun en matière de vente. Elle est relative au caractère déterminé ou déterminable que doit revêtir tout prix de vente.

Les deux autres conditions relèvent du droit des obligations. Elles concernent l'interdiction des conditions suspensives purement potestatives d'une part et l'interdiction des pactes léonins d'autre part.

### 1. Conformité aux dispositions de l'article 1591 du Code civil

11. L'article 1591 du Code civil dispose que « *le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties* ».

Selon la doctrine et la jurisprudence unanimes, cette disposition du Code civil requiert que le prix de toute vente soit déterminé ou, à tout le moins, déterminable au moment de la conclusion de celle-ci. Elle interdit par ailleurs aux parties d'abandonner, le cas échéant, la détermination du prix à l'appréciation de l'une d'entre elles<sup>28, 29</sup>.

Le prix de vente est déterminé lorsqu'il est expressément indiqué par les parties. Tel est le cas lorsque, par exemple, des actions sont cédées pour un prix fixe de X euros. Mais tel est aussi plus généralement le cas chaque fois que le prix peut être établi à la simple lecture du contrat de vente.

Le prix de vente est déterminable, selon la Cour de cassation, dès qu'il « *peut être déterminé sur la base d'éléments qui ne sont pas soumis à la volonté des parties* »<sup>30</sup>. En d'autres termes, il revêt ce caractère dès le moment où il peut être calculé sur la base d'éléments objectifs présents au moment de la conclusion de la vente, sans qu'un nouvel accord des parties

ne doive ultérieurement intervenir<sup>31</sup>.

L'existence d'un tel prix déterminé ou déterminable est évidemment fondamentale en matière de vente. La sanction du non-respect de l'article 1591 du Code civil est en effet purement et simplement la nullité de la vente<sup>32</sup>.

12. Les clauses d'*earn-out* visant à organiser le paiement d'un complément de prix sous un contrat de vente, leurs rédacteurs veilleront systématiquement à respecter les principes de déterminabilité du prix de vente énoncés ci-avant.

Ces rédacteurs s'assureront notamment que leur clause d'*earn-out* est « auto-suffisante », c'est-à-dire de nature à « *aboutir à un montant déterminable par la simple application de la clause telle qu'elle est rédigée au moment de la conclusion de la convention* »<sup>33</sup>. Le recours à des formules simples, précises et claires – dont les éléments constitutifs seront eux-mêmes définis clairement pour éviter qu'un nouvel accord des parties ne soit nécessaire à leur détermination – est donc vivement recommandé. Les méthodes comptables<sup>34</sup> utilisées pour établir les documents comptables de référence seront également définies avec minutie<sup>35</sup>.

Relisant leur clause, ces rédacteurs se demanderont *in fine* si les modalités de fixation du complément de prix qu'ils ont prévues permettent de considérer que ce dernier est au moins objectivement déterminable. Et surtout s'il est parfaitement évident que le complément prix pourra être déterminé, dans tous les cas, sans aucun besoin ni (a) d'un nouvel accord des parties ou de l'une d'elles, ni (b) d'éléments dont la mise en œuvre pourrait à terme se révéler impossible.

Pour éviter définitivement tout risque, les rédacteurs veilleront également à prévoir qu'en cas de désaccord éventuel des parties sur le calcul de l'*earn-out*, celui-ci sera *in fine* réalisé par un tiers, mandataire commun, sur la base de l'article 1592 du Code civil<sup>36</sup>.

27. Française essentiellement.

28. L. SIMONT, J. DE GRAVE et P.A. FORIERS, « Examen de jurisprudence. Les contrats spéciaux (1981-1991) », *R.C.J.B.*, 1995, p. 114; D. DEVOS, « La vente d'actions au porteur d'une société anonyme », in *Mélanges offert à Raymond Vander Elst*, Nemesis, 1986, p. 175; *contra*: M.E. STORME, « De bepaling van het voorwerp van een verbintenis bij partijbeslissing », *T.P.R.*, 1988, p. 1263.

29. La détermination du prix de vente pouvant par contre tout à fait valablement être confiée à un tiers conformément à l'art. 1592 C. civ. qui dispose que « *le prix peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers; si le tiers ne veut pas ou ne peut pas faire l'estimation, il n'y a point de vente* ». Rappelons toutefois à cet égard, que ce tiers n'est pas considéré comme un arbitre (L. SIMONT, « Contribution à l'étude de l'article 1592 du Code civil », in *Mélange offert à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000).

30. Cass., 21 septembre 1987, *Pas.*, 1988, I, p. 79.

31. D.E. PHILIPPE, « Vente d'entreprise: vente d'actions et vente de fonds de commerce », in X., *Vente commentaire pratique*, Anvers, Kluwer, 2007, p. 184, n° 265 et les références citées.

32. DE PAGE, *Traité*, 4<sup>e</sup> éd., t. IV, p. 87, n° 39.

33. P. KILESTE et M. CALUWAERTS, « L'audit juridique, la convention d'acquisition et les clauses de garantie », in *Fusions, acquisitions et prises de contrôle*, Séminaire Vanham & Vanham, 11 février 1999, p. 7.

34. Comme p. ex. celles d'amortissement, d'évaluation des stocks, de création de provisions, de classement en créances douteuses ...

35. J. MESTRE et D. VELDARDOCHIO, *Lamy. Sociétés commerciales*, n° 939.

36. Précisons à cet égard que dans un arrêt du 18 juin 2007, la cour d'appel de Bruxelles a estimé que désignant un tiers sur la base de l'art. 1592 C. civ., les parties devaient en outre convenir des éléments de base de calcul du prix (Bruxelles, 18 juin 2007, *T.R.V.*, 2009, p. 291). La meilleure doctrine estime cependant traditionnellement qu'en cas de désignation d'un tiers sur la base de l'art. 1592 C. civ., sa seule désignation est suffisante à rendre le prix déterminable (L. SIMONT, « Contribution à l'étude de l'article 1592 du Code civil », in *Mélange offert à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 265; P.A. FORIERS, « L'objet et la cause du contrat », in *Les obligations contractuelles*, Bruxelles, Ed. Jeune Barreau, 1984, p. 126, n° 13; L. SIMONT et J. DE GAVRE, « Examen de jurisprudence. Les contrats spéciaux (1969 à 1975) », *R.C.J.B.*, 1976, pp. 368-369.

13. Pour conclure à propos de cette condition de validité, rappelons qu'il a déjà notamment été jugé en France qu'était nulle une cession d'actions:

- dont le prix était fonction du résultat net après impôt de la société cible et alors que l'établissement des comptes de référence était laissé à la seule discrétion d'une des parties<sup>37</sup>;
- pour laquelle la détermination du prix définitif nécessitait l'établissement contradictoire de comptes à la veille de la régularisation de la cession, *sans que les parties aient prévu une expertise en cas de désaccord*, ce dont il résultait la nécessité d'un nouvel accord de volonté entre elles<sup>38</sup>.

Le risque de nullité est donc réel<sup>39</sup>.

## 2. Conformité aux dispositions de l'article 1174 du Code civil

14. L'article 1174 du Code civil dispose que « toute obligation est nulle lorsqu'elle a été contractée sous une condition potestative de la part de celui qui s'oblige ».

La doctrine et la jurisprudence quasi unanimes rappellent toutefois que cette nullité concerne uniquement les conditions (a) suspensives<sup>40</sup>, (b) purement potestatives<sup>41</sup> et (c) dans le chef du débiteur de l'obligation<sup>42</sup>.

15. L'*earn-out* étant par essence une disposition contractuelle conditionnant le paiement d'un complément de prix à la réalisation d'un événement futur et incertain<sup>43</sup>, la doctrine s'est naturellement interrogée à propos de sa compatibilité avec les termes de cet article 1174 du Code civil.

En Belgique, celle-ci a rapidement conclu à un risque relativement modéré à ce sujet dès lors que:

- la technique de l'*earn-out* implique généralement que le cédant continue de participer à la gestion de la cible après sa cession<sup>44</sup>; or, dans un tel cas, le risque de potestativité dans le chef du débiteur ne se pose pas, puisque le cédant est le créancier du complément de prix;
- lorsque le cédant accepte d'abandonner totalement la gestion de la cible au cessionnaire après la cession, il est rarissime qu'il le fasse sans prévoir à tout le moins des mécanismes de neutralisation de certaines actions ou décisions<sup>45</sup> visant à éviter que le calcul de l'*earn-out* ne dépende exclusivement de la seule volonté du cessionnaire-débiteur;
- même dans le cas extrême où le cédant laisserait au cessionnaire-débiteur de l'obligation le soin de procéder unilatéralement à la détermination du prix, il ne s'agirait pas encore d'une clause purement potestative, puisque la détermination du complément de prix ne dépendra en principe jamais exclusivement du cessionnaire, mais également des vicissitudes affectant l'exercice de l'activité commerciale de la société<sup>46</sup>.

16. En France, par un arrêt du 15 juin 1982, la Cour de cassation française a déjà jugé de manière rassurante qu'une clause de fixation du prix en fonction d'un chiffre d'affaires n'était pas purement potestative, mais simplement potestative, dans la mesure où en l'espèce l'intérêt et l'activité de la société étaient distincts de ceux des personnes physiques débitrices du prix<sup>47,48</sup>.

Dans une autre affaire, la Cour de cassation française a éga-

<sup>37</sup>. Cass. fr. comm., 13 janvier 1971, *Bull. civ.*, IV, n° 13, p. 13.

<sup>38</sup>. Cass. comm., 14 décembre 1989, *Bull. civ.*, IV, n° 234.

<sup>39</sup>. En France, certains plaideurs sont cependant parvenus dans une affaire de 2009 à contourner le risque de nullité de l'*earn-out* pour indéterminabilité du complément de prix. Dans cette affaire, les parties étaient convenues d'un *earn-out* calculé sur la base des résultats après impôts de la société cédée réalisés par celle-ci au cours des 3 exercices suivants la date de cession. Au moment de la mise en œuvre du paiement, le cédant estima que son *earn-out* avait été calculé sur la base de comptes « peu fidèles ». Craignant d'assigner en paiement du prix en raison d'un risque de contrariété de l'*earn-out* convenu avec l'art. 1591 C. civ., les conseils du cédant ont préféré citer le cessionnaire en paiement de dommages et intérêts pour faute dans l'établissement des comptes annuels, sur la base de l'art. 1134 C. civ. Le cédant obtint gain de cause en appel et la Cour de cassation confirma ensuite la condamnation du cessionnaire à indemniser le cédant fondée sur des comptes sociaux de référence manifestement inexacts pour diminuer le montant d'un *earn-out*. Voir Cass. comm., 27 octobre 2009, *Bull. Joly*, 2010, pp. 218 et s.

<sup>40</sup>. Voir not. P. VAN OMMESLAGHE, *Droit des obligations*, t. III, Bruxelles, Bruylant, 2010, p. 1742, n° 1216; *contra*: P.A. FORTIERS, « Propos sur la condition résolutoire purement potestative », *Liber Amicorum Yvette Merchiers*, 115, nos 12 et s., qui estime que l'art. 1174 C. civ. pourrait être applicable au cas de conditions résolutoires purement potestatives qui pourraient priver un contrat de tout effet.

<sup>41</sup>. P. VAN OMMESLAGHE, *Droit des obligations*, t. III, Bruxelles, Bruylant, 2010, p. 1742, n° 1216.

<sup>42</sup>. C'est-à-dire, ainsi qu'il résulte des arrêts de la Cour de cassation des 18 juin 1970 (*Pas.*, 1971, I, p. 925), 13 octobre 1983 (*Pas.*, 1984, I, p. 151) et 25 novembre 1988 (*Pas.*, 1989, p. 339), *celle qui dépend exclusivement de la volonté du débiteur*.

<sup>43</sup>. I.e. la réalisation par la société cédée de certains objectifs financiers déterminés, tels qu'un certain chiffre d'affaires, un certain résultat d'exploitation, un certain EBIDA, ...

<sup>44</sup>. D. LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions. Analyse juridique et conseils pratiques de rédaction*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 2009, n° 237.

<sup>45</sup>. Interdiction de changer la dénomination sociale, de transférer son siège, d'entamer de nouvelles activités, de cesser certaines activités, de transférer certaines activités à une autre société, de modifier certaines règles comptables, ...

<sup>46</sup>. D.E. PHILIPPE, « Vente d'entreprise: vente d'actions et vente de fonds de commerce », in X., *Vente commentaire pratique*, Anvers, Kluwer, 2007, p. 187, n° 290.

<sup>47</sup>. Cass. fr. comm., 15 juin 1982, *Bull. civ.*, 1982, p. 229.

<sup>48</sup>. On rappellera cependant que dans une autre affaire relative à une opération de cession de titres, la Cour de cassation française avait estimé que le prix de cession fixé en fonction du résultat net après impôts de la société cible, alors que l'établissement des comptes de références était laissée à l'entière liberté d'une partie, était indéterminé (Cass. fr. comm., 13 janvier 1971, *Bull. civ.*, IV, n° 13, p. 13). La Cour avait en effet estimé que le prix était fixé selon une condition purement potestative, entraînant la nullité de la cession.

lement jugé fort logiquement qu'une cession prévoyant un complément de prix stipulé sous la condition suspensive du maintien en fonction du président directeur général était nulle comme dépendant d'une condition purement potestative. Dans cette affaire, le cessionnaire-débitur du complément de prix disposait en effet de la majorité des voix à l'assemblée générale de la cible et disposait donc du pouvoir discrétionnaire de révoquer seul et à tout moment ledit PDG.

### 3. Conformité aux dispositions de l'article 32 du Code des sociétés

17. L'article 32 du Code des sociétés<sup>49</sup> dispose que: « *La convention qui donnerait à l'un des associés la totalité des bénéfices, est nulle. Il en est de même de la stipulation qui affranchirait de toute contribution aux pertes, les sommes ou effets mis dans le fonds de la société par un ou plusieurs des associés.* »

Cette disposition a pour objet d'interdire qu'un associé ne se taille la « part du lion » dans une société soit en s'accaparant la totalité des bénéfices, soit en s'affranchissant de toute contribution aux pertes.

L'interdiction édictée par l'article 32 du Code des sociétés s'étend, selon la doctrine et la jurisprudence, aux conventions entre associés indissociables de l'acte constitutif<sup>50</sup>. Elle ne s'applique par contre pas à la convention d'option qui vise à organiser une cession progressive de la participation d'un actionnaire<sup>51</sup>, ni à la convention de portage<sup>52</sup>.

18. En France, une partie de la doctrine s'est interrogée sur la question de savoir si, dans le cas d'une cession échelonnée de titres avec un *earn-out* assorti d'un prix plancher<sup>53</sup>, le cédant (toujours associé durant sa période de sortie progressive) ne se mettrait pas ainsi à l'abri des risques de la société pour les titres dont il restait propriétaire, rendant ainsi sa clause d'*earn-out* léonine et donc non écrite<sup>54</sup>.

On sait en effet qu'il existe en France une division entre la chambre commerciale et la chambre civile de la Cour de cas-

sation à propos de la portée de l'interdiction des pactes léonins.

La chambre commerciale de la Cour de cassation française est favorable aux promesses d'achat – ou options de vente – assorties d'un prix minimum, considérant qu'elles ne tombent pas sous le coup de l'article 1844-1 du Code civil français (anciennement art. 1855 du Code civil français similaire à notre art. 32 C. soc.)<sup>55</sup>. Selon la Chambre commerciale, de telles promesses ne portent en effet pas atteinte au pacte social, tout comme les clauses de prix « plancher » dans les conventions de portage<sup>56</sup>.

La chambre civile de la Cour de cassation française est par contre historiquement défavorable à de telles promesses d'achat, estimant qu'elles tombent bien sous le coup de la prohibition des clauses léonines<sup>57, 58</sup>.

D'où les craintes de la doctrine française concernant le possible caractère léonin de certains *earn-out* complexes.

19. En Belgique, le risque qu'une clause d'*earn-out* soit jugée contraire à l'article 32 du Code des sociétés semble par contre ne pas sérieusement exister<sup>59</sup> dès lors que la Cour de cassation a déjà notamment jugé, en matière de portage, que:

« *seule est prohibée la clause qui a pour objet de porter atteinte au pacte social visée par l'article 1855, alinéa 2, du Code civil ou qui, ayant apparemment un autre objet, tend en réalité aux mêmes fins (...) que l'opération envisagée n'avait d'autre objet que d'assurer le transfert progressif des actions à un cessionnaire moyennant un prix déterminé; qu'elle était étrangère au pacte social et sans incidence sur l'attribution des bénéfices aux actionnaires et leur contribution aux pertes* »<sup>60</sup>.

Ne paraissent ainsi devoir être prohibées en Belgique par l'article 32 du Code des sociétés que les conventions conclues entre souscripteurs, à l'occasion de la constitution ou d'une augmentation de capital d'une société<sup>61</sup>.

La meilleure doctrine considère d'ailleurs de manière encore plus générale que les règles de l'article 32 du Code des sociétés ne devraient pas trouver à s'appliquer aux opéra-

49. Ancien art. 1855 C. civ.

50. Gand, 22 juin 1944, *R.C.J.B.*, 1947, p. 241; J. VAN RYN et P. VAN OMMESLAGHE, « Examen de jurisprudence. Les sociétés commerciales (1961 à 1965) », *R.C.J.B.*, 1971, p. 285; C. JASSOGNE, « Sociétés léonines, options et portage d'actions », *R.D.C.*, 1994, 979.

51. P.A. FORIERS, « Portage et clause léonine. Observations sur le champ d'application de l'article 1855 du Code civil », in *Hommage à Jacques Heenen*, p. 163.

52. Comm. Namur, 12 septembre 1994, *J.L.M.B.*, 1995, p. 801; Liège, 15 septembre 1995, *Rev. Prat. soc.*, 1995, p. 416, note C. BERTSCH; X. FOSSOUL, « L'article 1855, alinéa 2, du Code civil et les options de vente », *R.D.C.*, 1995, pp. 815-817.

53. Voir le point B.6. ci-avant pour plus de détails sur cette 2<sup>e</sup> typologie d'*earn-out*.

54. J.P. BERTEL et M. BERTEL, « Le complément de prix de cession ou 'Earn out' », *Droit et patrimoine*, n° 175, novembre 2008.

55. Cass. fr. comm., 19 mai 1998, *Bull. Joly*, 1998, p. 1060; Cass. fr. comm., 19 octobre 1999, *J.C.P.*, 1999, p. 2067.

56. Cass. fr. comm., 19 mai 1992, *Dr. Sociétés*, 1992, n° 209.

57. J. MESTRE et D. VELADOCOCCHIO, *Lamy. Sociétés commerciales*, n° 316.

58. Cass. fr. civ., 29 octobre 1990, *Bull. Joly*, 1990, p. 1052; Cass. fr. civ., 22 juillet 1986, *Bull.*, I, n° 224.

59. *Contra* P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises. Une approche juridique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 183, n° 373 qui paraît considérer le risque comme existant également en droit belge.

60. Cass., 5 novembre 1998, *Pas.*, 1998, I, p. 1099.

61. P. MALHERBE, *Précis de droit des sociétés*, 3<sup>e</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 223, n° 456.

tions portant sur des actions déjà émises, qu'elles soient conclues entre actionnaires ou avec des tiers<sup>62</sup>.

Le risque de reconnaissance, en droit belge, d'une contrariété d'une clause d'*earn-out* avec la prohibition des pactes

léonins instituée par l'article 32 du Code des sociétés paraît donc, en l'état actuel de la doctrine et de la jurisprudence, exclu.

## E. PRINCIPAUX POINTS D'ATTENTION LORS DE LA RÉDACTION DES CLAUSES D'EARN-OUT

### 1. Indicateurs de performance ou d'exploitation

20. Le premier point qui retiendra l'attention de tout rédacteur d'une clause d'*earn-out* sera le choix de l'indicateur de performance ou d'exploitation<sup>63</sup> à la réalisation duquel sera conditionné le paiement du complément de prix déterminé ou déterminable convenu.

Le choix des parties à cet égard est bien évidemment libre. Et les indicateurs possibles très nombreux.

Sur la base des modèles de comptes annuels normalisés – complets ou abrégés – établis par la Banque Nationale de Belgique, les indicateurs suivants pourront, par exemple, être envisagés :

- chiffre d'affaires<sup>64, 65</sup>;
- ventes et prestations<sup>66</sup>;
- marge brute d'exploitation<sup>67</sup>;
- résultat (bénéfice/perte) d'exploitation<sup>68</sup>;
- résultat (bénéfice/perte) courant avant impôts<sup>69</sup>;
- résultat (bénéfice/perte) de l'exercice avant impôts<sup>70</sup>;
- résultat (bénéfice/perte) de l'exercice<sup>71</sup>.

Ces indicateurs « normalisés » présentent le principal avantage d'être bien définis en droit belge, puisqu'ils ressortent notamment directement de la lecture des comptes annuels des sociétés belges. Le rédacteur d'un *earn-out* (souvent juriste) veillera cependant à bien comprendre les différences fondamentales entre ces indicateurs, dont particulièrement

les types de résultats (bénéfice/perte) précités<sup>72</sup>. Ces différences expliqueront en effet souvent la préférence des parties pour l'un ou l'autre de ces indicateurs, en fonction notamment des objectifs qu'elles poursuivent.

Fondamentalement, le cédant, qui souhaitera se prémunir contre d'éventuelles manipulations de l'indicateur de performance retenu, préférera souvent un *earn-out* basé sur les premiers indicateurs de la liste, plus simples dans leur composition et donc, en principe, plus difficilement influençables<sup>73</sup>. Le cessionnaire, plus soucieux de la capacité effective de la société de rémunérer ses actionnaires, préférera quant à lui généralement un indicateur repris dans le bas de la liste.

21. Dans la très grande majorité des cas, l'indicateur de performance le plus utilisé restera<sup>74</sup>:

- l'EBIT (*Earning Before Interests and Taxes*)<sup>75</sup>, qui permet en substance d'apprécier la performance intrinsèque de l'entreprise, indépendamment de sa structure financière et de la fiscalité<sup>76</sup>; ou
- l'EBITDA (*Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*)<sup>77</sup>, qui permet en substance d'apprécier le flux de trésorerie produit par l'exploitation<sup>78</sup>.

Pour rappel, l'EBIT désigne en effet globalement le résultat avant intérêts et impôts d'une société. Il est à mi-chemin entre le « *bénéfice (perte) d'exploitation* » et le « *bénéfice (perte) de l'exercice avant impôt* » tels que repris dans un

62. P. VAN OMMESLAGHE et X. DIEUX, « Examen de jurisprudence. Les sociétés commerciales (1979 à 1990) », *R.C.J.B.*, 1992, p. 609.

63. Ou, plus généralement dit encore, le critère d'appréciation comptable des résultats futurs.

64. Code 70 dans un bilan BNB en schéma complet.

65. Parfois net de remises et ristournes.

66. Code 70/74 dans un bilan BNB en schéma complet.

67. Code 9900 dans un bilan BNB en schéma abrégé.

68. Code 9901 dans un bilan BNB en schéma complet.

69. Code 9902 dans un bilan BNB en schéma complet.

70. Code 9903 dans un bilan BNB en schéma complet.

71. Code 9904 dans un bilan BNB en schéma complet.

72. Rappelons par exemple que le « *résultat d'exploitation* » se distingue du « *résultat courant avant impôts* » par le fait que ce dernier tient compte non seulement des résultats d'exploitation au sens strict de la société, mais également de ses résultats financiers. Le « *résultat de l'exercice avant impôts* » se distingue ensuite du « *résultat courant avant impôts* » en ce qu'il tient compte par rapport à ces derniers des produits et charges exceptionnel(le)s. Le « *résultat de l'exercice* » intègre enfin par rapport au « *résultat de l'exercice avant impôts* » la charge des impôts.

73. Le cédant qui resterait au contrôle de la cible et dont l'*earn-out* dépendrait du chiffre d'affaires réalisé par celle-ci pourrait toutefois toujours, par exemple, doper artificiellement ce dernier en faisant baisser le prix des ventes.

74. I. BUFFARD-BASTIDE, « Pratique en Europe des clauses d'*earn-out* », *Option Finance*, 4 octobre 2010, p. 2.

75. Voir parfois même un REBIT, ou *Recurring EBIT*, qui ne tient compte que de la poursuite des activités au sein d'une entreprise.

76. J. BERK et P. DEMARZO, *Finance d'entreprise*, 3<sup>e</sup> éd., Pearson, 2014, p. 40.

77. Voir parfois même un REBITDA, ou *Recurring EBITDA*.

78. EBITDA qui est aussi parfois qualifié d'« EBE » ou d'« excédent brut d'exploitation » en France (J. BERK et P. DEMARZO, *Finance d'entreprise*, 3<sup>e</sup> éd., Pearson, 2014, p. 40).

compte de résultat belge<sup>79</sup>. L'EBITDA se distingue quant à lui de l'EBIT par l'exclusion complémentaire de ce dernier des amortissements et réductions de valeur<sup>80</sup>.

Ni la notion d'EBIT, ni la notion d'EBITDA ne bénéficient hélas d'une définition univoque dans la pratique européenne de *reporting* financier.

En conséquence, le rédacteur d'*earn-out* qui souhaite s'y référer prendra soin d'en donner une définition aussi simple, précise et claire que possible<sup>81</sup>, et de s'assurer que son interlocuteur la partage. Un exemple chiffré accompagnant la définition finalement retenue sur la base de résultats antérieurs et publiés de la cible pourra souvent être une bonne façon de s'en assurer.

## 2. Durée de l'*earn-out* et structure de paiement

22. Le deuxième point qui retiendra l'attention du rédacteur d'un *earn-out* sera la détermination de sa durée ou période de référence.

Il conviendra en effet pour cédant et cessionnaire de s'accorder sur un délai qui permettra de mesurer de manière appropriée les performances post-cession de l'entreprise cédée.

La durée standard d'un *earn-out* est ainsi généralement comprise entre 12 et 60 mois<sup>82</sup>, avec quelques rares cas de durée inférieure ou supérieure. A titre d'exemple, en 2009, 23% des clauses d'*earn-out* conclues en Europe étaient d'une durée comprise entre 24 à 36 mois. Et 27% des clauses étaient d'une durée supérieure à 36 mois<sup>83</sup>.

23. Concrètement, la durée de la période de référence dépendra principalement:

- du plan financier sur la base duquel l'acquisition de la cible aura été réalisée et l'*earn-out* aura été convenu;
- du type de produits ou services commercialisés par l'entreprise cédée; et
- du marché cible pour les produits ou services commercialisés par l'entreprise cédée.

Elle dépendra également plus prosaïquement (a) du délai à partir duquel le cessionnaire s'estime en mesure de se passer de la présence ou de l'assistance du cédant dans la gestion de l'entreprise cédée et (b) du délai pendant lequel le cessionnaire s'estimera encore éventuellement disposé, après l'expiration du premier délai ci-avant, à continuer à octroyer un droit d'audit au cédant et, surtout, à subir certaines restrictions dans sa gestion de l'entreprise cédée destinées à protéger le cédant contre d'éventuelles manipulations<sup>84</sup>.

24. Un *earn-out* de courte durée exposera les parties au risque que les résultats financiers de la cible à la base du calcul du complément de prix soient affectés par un ou plusieurs événements exceptionnels, tels qu'un cas de force majeure, une augmentation/diminution passagère des ventes, une augmentation/diminution passagère des services et biens divers, ...

Il sera par ailleurs intrinsèquement de nature à inciter le cédant à souhaiter sacrifier l'intérêt social à long terme de l'entreprise cédée au profit de ses intérêts (financiers) à court terme.

Selon le choix de l'indicateur de performance, la réalisation de nouveaux investissements en période d'*earn-out* deviendra potentiellement un sujet de discordance majeur entre cédant et cessionnaire. De même pour toute augmentation significative de frais ou dépenses de fonctionnement.

25. Un *earn-out* de longue durée offrira *a contrario* aux parties une meilleure garantie du fait que les résultats financiers achevés par la cible durant cette durée seront plus représentatifs de son réel potentiel de développement récurrent.

Il alignera mieux les intérêts du cédant et du cessionnaire à voir la cible se développer non seulement à court terme, mais également à moyen et long terme. Mais il ne se concevra à l'évidence que dans les cas où cessionnaire et cédant s'entendent bien et ont manifestement une même vision du développement de la société<sup>85</sup>. D'expérience, même dans un tel cas, une durée de 36 mois apparaîtra toutefois généralement comme un seuil risqué à franchir.

79. Il correspond ainsi – selon la note de la CNC dont question ci-après – au résultat du calcul suivant: Résultat de l'exercice avant impôt (9903) – Produits des actifs circulants (751) – Autres Produits Financiers (752/9) + Charge des dettes (650) + Autres charges financières (652/9).

80. Et correspondra ainsi – selon la note de la CNC dont question ci-après – au résultat du calcul suivant: EBIT + Amortissements et réductions de valeur sur frais d'établissement, sur immobilisations corporelles et incorporelles (630) + Réduction de valeurs sur stocks, commandes en cours d'exécution et sur créances commerciales: dotations (reprises) (631/4) + Amortissements et réductions de valeurs exceptionnelles sur frais d'établissement, sur immobilisations corporelles et incorporelles (660) – Reprise d'amortissement et de réduction de valeurs sur immobilisations corporelles et incorporelles (760).

81. P. ex. en s'inspirant de la note concernant la définition des EBIT et EBITDA à partir du schéma des comptes annuels qui a été émise par la Commission des Normes Comptables (CNB, Note Technique 2010-1, disponible sur le site: [www.CNC-CBN-be](http://www.CNC-CBN-be)).

82. Selon une étude réalisée par l'American Bar Association – Business Law Section (2009 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study*), 91% des opérations reprises dans l'échantillon de l'étude qui contenait une clause d'*earn-out* prévoyait une durée de celui-ci comprise entre un et cinq ans.

83. I. BUFFARD-BASTIDE, « Pratique en Europe des clauses d'*earn-out* », *Option Finance*, 4 octobre 2010, p. 2.

84. Voir not. le point 4 ci-après.

85. Les praticiens savent cependant qu'une collaboration sereine de longue durée entre un cédant et un cessionnaire est relativement rare. Particulièrement dans les TPEs. Beaucoup de cédants de telles sociétés éprouvent en effet de grandes difficultés à travailler avec leur cessionnaire, n'ayant pas été habitués à ne pas pouvoir tout décider seul et à devoir passer par un conseil d'administration.

26. Toujours en rapport avec la période de référence de l'*earn-out*, les parties prendront le soin de s'interroger sur les événements qui devraient éventuellement leur permettre de pouvoir mettre anticipativement fin à celle-ci.

Ainsi, le cédant pourra-t-il légitimement souhaiter que le paiement de son complément de prix devienne, par exemple, exigible anticipativement en cas de revente par le cessionnaire de tout ou partie de l'entreprise acquise, de changement de contrôle du cessionnaire, de résiliation de sa collaboration avec la cible à l'initiative de celle-ci ou du cessionnaire<sup>86</sup>.

Le cessionnaire pourra quant à lui désirer, par exemple, que le cédant perde le droit de recevoir son complément de prix, ou voie ce dernier (progressivement) réduit, au cas où le cédant déciderait volontairement de quitter la cible avant l'échéance de la période de transition convenue.

### 3. Périmètre juridique et comptable

27. Le troisième point qui retiendra l'attention de tout rédacteur d'une clause d'*earn-out* sera la définition du périmètre juridique et comptable de celle-ci.

Une société cédée peut en effet avoir plusieurs activités différentes. Elle peut également avoir plusieurs filiales. Les parties veilleront donc toujours à préciser, en fonction de la situation, quelles sont les activités ou les personnes morales dont les « résultats » devront précisément être pris en compte pour le calcul de l'indicateur de performance retenu pour l'*earn-out*.

Lorsque la cible continuera à être exploitée comme une filiale ou une branche d'activité clairement identifiable au sein du cessionnaire, la tâche sera généralement aisée. Lorsque la cible sera fusionnée, scindée ou plus généralement démantelée pour être intégrée dans d'autres activités ou sociétés du cessionnaire, la tâche deviendra toutefois plus complexe.

Les parties seront ainsi parfois contraintes d'aller jusqu'à devoir fixer entre elles des règles d'établissement de comptes *pro forma* pour l'entité cédée<sup>87</sup>, à utiliser exclusivement pour la détermination de l'*earn-out*.

Nous y reviendrons un peu plus en détails ci-après.

28. Dans le même ordre d'idée, les parties devront également veiller à s'accorder sans ambiguïté sur les principes et

méthodes comptables qui seront appliqués pour l'établissement des comptes de l'entité cédée durant la période de référence de l'*earn-out*<sup>88</sup>. Avec toutes les difficultés que cela peut notamment impliquer en cas d'acquisition transfrontalière ou, plus simplement, lorsque cessionnaire et société cible ne sont pas tenues par les mêmes normes comptables (IFRS vs Belgian GAAP p. ex.).

29. Classiquement, en matière de périmètre juridique et comptable, le cédant souhaitera un engagement du cessionnaire de ne pas modifier le périmètre des activités de la société ou, si elle a des filiales, de son périmètre de consolidation, pendant toute la durée de l'*earn-out*.

Pour sa part, le cessionnaire proposera plus souvent des solutions plus souples, afin de conserver de la flexibilité dans sa gestion du développement de la cible et son intégration dans son propre groupe. Il suggérera donc des méthodes – plus ou moins complexes – destinées à permettre de retraiter au besoin les éventuelles modifications de périmètre à intervenir en cours d'*earn-out* afin d'obtenir un résultat comparable à celui qui aurait existé sans elles<sup>89</sup>.

### 4. Gestion de la société

30. Les parties à un *earn-out* discuteront également souvent de la mise en place d'un certain nombre de principes relatifs à la gestion de l'entité cédée au cours de la période de référence de l'*earn-out*.

Le demandeur de ces principes sera traditionnellement le cédant qui désirera s'assurer par-là que les résultats financiers conditionnant le paiement de son complément de prix ne pourront éventuellement être négativement affectés par certaines actions prises par le cessionnaire postérieurement à la cession en cause. Plus rarement, lorsqu'un cédant sera laissé seul – ou quasi seul – aux commandes de l'entreprise cédée, temporairement après la cession, de tels principes pourront toutefois être requis par le cessionnaire.

31. Il serait utopique de vouloir lister ici de manière exhaustive l'ensemble des principes relatifs à la gestion de la société qu'un cédant, ou cessionnaire, pourrait souhaiter voir appliquer en période d'*earn-out*. Essentiellement en raison du fait que ces principes sont souvent intimement liés au type d'indicateur de performance retenu pour l'*earn-out*<sup>90</sup>. Mais également parce que chaque opération est particulière.

<sup>86</sup>. Autrement que pour une faute grave du cédant bien évidemment.

<sup>87</sup>. Distincts de ses comptes annuels ou de ses comptes annuels consolidés dans les cas où, p. ex., les « résultats » dont dépend l'*earn-out* ne correspondent pas à l'ensemble des activités de la cible ou ne sont pas les « résultats » du groupe tel que consolidé.

<sup>88</sup>. Qui seront généralement, mais pas toujours, celles et ceux qui étaient appliqué(e)s par la cible avant son acquisition.

<sup>89</sup>. Pour un exemple de clause proposée par un cessionnaire envisageant une fusion avec la cible postérieurement à son acquisition voy. not.: P. BEAUREGARD et P. VIGNALOU, « Clauses d'*earn-out*: quelques points de vigilance dans leur mise en œuvre », *Acte pratiques et ingénierie sociétariaire*, septembre-octobre 2014, p. 32.

<sup>90</sup>. Le bénéficiaire d'un *earn-out* basé sur la réalisation d'un chiffre d'affaires aura ainsi naturellement moins de risques de gestion susceptible d'affecter son complément de prix à couvrir que le bénéficiaire d'un *earn-out* basé sur le résultat avant impôts.

Nous évoquerons cependant ci-après quelques demandes classiques en la matière.

**32.** Un mécanisme d'*earn-out* impliquant généralement le maintien du cédant dans la gestion de la société, les parties seront bien inspirées de s'accorder dans leur convention sur les grandes lignes de la stratégie à mener par la société durant la période de référence d'*earn-out*.

Idéalement, les parties s'accorderont par exemple sur:

- la politique commerciale à mener;
- les relations intra-groupes entre l'entreprise cédée et le cessionnaire ou les autres sociétés de son groupe;
- les investissements à poursuivre;
- les investissements complémentaires éventuels à réaliser dans l'optique du cessionnaire;
- les recrutements envisagés pour soutenir la croissance attendue;
- les règles de *corporate governance*, qui régiront leurs relations au sein des organes de l'entreprise cédée.

Plus la gestion de la cible sera abandonnée à l'une des parties pendant la période d'*earn-out*, plus la formulation de la politique générale de l'entité cédée aura évidemment tendance à être développée.

**33.** S'il perd le contrôle, le cédant souhaitera également souvent imposer certaines restrictions beaucoup plus fermes au cessionnaire destinées à empêcher ce dernier d'altérer substantiellement la manière dont la société était gérée par le passé.

Le cédant pourra ainsi par exemple souhaiter que le cessionnaire s'interdise de:

- modifier la dénomination sociale de la société, de crainte que cela n'entraîne une perte de clientèle (p. ex. parce que les produits/services du cessionnaire auraient moins bonne réputation);
- déplacer le siège social de la société (p. ex. parce que ce transfert pourrait avoir des conséquences fiscales dommageables pour le cédant);
- modifier l'organisation interne de la société (p. ex. en réduisant les forces de vente);
- supprimer temporairement ou définitivement certaines gammes de produits ou services (p. ex. pour laisser le champ à ses propres produits concurrents);
- s'engager dans de nouveaux types d'activités (p. ex. parce qu'elles seraient plus risquées ou consommatrices de coûts plus importants);
- changer de certains fournisseurs (p. ex. au profit de sociétés du cessionnaire qui pratiqueraient des tarifs plus élevés), ...

Il cherchera à tout le moins à obtenir la garantie que la cible continuera à être gérée par le cessionnaire d'une manière substantiellement similaire à sa gestion antérieure par le cédant. Mais aussi un engagement du cessionnaire de faire ses meilleurs efforts pour continuer à poursuivre le développement et la promotion de la cible.

**34.** Le cédant pourra également souhaiter plus souplement introduire des clauses destinées à se prémunir de certaines conséquences financières négatives potentielles sur son complément de prix susceptibles de découler de certains comportements du cessionnaire (mais sans aller jusqu'à les interdire).

Le cédant s'efforcera ainsi par exemple de se protéger « comptablement » contre certaines augmentations de frais liées à l'intégration de la cible dans le groupe du cessionnaire<sup>91</sup>, les effets potentiels de certaines opérations de restructuration en termes d'atteinte au périmètre ou d'augmentation des charges, certains investissements décidés au-delà des plans d'affaires convenus, ...

Sans être interdits au cessionnaire, leurs effets financiers seront simplement « neutralisés » dans le calcul de l'*earn-out*.

**35.** Comme le fait justement remarquer D. Pralong<sup>92</sup>, le cédant pourrait également se montrer demandeur d'un engagement de non-concurrence souscrit par le cessionnaire aux termes duquel ce dernier s'engagerait à ne pas (a) développer, durant la période d'*earn-out*, d'activités concurrentes à celle de la cible et/ou (b) acquérir d'éventuels autres concurrents de la cible, ce qui serait de nature à affaiblir temporairement ses résultats par des réorientations de clientèle.

Plus modestement, le cessionnaire souhaitera plutôt s'engager plus simplement à faire ses meilleurs efforts en vue de la poursuite du développement de la cible et de ses activités.

## 5. Plancher et plafond

**36.** Lorsque le montant de l'*earn-out* n'est pas un montant fixe mais un montant variable dépendant de performance financière finalement réalisée par la cible, le cessionnaire pourra souhaiter plafonner le montant du complément de prix qu'il pourrait avoir à payer au cédant.

En pratique, l'*earn-out* sera ainsi souvent limité entre 10 et 25% de la valeur estimée de la cible.

Plus la cible réalise des résultats récurrents depuis de nombreuses années, plus la part de l'*earn-out* restera généralement faible dans le prix total d'acquisition. *A contrario*, plus

<sup>91.</sup> Comme p. ex. une harmonisation à la hausse du statut collectif des travailleurs de la cible pour être mis en ligne avec celui des travailleurs du groupe, une politique de répartition au sein de l'ensemble des sociétés du groupe de certains frais de « head office » ou « frais de siège », une politique accrue de recours à des sous-traitants externes plus coûteux dans certains domaines, ...

<sup>92.</sup> D. PRALONG, *o.c.*, p. 11.

les résultats de la cible seront incertains, notamment en raison d'absence de *track-record*, plus la part de l'*earn-out* sera grande.

Pour certaines start-ups, l'*earn-out* convenu pourra ainsi parfois très largement dépasser les pourcentages cités dans la fourchette ci-avant et même devenir la portion majoritaire du prix global.

**37.** De son côté, le cédant prudent souhaitera généralement fixer – particulièrement en cas de cessions échelonnées – un plancher à son complément de prix. Il s'agira dans ce cas généralement d'un prix par action identique à celui payé pour la partie fixe du prix.

## 6. Etablissement des comptes de référence utilisés pour le calcul de l'*earn-out*

**38.** L'une des parties essentielles de toute clause d'*earn-out* sera naturellement la description de la procédure à suivre par les parties pour l'établissement des comptes sur la base desquels celles-ci détermineront si les conditions de l'*earn-out* sont remplies et, le cas échéant, calculeront le montant même de l'*earn-out*.

La procédure suivante, très semblable à ce qui se fait habituellement en matière de clauses plus fréquentes d'ajustement de prix de cession, sera ainsi généralement suivie :

- une des parties sera chargée d'établir, au plus tard dans un certain délai, un projet de comptes destiné à permettre de constater la réalisation ou non des conditions de l'*earn-out* et, le cas échéant, un projet de calcul du montant de l'*earn-out* fondé sur ce projet de comptes;
- ces projets de comptes et de calcul seront communiqués à l'autre partie qui disposera d'un certain délai d'observations à compter de leur réception, soit pour les approuver, soit pour faire valoir ses éventuelles observations à leur propos; dans ce cas;
- si la partie réceptrice marque son accord sur les projets – ou ne formule pas d'observations à leur propos – dans le délai d'observation qui lui est imparti, ces projets deviendront définitifs et l'*earn-out* sera payé en fonction;
- si la partie réceptrice formule des observations sur les projets reçus dans le délai d'observation, les parties entameront de bonne foi des discussions pendant un nouveau délai fixé pour tenter de parvenir à un accord conjoint sur les projets de comptes et de calcul;
- si les parties parviennent à un tel accord dans le délai imparti, les projets de comptes et de calcul ainsi arrêtés

conjointement deviendront définitifs et l'*earn-out* sera payé en fonction;

- si les parties ne parviennent pas à un tel accord dans le délai imparti, les comptes et le calcul de l'*earn-out* seront établis par un tiers agissant conformément à l'article 1592 du Code civil sur la base des principes et méthodes comptables en principe convenu(e)s entre les parties.

**39.** A propos de la désignation du tiers-expert qui sera appelé à trancher en dernier ressort toute éventuelle divergence des parties quant aux comptes ou au calcul de l'*earn-out*, les parties s'accorderont généralement d'avance sur l'identité de celui-ci. Par prudence, elles s'accorderont ainsi sur une liste de plusieurs tiers-experts possibles (avec ou sans ordre de préférence) pour pallier toute éventuelle indisponibilité ou refus d'intervenir de l'un d'entre eux. Par prudence toujours, elles prévoient qu'en cas d'indisponibilité ou de refus d'intervention de tous les experts convenus, un tiers-expert sera désigné par le tribunal compétent en la matière à la requête de la partie la plus diligente.

Rappelons pour être complet que dans un tel cas, le tiers-expert n'interviendra ni comme arbitre au sens des articles 1676 et s. du Code civil, ni comme expert au sens des articles 962 et s. du Code civil<sup>93</sup>.

Il sera, selon la meilleure doctrine, considéré comme ayant reçu un mandat des parties pour fixer le prix<sup>94</sup>. En conséquence, le prix qu'il déterminera liera les parties et sera en principe définitif<sup>95</sup>.

**40.** A côté de la procédure d'établissement des comptes de référence de l'*earn-out* et de sa note de calcul, le cédant demandera de surcroît souvent à se voir reconnaître, par le cessionnaire et/ou la cible, un droit étendu à l'information, similaire à celui d'un commissaire, concernant la cible et/ou le cessionnaire (selon les cas) pour pouvoir suivre de manière régulière l'évolution financière de la cible au cours de la période de référence de l'*earn-out*.

La communication de rapports financiers sur une base régulière pourra notamment aussi être prévue et organisée dans ce contexte.

## 7. Garantie de l'exécution de l'*earn-out*

**41.** Le cédant souhaitera dans certains cas s'assurer de la réception effective du paiement du complément de prix en cas de réalisation des objectifs financiers convenus dans l'*earn-out*.

<sup>93</sup> D. LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions. Analyse juridique et conseils pratiques de rédaction*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 2009, n° 234 et les références citées.

<sup>94</sup> L. SIMONT, « Contribution à l'étude de l'article 1592 du Code civil », in *Mélange offert à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 269; DE PAGE, *Traité*, 4<sup>e</sup> éd., t. IV, p. 98.

<sup>95</sup> Sauf quelques cas exceptionnels, dont notamment les cas d'erreur manifeste ou de dol, à propos desquels nous renvoyons pour plus de détails à DE PAGE, *o.c.*, p. 98.

Comme le souligne D. Pralong<sup>96</sup>, tel sera notamment le cas lorsque la solvabilité du cessionnaire semble fragile.

Mais également parfois lorsque le cessionnaire bénéficie d'une solvabilité notoire et dispose, en conséquence, manifestement de larges moyens pour se lancer dans de longues contestations éventuelles.

42. Plusieurs solutions s'offriront au cédant pour atteindre son objectif, dont principalement:

- la délivrance d'une garantie bancaire à première demande (ou non) de la part du cessionnaire;
- la mise en place d'un compte de séquestre, ou *escrow account*, sur lequel tout ou partie du montant approximatif de l'*earn-out* envisagé sera versé; ou
- l'octroi d'un gage par le cessionnaire sur une partie des titres cédés.

L'instauration des deux premiers types de sûreté annulera en tout ou en partie l'effet de « crédit-vendeur » conféré par le mécanisme d'*earn-out*. Le cessionnaire qui comptait bénéficier d'un tel effet s'y opposera donc habituellement.

La mise en place du troisième type de sûreté pourra également poser problème, notamment lorsque le cessionnaire aura été contraint de recourir à de l'endettement externe pour financer son acquisition. Dans un tel cas, la banque finançant l'opération exigera en effet très souvent elle-même un gage sur les titres cédés, en sorte que le cédant ne pourra plus bénéficier, le cas échéant, que d'un gage de second rang. En cas de défaut de paiement du complément de prix, le cédant se retrouvera en outre soit dans une situation de devoir vendre les titres gagés une deuxième fois, soit de se les approprier et de devenir associé minoritaire du cessionnaire.

43. L'octroi de certaines sûretés par la cible pourra théoriquement également être envisagé. Mais se posera dans un tel cas inévitablement le problème de leur (in)compatibilité avec les principes applicables en matière d'assistance financière prévus par le Code des sociétés<sup>97</sup>.

## F. COMPTABILISATION DES CLAUSES D'EARN-OUT EN IFRS

46. Sans entrer dans le détail, rappelons que le recours à un mécanisme d'*earn-out* par un cessionnaire soumis aux normes IFRS suscitera certaines complexités de comptabilisation de l'opération dans son chef.

Ce cas de figure rare ne sera en tout cas envisageable que lorsque la cible dispose de bénéfices distribuables suffisants au sens de l'article 617 du Code des sociétés<sup>98</sup>.

### 8. Interactions entre *earn-out* et déclarations et garanties du cédant

44. Le rédacteur d'un *earn-out* sera enfin attentif aux possibles interactions entre sa clause et les déclarations et garanties qui seraient par ailleurs demandées par le cessionnaire au cédant dans le cadre de l'opération.

Comme le soulignent justement P. Beauregard et F. Vignalou<sup>99</sup>, la survenance d'un même événement (comme p. ex. la matérialisation d'un litige non révélé ou insuffisamment provisionné) peut (a) donner lieu à une indemnisation au titre de la garantie d'actif et de passif et (b) entraîner la dégradation de l'un des agrégats de référence au titre de l'*earn-out* lorsque des soldes intermédiaires de gestion relatifs à l'exploitation sont visés, compte tenu de l'effet de décalage entre sa date de survenance et sa date de comptabilisation.

Le cédant pourrait ainsi – à défaut de clause contraire adéquate – subir une forme de « double peine ».

45. Toujours au titre des interactions possibles, le cessionnaire qui bénéficie de déclarations et garanties conférées par le cédant à l'occasion de la cession de la cible pourra éventuellement souhaiter que son *earn-out* serve de mécanisme de « garantie de sa garantie ».

Pour ce faire, le cessionnaire veillera à préciser, dans la convention de cession ou d'*earn-out* relative à la cible, que toutes les sommes dont il pourrait éventuellement être redevable envers le cédant en application de l'*earn-out* seront, ou pourront être, directement compensées avec tous les montants éventuels dont le cédant lui deviendrait, le cas échéant, redevable en raison de violation de ses déclarations et garanties.

Pour rappel, la norme IFRS 3 (« *Regroupement d'Entreprises* ») a en effet été révisée profondément en 2009 pour améliorer la pertinence, la fiabilité et la comparabilité de l'information que fournit dans ses états financiers une entité présentant les états financiers relatifs à un regroupement d'entreprises et à ses effets.

<sup>96</sup>. D. PRALONG, *o.c.*, p. 8.

<sup>97</sup>. En ce qui concerne les sociétés anonymes, les sociétés privées à responsabilité limitée et les sociétés coopératives à responsabilité limitée.

<sup>98</sup>. Les nouvelles dispositions du Code des sociétés en matière d'assistance financière entrées en vigueur depuis 2009 exigeant en effet désormais que les sommes effectuées par une cible à une assistance financière soient susceptibles d'être distribuées conformément à l'art. 617 C. soc. et que soit inscrite au passif du bilan de la société une réserve indisponible d'un montant correspondant à l'aide financière totale.

<sup>99</sup>. P. BEAUREGARD et P. VIGNALOU, « Clauses d'*earn-out*: quelques points de vigilance dans leur mise en œuvre », *Acte pratiques et ingénierie sociétaire*, septembre-octobre 2014, p. 32.

47. Sous l'ancienne norme IFRS 3, les compléments de prix conditionnels – dont l'*earn-out* – devaient être inclus dans le coût d'acquisition uniquement lorsque leur paiement était probable et qu'il était possible d'en évaluer de manière fiable le montant. Les ajustements ultérieurs affectaient ensuite, sans limitation dans le temps, le *goodwill* comptabilisé à l'occasion de l'acquisition.

Depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle norme IFRS 3 R, les compléments de prix convenus lors d'une acquisition doivent désormais, même s'ils ne sont qu'éventuels, être inclus dans le coût d'acquisition<sup>100</sup> à leur juste valeur à la date d'acquisition (IFRS 3, § 39). La valeur d'un *earn-out* n'étant pas certaine, mais conditionnée à la réalisation de certains objectifs financiers, elle devra donc faire l'objet d'une évaluation basée sur un coefficient de probabilité<sup>101</sup>.

Ce type d'évaluation impliquera par essence des corrections ultérieures de cette juste valeur (IFRS 3, § 45). Pendant la « période d'évaluation » de maximum 12 mois à compter de la date de prise de contrôle ces variations seront ainsi enregistrées soit :

- en contrepartie du *goodwill*, lorsqu'elles résultent de nouvelles informations collectées permettant d'affiner l'évaluation à la date de contrôle; ou
- en résultat, lorsqu'elles découlent de nouveaux éléments intervenus depuis la prise de contrôle.

Au-delà de la période d'évaluation, elles devront ensuite nécessairement être comptabilisées en résultats de l'exercice (IFRS 3, § 50). Avec pour conséquence potentielle une volatilité accrue des résultats post-cession de la cible, dont le cédant pourrait être inspiré de souhaiter se prémunir selon l'indicateur de performance retenu pour son *earn-out*...

## G. CONCLUSION

La validité des clauses d'*earn-out* en droit belge paraît aujourd'hui acquise, pour autant que leur rédacteur veille simplement à respecter quelques règles élémentaires du droit des obligations et des sociétés.

L'intérêt de telles clauses en matière de cession et acquisition d'entreprises est également évident. Tout particulièrement dans les situations de climat économique difficile où, comme le disent les financiers, un euro vaut plus cher que durant les périodes fastes.

Elles permettront, dans de nombreux cas, de combler l'écart d'appréciation quant au potentiel de développement futur d'une entreprise qui persiste parfois entre un vendeur et un acquéreur au terme d'une longue négociation financière.

Le risque généralement perçu par les vendeurs lié à la complexité des clauses d'*earn-out*, et l'insécurité juridique qu'elles sont par conséquent susceptibles de générer, a été surmonté depuis longtemps dans les pays anglo-saxons. L'usage de plus en plus fréquent des clauses d'*earn-out* en France démontre en outre que ces appréhensions devraient aussi pouvoir être dépassées chez nous.

Certes l'*earn-out* a la réputation d'être un instrument risqué, mais n'est-ce pas le cas de beaucoup d'autres mécanismes juridiques dans une matière que l'on appelle souvent – tout en l'oubliant aussitôt parfois – les opérations de capital à risque?

<sup>100</sup>. A moins que sur la base de certains critères fournis dans la norme IFRS 3 R, il n'apparaisse en réalité comme étant un paiement effectué en rémunération de services futurs rendus par le cédant à la cible. Tel devrait p. ex. notamment être le cas lorsque le complément de prix ne serait plus payé en cas de départ du cédant/salarié (MAZARS, *Regroupement d'entreprises et consolidation. L'essentiel des nouvelles normes en 40 questions/réponses*, CAH 16, 10/08, p. 19, n° 16). Voir égal. à ce propos X. PAPER, « L'*earn-out*, une solution tentante mais délicate: 'Les implications fiscales et comptables' », *Option Finance*, n° 1035, 29 juin 2009, p. 22.

<sup>101</sup>. Une solution à cet égard consistera à recourir à la célèbre formule de *Black & Scholes* développée pour la valorisation des options, afin d'estimer la probabilité de déclenchement du paiement de l'*earn-out* en recherchant la variable N (d2). Une autre solution consistera à recourir à la technique dite de Monte-Carlo pour simuler différents scénarios d'évolution possible de l'indicateur de performance ou d'exploitation retenu comme condition du paiement de l'*earn-out* et d'en calculer ensuite la probabilité d'occurrence. Une approche binomiale pourrait également être envisagée.