

ELEMENTS DE REFLEXION SUR LES OPERATIONS DE M&A EN FRANCE POST COVID-19

Auteurs : Caroline Ledoux, Guilain Hippolyte et Charlotte Grolimund
28 May 2020

Table des matières

Quel impact sur le calendrier d'une opération ?	1
1 Quel impact sur la durée de l'engagement d'exclusivité et de confidentialité ?	1
2 Quel impact sur la durée de l'audit ?	1
3 Quel impact sur la date butoir (ou « <i>long stop date</i> ») ?	1
Quel impact pour les étapes pré « <i>signing</i> » ?	2
4 Quel impact quant à la valorisation de la société-cible ?	2
5 Quel impact quant à l'audit juridique de la société-cible ?	2
6 Quel impact sur le financement de l'opération ?	3
Quel impact pour la documentation contractuelle ?	3
7 Quel impact sur la valorisation de la société-cible ?	3
8 Quel impact sur le contenu des déclarations et garanties données par le vendeur ?	3
9 Quel impact sur la garantie de la garantie d'actif et de passif ?	4
10 Quel impact sur l'assurance de garantie d'actif et de passif (dite « <i>Warranty & Indemnity insurance</i> ») ?	4
11 Quel impact sur les conditions suspensives ?	4
12 Quel impact sur la « <i>MAC Clause</i> » ?	4
13 Quel impact pour les évènements intervenant durant la période intérimaire ?	4

La pandémie dite « COVID-19 » a démontré sa capacité à se propager rapidement, entraînant des implications majeures à court et à long terme pour les entreprises de droit public et de droit privé, confrontées à des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement, à la fermeture des bureaux et des magasins, à la réduction des dépenses de consommation et à d'autres problèmes de logistique et plus généralement de projection de leur activité à court et moyen terme.

Ces problématiques, ainsi que les obligations de confinement, les restrictions des voyages, la volatilité des marchés financiers et l'incertitude générale ont eu et continueront d'avoir un impact sur les opérations de fusions-acquisitions dans le monde entier. Il n'est cependant pas à douter que les opérations de fusions-acquisitions reprendront. Par ailleurs, la nécessité de préparer un monde post COVID-19, en accélérant la recherche d'économies d'échelles et de synergies conduira de nombreuses entreprises à mettre en œuvre des rapprochements stratégiques ainsi que des opérations de réorganisation internes.

En conséquence, se pose la question des considérations devant être prises en compte par les acquéreurs et les vendeurs dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions en France post COVID-19.

Quel impact sur le calendrier d'une opération ?

Toutes les étapes d'une opération de fusion-acquisition seront potentiellement impactées et ralenties, avec notamment les exemples suivants :

1. Quel impact sur la durée de l'engagement d'exclusivité et de confidentialité ?

Ces derniers, habituellement négociés dans le cadre de la lettre d'offre, ont usuellement une durée variant de douze (12) à vingt-quatre (24) mois. En fonction des spécificités de l'opération, le calendrier de cette dernière pourra potentiellement être ralenti par les effets de la pandémie ; en conséquence, les durées des engagements d'exclusivité et de confidentialité devront être allongés afin de mieux protéger les parties et d'assurer la pérennité des discussions sur l'opération.

2. Quel impact sur la durée de l'audit ?

La collecte des informations nécessaires à la construction d'une « *data room* » ainsi que l'organisation de visites sur site et de rencontres avec le management de la société-cible seront plus lentes à mettre en œuvre afin de se conformer aux nouvelles normes d'hygiène, de sécurité et de distanciation sociale et afin de prendre en compte le fait que de nombreux salariés, le management de la société-cible ainsi que les responsables opérationnels tant chez l'acquéreur que chez le vendeur seront en télétravail (en France ou à l'étranger).

3. Quel impact sur la date butoir (ou « *long stop date* ») ?

Cette dernière a toujours varié selon la complexité et le nombre de conditions suspensives à satisfaire. Néanmoins, les conséquences du COVID-19 auront nécessairement pour effet d'allonger cette date afin de permettre au vendeur d'avoir le temps de remplir toutes les conditions suspensives : la satisfaction de certaines conditions suspensives dépendront notamment de la fin de la suspension des délais décidée par le

gouvernement, de l'obtention de la mainlevée de sûretés existantes, l'accord du Ministère de l'Economie et des Finances dans le cadre d'un contrôle des investissements étrangers en France ou bien encore de l'accord de l'Autorité de la Concurrence dans le cadre d'un contrôle des concentrations.

Quel impact pour les étapes pré « *signing* » ?

4. Quel impact quant à la valorisation de la société-cible ?

Cette étape de l'opération, usuellement mise en œuvre par les équipes financières de l'acquéreur et du vendeur ainsi que par les conseillers financiers, sera impactée par la pandémie. Les questions suivantes devront notamment se poser :

- Quel impact la pandémie a-t-elle eu sur la trésorerie et sur le besoin en fonds de roulement de la société-cible ?
- Quels sont les résultats de la société-cible pendant la période où la pandémie a sévi (et plus généralement pendant l'année 2020) ?
- Quelle est la variation des principaux éléments de valorisation financière entre 2019 et 2020 ?
- Le plan d'affaires (ou « *business plan* ») de la société-cible a-t-il été mis à jour à la suite des premiers effets liés à la pandémie ?
- Comment la société-cible a-t-elle financé son activité (des moratoires sur des prêts ont-ils été accordés ?) ?
- La société-cible a-t-elle bénéficié de prêts de la BPI ou de régions ?
- Quelle est la capacité de la société-cible à résister à une baisse de trésorerie ?
- Quand un retour à la normal en termes opérationnel est-il attendu ?
- Quelle était la tendance des résultats de la société-cible avant la crise ?
- Quel est la capacité de résilience de la société-cible sur son marché par rapport à ses concurrents ?

5. Quel impact quant à l'audit juridique de la société-cible ?

De façon générale, les intervenants à l'opération devront être attentifs à tout changement des lois ou des règlements, pris en conséquence de la pandémie et à la manière dont ces changements auront eu un impact sur les opérations en cours (ainsi que la conformité de la société-cible auxdits changements).

Quelques points d'attention, détaillés ci-dessous, pourront faire l'objet d'une attention accrue post-COVID-19 :

- **Employés**
 - Quel est le pourcentage de salariés de la société-cible mis au chômage partiel et pour quelle durée ?
 - Quels installations / entrepôts / usines / magasins / bureaux de la société-cible ont été fermés et pour quelle durée ?
 - Est-il envisagé de licencier des employés dans le futur proche du fait d'une baisse d'activité résultant de la pandémie ?
 - Comment la société-cible a-t-elle assuré et compte-t-elle préserver la sécurité de ses employés ? Quelles sont les relations avec les salariés et avec les instances représentatives du personnel ? La sécurité au travail a-t-elle été remise en question ?
- **Contrats commerciaux**
 - Quels sont les effets prévus de la pandémie sur les opérations commerciales ?
 - Des difficultés logistiques ont-elles été rencontrées ? Comment ont-elles été surmontées ?
 - Quelles ont été les conséquences de la pandémie sur les contrats conclus avec les clients et les fournisseurs ? Des résiliations ont-elles été mises en œuvre ? Des délais de paiement ont-ils été demandés ou accordés ? Les fournisseurs ont-ils été en mesure de poursuivre leurs activités et de

fournir les services ou biens demandés ? Les contrats liant la société-cible avec les clients et fournisseurs contiennent-ils des clauses particulières (notamment de force majeure, imprévision ou MAC, etc.) ?

- Quelle est la part du chiffre d'affaires provenant de l'étranger ? De quels pays provient-il ? Quelle est la part des fournisseurs localisés à l'étranger ? Existe-t-il des risques de rupture de la chaîne d'approvisionnement ? L'enjeu est de saisir le contexte géopolitique des opérations de la société-cible ainsi que les dépendances et risques commerciaux pesant sur cette dernière.
- **Assurances**
 - Quelles sont les termes et conditions des polices d'assurance de la société-cible dans le cadre de pertes d'exploitation ?
- **Systèmes d'information**
 - Les systèmes d'information ont-ils encaissé le choc du passage au télé travail des salariés de la société-cible ? La sécurité des systèmes informatiques a-t-elle été maintenue pendant cette période ?
- **Conformité**
 - Quels sont les protocoles de gestion des risques ? Sont-ils conformes aux diverses réglementations en vigueur post COVID-19 ?

Le vendeur devra prendre en compte les besoins de l'acquéreur (et prêteurs ou assureurs associés à l'opération) et recueillir de manière préventive les informations/données appropriées qui seront demandées.

6. Quel impact sur le financement de l'opération ?

Il est à prévoir que l'octroi d'un financement se fera dans des conditions plus difficiles qu'usuellement et que la santé financière de la société-cible ainsi que celle de l'emprunteur feront l'objet d'un examen approfondi. L'utilisation de garants et/ou de sûretés est appelée à se développer.

Quel impact pour la documentation contractuelle ?

7. Quel impact sur la valorisation de la société-cible ?

La valeur d'entreprise repose généralement sur une estimation des revenus et bénéfices futurs et un état de l'endettement de la société-cible. Il paraît délicat à l'heure actuelle d'estimer l'impact à court et à long terme de la pandémie sur de tels éléments, mais certains mécanismes juridiques pourront être utilisés pour sécuriser les transactions :

- Un ajustement post-*closing* du prix d'acquisition permettra de prendre en compte la variation des éléments comptables et financiers de la société-cible à la date de réalisation de l'opération.
- Un « *earn out* » permettra également à l'acquéreur de conditionner le paiement d'un complément de prix à la réalisation de certains objectifs de performance postérieurement à la clôture de l'opération, tout en encourageant ainsi le vendeur à atteindre ces objectifs.
- Afin d'encadrer une variation trop importante du prix entre la date de signature et la date de réalisation de l'opération, les parties pourront également convenir de clauses « tunnel », permettant une variation progressive à la hausse ou à la baisse du prix d'acquisition en fonction de la variation du chiffre d'affaires (ou d'autres paramètres) au sein de fourchettes d'écart convenues entre les parties.

Les mécanismes dits de « *locked-box* », lesquels ne permettent pas de prendre en compte les fluctuations de la trésorerie depuis la clôture des comptes de référence jusqu'à la date de réalisation de l'acquisition seront sans doute délaissés pour un temps.

8. Quel impact sur le contenu des déclarations et garanties données par le vendeur ?

Il paraît vraisemblable que les déclarations et garanties fassent l'objet de discussions plus soutenues encore ; en particulier, les dispositions afférentes à l'absence de changement significatif, aux relations avec les clients et les fournisseurs, à l'exactitude et à la sincérité des états financiers, à la qualité des relations avec les salariés, etc.

En outre, le vendeur sera sans doute plus réticent à réitérer les déclarations et garanties au « *closing* », compte-tenu des incertitudes macro-économiques.

9. Quel impact sur la garantie de la garantie d'actif et de passif ?

Usuelle dans les opérations où les vendeurs sont des personnes physiques ou des personnes morales avec une surface financière limitée, la garantie de la garantie d'actif et de passif devrait voir son utilisation s'étendre à des vendeurs institutionnels pour fournir un confort additionnel à l'acquéreur.

Par ailleurs, il est à gager que les séquestres emportant rétention de tout ou partie du prix d'acquisition en garantie de la garantie d'actif et de passif verront également leur utilisation augmenter.

10. Quel impact sur l'assurance de garantie d'actif et de passif (dite « *Warranty & Indemnity insurance* ») ?

Cette assurance est devenue plus courante dans le paysage des fusions-acquisitions. Post COVID-19, il est néanmoins attendu que ces polices n'apportent pas nécessairement une solution à la crise : les impacts de la crise étant déjà en partie connus, il y a fort à parier qu'ils seront exclus de la couverture de la police d'assurance.

Une augmentation des souscriptions de polices d'assurance dites « homme-clé » pourrait également avoir lieu.

11. Quel impact sur les conditions suspensives ?

Comme indiqué précédemment, il est à anticiper que le calendrier des transactions soit ralenti pendant la période actuelle.

Il sera de bon ton de prévoir une période plus longue entre « *signing* » et « *closing* ». Il faudra également que les conséquences (répartition des coûts) relatives à la non-réalisation d'une condition suspensive soient prévues.

12. Quel impact sur la « *MAC Clause* » ?

La « *MAC clause* » fixe les conditions permettant de mettre un terme à une opération entre « *signing* » et « *closing* », en cas de survenance d'un événement susceptible d'impacter de façon significative et défavorable la situation de la société-cible.

On exclut usuellement du champ de la *MAC clause* les événements impactant indistinctement tous les secteurs d'activités et / ou zones géographies confondus pour privilégier les risques circonstanciés afférents à la société-cible (par exemple : perte d'une autorisation d'exploitation, perte de contrats clients représentant une part substantielle du chiffre d'affaires ou encore incendie d'un site).

Dans un contexte COVID-19 :

- Le vendeur souhaitera exclure du périmètre de cette clause les effets des pandémies ou autres événements affectant la santé publique nationale ou internationale. Une telle demande apparaît acceptable pour autant que l'exclusion soit limitée aux événements n'ayant pas d'effets disproportionnés sur la société-cible au regard de son secteur d'activité ou de son implantation géographique.
- Les rédacteurs s'évertueront à qualifier et objectiver les conséquences des changements défavorables en les exprimant à l'aune de critères quantitatifs (diminution en pourcentage du chiffre d'affaires ou du BAI) ou qualitatif (rupture d'une chaîne d'approvisionnement entraînant une incapacité totale ou partielle de la production).

13. Quel impact pour les événements intervenant durant la période intérimaire ?

Le vendeur s'engage usuellement à poursuivre l'exploitation de la société-cible « dans le cours normal des affaires » ou « en bon père de famille », conformément aux pratiques antérieures, à maintenir de bonnes relations avec leurs employés, clients, fournisseurs et autres associés, et à préserver leur structure commerciale, leurs biens, leurs équipements, *etc.*

Dans le contexte COVID-19 :

- Cette formulation devra être adaptée afin de tenir compte du fait que les autorités publiques pourront mettre en place des mesures spécifiques ne permettant pas au vendeur de poursuivre l'exploitation de la société-cible comme précédemment. Il sera essentiel d'intégrer des exceptions à ce concept,

permettant au vendeur de réagir à des événements imprévus sans déclencher une violation des engagements relatifs à la gestion des affaires pendant la période intérimaire.

- Dans la mesure où les engagements pendant la période intérimaire peuvent également prendre la forme de « *negative covenants* », il est probable que l'acquéreur ne souhaitera pas que le vendeur puisse octroyer des délais de paiement, des remises, ristournes et signer des accords transactionnels sans son accord préalable durant la période intérimaire.

** ** *

Reed Smith is a dynamic international law firm, dedicated to helping clients move their businesses forward.

Our long-standing relationships, international outlook, and collaborative structure make us the go-to partner for speedy resolution of complex disputes, transactions, and regulatory matters.



This document is not intended to provide legal advice to be used in a specific fact situation; the contents are for informational purposes only. "Reed Smith" refers to Reed Smith LLP and related entities. © Reed Smith LLP 2020

- ABU DHABI
- ATHENS
- AUSTIN
- BEIJING
- BRUSSELS
- CENTURY CITY
- CHICAGO
- DALLAS
- DUBAI
- FRANKFURT
- HONG KONG
- HOUSTON
- KAZAKHSTAN
- LONDON
- LOS ANGELES
- MIAMI
- MUNICH
- NEW YORK
- PARIS
- PHILADELPHIA
- PITTSBURGHPRINCETON
- RICHMOND
- SAN FRANCISCO
- SHANGHAI
- SILICON VALLEY
- SINGAPORE
- TYSONS
- WASHINGTON, D.C.
- WILMINGTON

reedsmith.com