

LES OPERATIONS DE M&A A L'EPREUVE DU COVID-19

Les opérations de M&A ne sont pas immunisées face à la crise sanitaire actuelle. Au contraire, la pandémie a pour effet de remettre en cause l'équilibre et l'économie de ces opérations ; la prudence des acheteurs leur imposant donc souvent soit de reporter les opérations envisagées soit d'y renoncer.

Les deals en cours feront donc l'objet de négociations ardues entre les parties, le vendeur souhaitant typiquement maintenir l'opération au prix convenu face à un acheteur plus réticent.

Ces négociations entraineront nécessairement, et quelque soit leur résultat, des ajustements dans la structuration juridique de l'opération dans toutes ses étapes : (I) les pourparlers, (II) la signature d'un contrat de cession ou d'une promesse, (III) l'étape intermédiaire, et (IV) le *closing*.

SOMMAIRE

I. L'ETAPE DES POURPARLERS	1
A. LA POURSUITE DES POURPARLERS	1
A. LES LETTRES D'INTENTION	1
B. LA REALISATION DES AUDITS	1
B. LA RUPTURE DES POURPARLERS	1
II. LA SIGNATURE DU CONTRAT DE CESSION OU D'UNE PROMESSE	2
A. LA RUPTURE DU CONTRAT	2
A. LA FORCE MAJEURE	2
B. L'IMPREVISION	3
C. L'EXCEPTION D'INEXECUTION	3
B. LES PROTECTIONS A METTRE EN PLACE	4
A. LES ASSURANCES	4
B. LA CLAUSE D'EVENEMENTS SIGNIFICATIFS DEFAVORABLES	4
C. LA NEGOCIATION DU PRIX	5
D. LA NEGOCIATION DE LA GARANTIE D'ACTIF ET DE PASSIF	5
III. LA PERIODE INTERMEDIAIRE	6
A. LA LEVEE DES CONDITIONS SUSPENSIVES	6
B. LA DATE BUTOIR	6
IV. LE CLOSING	6

I. L'étape des pourparlers

Il s'agit ici des premiers échanges entre un vendeur et un acheteur potentiels leur permettant d'échanger et de se faire un premier avis sur la faisabilité de l'opération et son coût éventuel.

En pratique, cette étape peut être concrétisée par (i) une lettre d'intention de la part de l'acheteur potentiel, (ii) une obligation de confidentialité et (iii) la mise en place des audits.

A. La poursuite des pourparlers

a. Les lettres d'intention

La lettre d'intention (la « **LOI** ») permet à l'acheteur potentiel de faire connaître son intérêt au vendeur pour l'achat de ses actions, parts sociales, son fonds de commerce, etc. Il s'agit en réalité d'une invitation à entrer en pourparlers.

Elle prévoit généralement une clause d'exclusivité par laquelle le vendeur s'engage à ne pas discuter avec d'autres acheteurs potentiels, pendant une période donnée. Ce délai étant notamment en partie destiné à la réalisation des audits.

Pour répondre au besoin de sécurité juridique, le conseil doit toujours s'assurer, formellement, que le caractère non engageant de la LOI est non équivoque, au risque d'engager définitivement les parties de réaliser l'opération.

b. La réalisation des audits

Les audits, ou *due diligence*, sont une étape clé dans les opérations de M&A en ce qu'elles permettent *in fine* à l'acheteur potentiel de déterminer les risques afférents à l'opération. Le résultat de ces audits permettra également de négocier et fixer le prix de vente.

En période de pandémie, cette étape devra être ajustée en fonction du contexte. Ainsi plusieurs points devront faire l'objet d'une attention toute particulière :

- (i) **concernant les contrats** : existe-t-il des clauses de force majeure et d'imprévision ? Si oui, sont-elles invocables par les cocontractants ? Les fournisseurs sont-ils à même de poursuivre leurs engagements ?
- (ii) **concernant les assurances** : couvrent-elles les pertes d'exploitation pour pandémie ?
- (iii) **concernant les autorisations administratives** : le cas échéant, les autorités compétentes sont-elles à même de délivrer ou de renouveler de telles autorisations ? Si oui, dans quels délais ?

B. La rupture des pourparlers

Alors même qu'aucun contrat n'a été signé, une rupture des pourparlers en raison du COVID-19 ne peut être réalisée à la légère.

L'article 1112 du Code civil dispose en effet que si la rupture des pourparlers est en principe libre, elle doit néanmoins respecter l'**obligation de bonne foi**.

Dès lors, l'acheteur en ce qu'il souhaite mettre fin aux pourparlers en raison des incertitudes liées au COVID-19, devra le faire **sans faute**.

L'appréciation de cette faute est fonction de l'avancée des discussions. En effet, une rupture des pourparlers sera plus facilement justifiée si aucune LOI n'a encore été signée et/ou qu'aucun audit n'a été réalisé.

La faute résulterait en réalité d'un changement brutal d'attitude traduisant une intention de nuire ou une mauvaise foi (Cour de cassation, chambre commerciale, 23 novembre 2003) de la part de l'acheteur qui se retirerait de l'opération. En d'autres termes, il ne faut pas avoir laissé espérer le vendeur fictivement quant à la faisabilité du *deal*.

En pratique, le COVID-19 semble constituer une raison valable pour mettre fin à des pourparlers mais devra être invoqué avec prudence d'autant plus si vos négociations (i) sont suffisamment avancées et (ii) se sont poursuivies après le 12 mars 2020, date de l'annonce de la « guerre sanitaire » par le Président de la République, Emmanuel Macron, sans que vous n'ayez fait part du moindre doute sur la viabilité de l'opération.

Si une faute est caractérisée, la partie lésée pourra engager la responsabilité de la partie fautive et obtenir des dommages-intérêts correspondant notamment au remboursement des frais exposés durant les négociations.

II. La signature du contrat de cession ou d'une promesse

L'article 1103 du Code civil dispose que « *les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits* ». Ainsi, la signature d'un contrat de cession ou d'une promesse engage son signataire à l'exécuter.

Concernant les promesses d'achat / de vente, s'agissant d'un acte unilatéral, une seule partie s'engage, l'autre ayant toute latitude pour lever ou non l'option issue de cette promesse. Ainsi, **une révocation de la promesse par le promettant dans le délai d'option n'empêcherait « pas la formation du contrat promis »** (article 1124 du Code civil).

S'agissant de toute opération signée (qu'il s'agisse d'une promesse ou d'un contrat de cession), il conviendra de faire attention aux motifs de rupture invoqués afin de ne pas engager votre responsabilité(A). Au contraire, si vous souhaitez poursuivre vos rapports contractuels, certaines protections peuvent également être mises en place (B).

A. La rupture du contrat

Le droit commun prévoit des instruments juridiques permettant de suspendre, voir résoudre, un contrat tel qu'un contrat de cession.

a. La force majeure

L'article 1218 alinéa 1 du Code civil dispose qu'« *il y a force majeure en matière contractuelle lorsqu'un événement échappant au contrôle du débiteur, qui ne pouvait être raisonnablement prévu lors de la conclusion du contrat et dont les effets ne peuvent être évités par des mesures appropriées, empêche l'exécution de son obligation par le débiteur* ».

Si les conditions d'imprévisibilité, d'irrésistibilité et d'extériorité telles que plus amplement décrites dans notre article consacré à « la force majeure au temps de la crise

sanitaire du COVID-19 »¹ sont remplies, vous pourrez obtenir soit la suspension de vos obligations, soit en cas de pérennité de la situation, la résolution du contrat.

Attention, d'une part, une résolution injustifiée du contrat pourrait entraîner le versement de dommages-intérêts et d'autre part, la jurisprudence ne reconnaît pas la force majeure pour justifier la suspension d'une obligation de paiement d'un prix.

b. L'imprévision

L'article 1195 Code civil dispose que « *si un changement de circonstances imprévisibles lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation* ».

Plusieurs conditions doivent donc être remplies :

- (i) **un « *changement de circonstances imprévisible au moment de la conclusion du contrat* »** : cette imprévisibilité se rapproche ici de la condition nécessaire pour invoquer la force majeure. Face au COVID-19, la date à laquelle la pandémie n'est plus un changement de circonstances imprévisible reste en suspens. Une chose est sûre, un contractant ne pourra invoquer l'imprévision au motif du COVID-19 pour tout contrat conclu postérieurement à l'allocation du Président de la République, Emmanuel Macron, le 12 mars 2020 ;
- (ii) **ce changement « *rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie* »** : il pourra s'agir ici d'un prix de vente bien supérieur à l'état et à la rentabilité de l'entreprise telle qu'impactée par le COVID-19. La difficulté est ici de caractériser l'excessivité qui semble devoir s'appréhender objectivement et non au regard des capacités du débiteur ; et
- (iii) **cette partie ne doit pas avoir « *accepté d'en assumer le risque* »** : en effet et alors même que les conditions de l'imprévision pourraient être remplies, pensez à vérifier si votre contrat de cession ne prévoit, ni expressément ni tacitement, son exclusion pour l'opération visée.

Si les conditions sont remplies, vous pouvez solliciter votre cocontractant afin d'obtenir (i) une renégociation du contrat, (ii) une résolution du contrat, ou (iii) une saisine du juge qui adaptera le contrat selon ses termes.

En cas de désaccord, vous pourrez, seul et après un « *délai raisonnable* », demander au juge de « *réviser le contrat ou [d'] y mettre fin* » dans les conditions qu'il fixera.

c. L'exception d'inexécution

Les articles 1219 et 2020 du Code civil disposent qu'« *une partie peut refuser d'exécuter son obligation, alors même que celle-ci est exigible* :

- (i) « *si l'autre n'exécute pas la sienne et si cette inexécution est suffisamment grave* » ; ou encore
- (ii) « *dès lors qu'il est manifeste que son cocontractant ne s'exécutera pas à l'échéance et que les conséquences de cette inexécution sont suffisamment graves pour elle* ».

¹ <http://www.cohenamiraslani.com/news/la-force-majeure-au-temps-de-la-crise-sanitaire-du-covid-19-425>

Certaines conditions doivent cependant être remplies :

- (i) il doit s'agir d'un **contrat synallagmatique**, c'est-à-dire dans lequel les parties ont chacune des obligations réciproques et interdépendantes ce qui est le cas d'un contrat de cession ;
- (ii) l'exception d'inexécution doit être invoquée de **bonne foi**. Autrement dit, l'inexécution invoquée ne doit pas être imputable à celui qui s'en prévaut ; et
- (iii) **l'inexécution doit être avérée ou il doit être manifeste que le cocontractant ne s'exécutera pas.**

Concernant les modalités de mise en œuvre : l'exception d'inexécution n'a pas être demandée en justice. Toutefois, une mise en demeure préalable sera obligatoire dans le cas d'une inexécution à venir.

Attention, assurez-vous que l'ensemble des conditions sus-évoquées est rempli. En effet, le risque est celui de la contestation devant les tribunaux de l'exception d'inexécution par le cocontractant qui pourrait ainsi engager votre responsabilité et demander des dommages-intérêts.

B. Les protections à mettre en place

a. Les assurances

Contrairement à beaucoup de pays, les acteurs français du M&A restent encore peu enclins à prévoir dans les opérations la souscription d'une police d'assurance de garantie de passif dite « *warranty and indemnity* » (« **W&I** »). La raison est notamment le montant des primes d'assurance qui font augmenter le coût de l'opération.

Or, cette pratique est intéressante et pourrait se développer au regard des circonstances actuelles. En effet, les garanties de passif telles qu'elles existent dans la pratique française consistent à demander au vendeur de combler un passif qui existait avant la conclusion du contrat et qui n'avait pas été décelé. Toutefois, son efficacité repose évidemment sur la solvabilité du garant.

Une compagnie d'assurance étant plus solvable qu'un particulier qui a cédé ses actions, une clause d'assurance pourrait être intéressante tant pour pallier les risques de la garantie de passif « *classique* » que pour la compléter.

L'assurance devra être ajustée dans ses primes mais également ses franchises en fonction du contexte et de la taille de l'opération. Le coût total de souscription de l'assurance W&I devra bien évidemment être pris en compte dans le calcul du coût et être intégré à l'économie générale de l'opération.

b. La clause d'événements significatifs défavorables

La clause de « *Material Adverse Change* » (« **MAC** ») une fois actionnée, permet la résolution d'une opération en raison d'un événement ayant impacté ou susceptible d'impacter la société cible.

Sa négociation peut donc être un atout majeur pour l'acquéreur. En effet, elle permettrait de mettre un terme à une opération sans avoir à démontrer par exemple les conditions de la force majeure ou de l'imprévisibilité.

Sa rédaction revêt une importance toute particulière. L'intérêt de la clause dépendra notamment de son caractère large ou restrictif. Il est en effet possible de prévoir spécifiquement des seuils en-deçà ou au-dessus desquels la clause MAC pourra être activée.

Aujourd'hui, il convient de vérifier si votre contrat de cession prévoit une telle clause et si tel est le cas, si une pandémie en est un élément déclencheur. Toutefois, en France et contrairement aux pays anglo-saxons, les événements significatifs défavorables sont rarement des événements extérieurs à la société elle-même.

Demain, les négociations pourront évoluer et porter sur l'élargissement des cas de MAC en permettant notamment l'inclusion ou l'exclusion expresse des cas de pandémie comme événement significatif défavorable justifiant ainsi la sortie de l'opération par l'acquéreur.

c. La négociation du prix

Le prix d'achat est évidemment un élément central d'une opération de M&A. C'est pourquoi, la détermination de son montant ainsi que ses modalités de paiement doivent faire l'objet d'une attention toute particulière d'autant plus en ces temps incertains.

Depuis plusieurs années, le pratique semble privilégier les **mécanismes de prix fixe** (« *locked-box* »). Toutefois, il n'est pas rare de prévoir des **clauses d'ajustement** du prix en fonction de critères objectifs tels que le montant du chiffre d'affaires, l'EBITDA, le BFR, etc. Au regard de l'instabilité économique actuelle, de telles clauses d'ajustement sont à privilégier pour l'acquéreur et à éviter pour le vendeur.

Si la négociation ne permet pas de déterminer des critères objectifs d'ajustement du prix notamment du fait d'une réticence du vendeur, vous pouvez prévoir un prix fixe inférieur au prix réel puis l'assortir d'une **clause de complément de prix** (« *earn out* ») pour le surplus. Ainsi, le vendeur se verra rassuré grâce à la partie fixe qu'il recevra dans tous les cas, tout en concédant le risque de ne jamais recevoir de complément si les conditions d'obtention de ce dernier ne sont pas remplies.

Le **séquestre**, c'est-à-dire le dépôt de tout ou partie du prix entre les mains d'un tiers et **l'échelonnement des paiements** sont également autant de mécanismes qui peuvent être négociés et insérés dans le contrat de cession pour diminuer les risques de l'opération.

Attention et en raison de l'allongement actuel des délais, pensez également à négocier les frais de transaction.

d. La négociation de la garantie d'actif et de passif

Les opérations de M&A sont dans leur très grande majorité assorties d'une garantie d'actif et/ou de passif. Cette garantie protège l'acquéreur contre des faits diminuant la valeur de la société rachetée soit en creusant son passif soit en diminuant ses actifs.

Pour les contrats signés avant la pandémie, la garantie afférente ne pourra pas être invoquée car postérieure. Or, on le sait, les garanties d'actif et de passif protègent l'acquéreur contre les événements antérieurs à la signature du contrat de cession.

Cependant, pour les opérations conclues pendant la crise sanitaire ou postérieurement, l'acquéreur devra négocier sa garantie de telle sorte qu'elle inclue la pandémie.

III. La période intermédiaire

A. La levée des conditions suspensives

Les contrats de cession prévoient généralement des conditions suspensives devant être levées avant le *closing*, c'est-à-dire avant la réalisation définitive de l'opération. Cette période de levée des conditions est appelée **période intermédiaire**.

Une condition suspensive est un « *événement futur et incertain* » (article 1304 du Code civil) : soit le sort de la condition est tenu exclusivement entre les mains d'un tiers au contrat de cession soit une partie détient une influence partielle.

Dans ce dernier cas, le débiteur ne doit pas empêcher la réalisation de la condition suspensive (article 1304-5 du Code civil) et doit agir de bonne foi. C'est le cas par exemple de l'obtention d'un prêt. Dans pareil cas, le débiteur ne pourra pas justifier du COVID-19 pour ne pas avoir sollicité un prêt auprès d'une banque.

Si la condition est défaillante, « *l'obligation est réputée n'avoir jamais existé* » (article 1304-6 du Code civil). Au contraire, une fois les conditions réalisées, « *l'obligation devient pure et simple* ».

B. La date butoir

La levée des conditions suspensives est encadrée dans un délai fixé par le contrat de cession. Si les conditions ne sont pas levées à temps, le contrat peut prévoir des sanctions.

Toutefois, l'ordonnance n° 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant l'état d'urgence sanitaire prévoit que si un délai contractuel expire entre le 12 mars 2020 et la fin du confinement, « *les astreintes, les clauses pénales, les clauses résolutoires ainsi que les clauses prévoyant une déchéance, lorsqu'elles ont pour objet de sanctionner l'inexécution d'une obligation dans un délai déterminé* » ne prendront effet qu'à compter du 24 juin 2020.

En conséquence, est-ce que ce report des sanctions applicables en cas de non respect du délai butoir contractuellement prévu pour la levée des conditions suspensives permettra de mettre fin automatiquement à l'opération ? C'est une possibilité... cependant, la partie qui aura fait tarder la réalisation des conditions suspensives au-delà du délai butoir pourra voir sa responsabilité engagée pour mauvaise foi.

IV. Le closing

Les **déclarations et garanties** évoquées dans le contrat de cession font l'objet d'une réitération à la fin de la période intermédiaire, une fois que les conditions suspensives sont remplies.

En principe, les déclarations et garanties présentes dans le contrat de cession sont figées et sont réitérées à l'identique. Toutefois, la crise sanitaire pourrait rendre certaines déclarations et garanties inexactes si jamais elles étaient réitérées au *closing*. En effet, elles pourraient justifier d'engager la responsabilité du vendeur.

Or, une modification de ces déclarations et garanties pourrait remettre en cause toute l'opération.

Par exemple, concernant la déclaration classique du vendeur selon laquelle pendant l'exercice comptable en cours il n'y a pas eu d'événement significatif ayant pu impacter l'activité de la société, pour l'année 2020, celle-ci ne pourrait légitimement être réitérée. Elle pourrait être invoquée de la même manière que le serait une clause de MAC (*cf supra*). En effet, dans le cas

contraire, la responsabilité serait suspendue comme une épée de Damoclès au dessus de la tête du vendeur.

C'est le cas également de la déclaration par laquelle le vendeur s'engage à ne pas réaliser d'actions sortant du cours normal des affaires.

Au contraire, pour l'acheteur, taire une telle modification lui offrirait une source supplémentaire d'indemnisation.

EN CONCLUSION, l'impact du COVID-19 est évident tant pour les opérations en cours que pour celles à venir, et varie d'un cas à l'autre. Il convient donc d'étudier chaque opération et de moduler la structuration juridique en conséquence. Plus généralement, les usages issus de la pratique devront s'adapter.

Parmi ces adaptations, avez-vous pensé à la signature électronique de vos documents dans les conditions permettant évidemment la sécurité de l'opération² ?

Article rédigé par Virna Rizzo, Avocat, et Jordan Le Gallo, Elève-avocat.

² <https://www.lemondedudroit.fr/decryptages/69561-vers-une-emergence-signature-electronique-covid-19.html>