

PANORAMA DES TENDANCES DES PRATIQUES D'INGÉNIERIE CONTRACTUELLE M&A EN 2018/2019

*par Isabelle Eid, Counsel,
Responsable Knowledge Management,
DLA Piper France*



Face à l'instabilité politique avec une approche plus interventionniste des gouvernements et des régulateurs, les données montrent l'affaiblissement et la nervosité du marché des fusions et acquisitions (M&A), mais ils restent en marge sans toutefois affecter leur succès. En effet, en dépit d'une baisse de 8 % à environ 49.000 en nombre¹, l'année 2018 serait la troisième plus belle année des M&A depuis que les comptages existent² selon les chiffres préliminaires de Refinitiv³. Le niveau des transactions aurait atteint 3.912 milliards de dollars, soit une croissance de plus de 4 % par rapport à l'année précédente, ce qui confirme le boom des *mega-deals*, communément définis comme ceux dépassant les 5 milliards de dollars.

Le résultat est davantage positif pour les opérations *build-up* : selon l'étude Buy & Build Monitor de Silverfleet⁴

publiée en mai 2019, 702 opérations d'acquisition ont été réalisées en 2018 pour une valeur totale de 10,7 milliards d'euros. Un record, depuis le lancement du baromètre en 1998, avec une augmentation des volumes de 8 % par rapport à l'année précédente en Europe. La valeur moyenne des opérations est également en hausse passant de 90,4 millions d'euros en 2017 à 185 millions d'euros en 2018.

La 5ème édition du Global M&A Intelligence Report 2019 publiée par DLA Piper⁵ montre que le marché est toujours très concurrentiel avec les conditions qui demeurent en faveur des vendeurs, notamment par le biais d'enchères (*auctions*). Les cessions d'actions (*share deal*) restent prédominantes dans toutes les régions, en tenant compte de leur caractère fiscal plus favorable.

¹ Selon l'Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

² 1980

³ ex-Thomson Reuters

⁴ <https://www.silverfleetcapital.com/strategy/build-and-buy-monitor/>

⁵ DLA Piper développe un rapport d'analyse annuel à partir des opérations de M&A à travers le monde (UK, Continental Europe, Nordics, North America et Asia Pac). Depuis 2015, plus de 2000 opérations M&A ont été analysées. Pour l'année 2018, plus de 500 opérations ont été étudiées.

Les enchères sont toujours utilisées pour les transactions de taille moyenne (environ 40% des opérations entre 50 et 100 millions d'euros et 45% des transactions de plus de 100 millions d'euros). Toutefois, une baisse du recours aux cessions par voie d'enchères a été vue pour la première fois en 2018 dans les opérations de toutes les tailles, et ce, malgré une légère hausse du nombre des vendeurs de capital-investissement (*Private Equity*). Les vendeurs optent pour ce processus en phase de leurs sorties (environ 40% contre environ 15% des transactions des vendeurs industriels et individuels), afin de maximiser le processus de vente et d'obtenir la sortie la plus sécurisée possible, souvent assortie de l'utilisation d'une assurance.

1. Panorama des pratiques d'ingénierie contractuelle sur la détermination du prix dans un marché très concurrentiel mais prudent...

- De plus en plus de recours aux clauses *earn-out* en phase préliminaire des opérations

La dernière édition du Global M&A Intelligence Report 2019 indique que 28% des opérations contenaient des clauses *earn-out*, marquant une légère progression de 3% par rapport à l'année précédente. Le recours à l'*earn-out* était constaté en phase préliminaire des opérations, notamment dans les secteurs de la technologie, des sciences de la vie, de l'assurance et de la santé.

La tendance globale persiste pour des périodes de l'*earn-out* courtes inférieures à un an, particulièrement en Europe et en Australasie. En revanche, on continue d'observer la participation à long terme des fondateurs avec des périodes de l'*earn-out* de plus de trois ans en phase préliminaire, qui est essentielle à la réalisation de valeur.

- Utilisation de *locked box* constante, mais légèrement en baisse

La *locked box* a été observée dans la majorité des opérations d'enchères: cette technique offre aux vendeurs une certitude quant au prix et permet une comparaison directe des offres, car ces dernières se fondent sur la même base financière. Plus d'un tiers des opérations ne comportant pas d'enchères ont fait appel à ce mécanisme en Europe. L'utilisation de *locked box* a été légèrement en baisse par rapport à l'année dernière. Il se peut que *locked box* ait atteint son maximum, mais cela résul-

terait plus d'une certaine prudence accrue sur le marché - les vendeurs seraient moins en position de dicter les conditions. La popularité de la « boîte verrouillée » varie davantage entre les juridictions européennes, principalement en raison de la vigueur des marchés des M&A et de la pénétration d'acteurs internationaux dans les marchés locaux.

- Augmentation de *MAC Clause* en Australasie

La Material adverse change clause (MAC) a été observée dans moins d'un tiers des transactions européennes étudiées, et rarement dans les ventes aux enchères. Une augmentation de la MAC est constatée dans les transactions en Australasie, principalement en raison de conditions réglementaires exigeant des délais plus longs entre la signature et la clôture.

2. ...Et sur les garanties aux conditions de marché toujours favorables aux vendeurs

- *Basket* et la clause de *minimis*

Lorsque le vendeur accorde des garanties à l'acquéreur, il est de pratique courante d'établir un seuil ou un « panier » (*basket*) de réclamations. Il s'agit d'un seuil agrégé en dessous duquel un acquéreur ne peut tenter de recours en réparation par mise en œuvre de la garantie de passif. Plus de 85% des transactions sans assurance ont contenu une telle clause en 2018. Les enchères ont entraîné des seuils de réclamations plus bas en pourcentage du prix, car elles étaient généralement associées à des plafonds financiers inférieurs à ceux des transactions sans enchères. Toutefois, la clause de *minimis* - qui constitue le seuil en dessous duquel les réclamations seront ignorées complètement ou ne compteront pas pour la constitution du basket - reste une pratique courante en Europe⁶, en Australasie et en Asie, mais moins aux Etats-Unis⁷. Quant aux modalités de calcul des montants donnant lieu à réparation, la tendance globale favorise le paiement à partir du *premier dollar* (75%). À l'échelle mondiale, les exclusions de petites créances représentaient entre 0,05% et 0,4% du prix - principalement en raison de la taille de la transaction, les transactions plus importantes considérant que l'exclusion des petites créances était définie comme un pourcentage inférieur du prix.

⁶ Notamment au Royaume-Uni, en Belgique, en Allemagne et dans les pays nordiques, mais moins en France, dans l'Est ou le Sud de l'Europe.

⁷ Plus de 75% des opérations n'en contiennent pas aux Etats-Unis.

- Préférence pour une courte durée de garantie

Dans toutes les régions, les contrats prévoyaient généralement une période de garantie de deux ans ou moins. Constante depuis 2017, la période la plus courante pratiquée est celle de 18 mois ou moins. Dans le cadre des processus d'enchères, les délais plus courts sont toujours privilégiés, 75% des opérations par voie d'enchères ayant une durée de 18 mois ou moins. De façon classique, des périodes supérieures à 18 mois sont constatées en garantie de risques spécifiques, notamment en droit du travail et droit de l'environnement. L'Asie a continué de connaître des périodes légèrement plus longues qu'ailleurs.

- Hausse continue du nombre des assurances W&I⁸ dans les opérations privées de taille moyenne

Le nombre de transactions incorporant un produit de garantie de passif (assurance *Warranty & Indemnity, W&I*) a continué d'augmenter et constitue désormais une caractéristique commune des transactions de M&A privées de taille moyenne dans de nombreuses juridictions. Les primes de base restent compétitives et ont même été réduites dans certaines régions de l'Europe, en partie en raison de la réduction des coûts liés aux améliorations de

la police. Même si la tendance consiste à réduire au maximum le montant de la franchise, un niveau de stabilisation semble atteint.

Le marché de l'assurance *W&I* ayant considérablement évolué, de nouveaux aménagements contractuels, dénommés *policy enhancements*, sont apparus dans l'objectif de couvrir des risques spécifiques ou d'insérer dans la police des extensions de couvertures. En particulier, les marchés aux enchères utilisant une police préétablie « agrafée » forment désormais une pratique courante, comme le montrent plus de 70% des marchés aux enchères de plus de 100 millions d'euros. Par ailleurs, la plupart des réclamations continuent d'être notifiées sur les garanties générales concernant les états financiers et la conformité légale. Pour des raisons commerciales compréhensibles, les assureurs continuent à protéger les données détaillées sur les sinistres et les montants réellement payés.

L'usage de plus en plus courant des assurances W&I pourrait faire augmenter de manière continue le taux de réclamation dans les années à venir, et faire en sorte qu'au fur et à mesure que les assureurs verseront les indemnisations, les franchises d'assurance jusqu'alors réduites pour attirer des parts de marché, pourraient remonter à la hausse.

⁸ Certaines données sont reprises des études de Paragon M&A.