

M&A EN 2023 : LA TENDANCE À L'AJUSTEMENT PERMANENT

*par Matthieu Grollemund, Avocat associé,
Louis-Nicolas Ricard, Senior Knowledge Lawyer,
et Pierre-Marie Boya, Counsel, Hogan Lovells*

*Article réalisé avec le concours de Imane Lazraq, Adèle Sapin et Clémence Tournier,
Master in Management, ESCP Business School*

Hogan
Lovells



Matthieu Grollemund



Louis-Nicolas Ricard



Pierre-Marie Boya

À l'aube de 2022, l'année fit la promesse d'une croissance saine qu'elle n'a pas tenu. Si les conséquences de la pandémie continuaient d'impacter les transactions, elles étaient pourtant pleinement traitées dans le cadre des négociations. Mais les bons chiffres du premier semestre ressemblent à un lointain souvenir. Depuis, et les premiers mois de 2023 le confirment, les nombreux défis liés aux tensions géopolitiques, à l'impact de l'inflation, des taux d'intérêt et d'une surveillance réglementaire accrue ont affecté le quotidien des transactions. La pratique s'adapte à une complexité des opérations désormais très marquée dès lors que l'actif présente le

moindre défaut, avec un allongement des calendriers et le retour de schémas transactionnels plus variés, privilégiant une structuration sur-mesure, parfois avec des outils que l'on redécouvre, comme les assurances de GAP.

Se prémunir des incertitudes modernes

Pandémie et conflits entraînent pénurie et inflation. Aux clauses intégrant les incertitudes liées à de nouvelles pandémies, s'ajoutent désormais celles propres aux conflits internationaux dans des dispositions totalement nouvelles. Cette prise en compte du risque s'étend aussi aux aspects immatériels, avec une préoccupation croissante concernant la sécurité et la cybersécurité.

Cette nouvelle donne engendre une complexité accrue des processus de due diligence, avec une granularité encore plus avancée, afin d'anticiper les performances et les aléas futurs selon un éventail de critères beaucoup plus large. Cette complexité a des conséquences sur les calendriers transactionnels, qui sont sensiblement allongés. Pour y remédier sans externaliser, il faut être en mesure d'analyser rapidement les aspects essentiels de la transaction.

Dans un tel contexte, la négociation des garanties d'actifs et de passifs constituent une autre source de difficultés en ce qu'elles représentent une part non négligeable de protection de la valorisation de la cible. Afin de limiter les situations de blocage et la tendance générale de réduction des garanties de passif, le recours classique au séquestre ou aux sûretés personnelles est désormais complété par les offres d'assurance de garantie de passif, qui continuent de s'inscrire dans la tendance depuis une dizaine d'années ou encore de retenue sur le prix (« *holdback* »). Elles permettent en effet de rapprocher des positions parfois antagonistes avec l'aide d'acteurs bien installés, qui multiplient les couvertures, parfois même pour des risques connus, sans grever le prix de cession. Initiée par le vendeur avec la réception d'une *Non-Bidding Indication*, qui présentera les principales conditions, notamment financières, de couverture de la transaction, le process pourra être poursuivi par l'acheteur, qui agira directement contre l'assureur, qui l'indemniserà, sans possibilité de se retourner contre le vendeur.

En pratique, l'intervention d'un assureur de garantie de passif impliquera davantage de communication sur l'opération. Ce tiers au contrat de cession exigera notamment que la documentation transactionnelle prévoie un process de Disclosure de la part des vendeurs et la signature par l'acheteur d'une déclaration d'absence de sinistre (NCD) au signing, qui pourra être réitérée au closing par l'effet du *Bring Down Certificate* actualisant les garanties souscrites.

Très populaires outre-Atlantique, les assurances GAP américaines couvrent en règle générale toutes les déclarations et garanties figurant dans le contrat de cession, sous réserve des exclusions habituelles (environnement, responsabilité du fait des produits) et des exclusions spécifiques à l'opération (risques connus). La tarification des polices y est généralement plus élevée (où les litiges sont plus nombreux), avec une prime avoisinant les 2 à 4% du prix d'acquisition contre 0,8 à 1,5% en Europe. Plus particulièrement dans les processus concurrentiels, la pratique américaine observe de plus en plus souvent des transactions "sans recours" où la seule solution pour l'acheteur est l'assurance GAP.

En Europe, et en France, la pratique diffère quelque peu avec une tendance à dire que la police d'assurance épouse les termes du contrat de cession. Cela implique souvent davantage de négociations ainsi que des définitions précises (Disclosed, connaissance du vendeur, perte/dommage) et des exclusions standard (connaissance de l'assuré, divulgation du vendeur, questions fiscales, ajustements de prix post-closing) par rapport aux exclusions négociables.

S'adapter à un accès au financement plus délicat

En matière d'accès au financement, le marché traverse une phase d'ajustements avec des exigences à la hausse côté prêteur. Les acheteurs doivent quant à eux composer avec des écarts de valorisation et des taux d'intérêt difficiles à concilier. Avec l'augmentation du coût du capital et l'aversion croissante des prêteurs pour le risque, l'obtention d'un financement abordable pour les transactions devient plus de plus en plus difficile. Deux tendances se distinguent : le retour en force des prêteurs alternatifs qui remplacent les banques traditionnelles par des produits soit sous forme de prêts uni tranche, soit d'obligations convertibles. Le recours aux actionnaires en dernier ressort pour financer une acquisition, lesquels demandent en retour un traitement préférentiel sur les autres actionnaires n'ayant pas abondé par une préférence dans le *waterfall* de distribution.

De plus, dans un contexte où les acheteurs ne sont pas toujours certains d'obtenir le financement nécessaire à la réalisation de l'opération envisagée, il faut parfois envisager le crédit vendeur. Même lorsque le processus de levée de dette a été correctement organisé, il faut désormais se prémunir contre l'éventualité d'un retournement côté prêteur parfois aussi tard qu'au moment de libérer les fonds, notamment lorsque les accords de prêt comportent des clauses MAC leur permettant de se retirer si les circonstances changent. Cela implique d'avoir anticipé en amont une alternative au financement de l'opération.

Les difficultés liées à l'obtention de financement, qui se révèlent plus prégnantes encore à mesure que les mois s'écoulent, affectent elles-aussi le temps d'exécution des opérations, autant qu'elles poussent les conseils à envisager des options de financement plus diversifiées pour aider à conclure l'affaire dans les délais prévus.

Sauf le cas des vendeurs qui, n'obtenant pas le prix escompté pour leur actif, retirent le bien marché ou attendent que celui-ci se consolide, l'un des moyens de protéger les valorisations consistent à accepter une prise de risques plus grande, avec le retour des clauses de complément de prix ou earn-out en vue de concilier les attentes de prix des vendeurs et le prix de cession susceptible d'être

payé par l'acheteur au regard de la performance actuelle de la société cible.

Intégrer les enjeux réglementaires dans les transactions internationales

En matière d'investissements étrangers, l'augmentation des contraintes réglementaires incitent à toujours plus de prudence dans les ambitions de consolidations des clients. Les contrôles des investissements étrangers deviennent un

sujet clé et parfois rédhibitoires. Sans atteindre les complexités des contrôles observés aux Etats Unis entre les réglementations CFIUS et ITAR, l'arsenal développé par l'Union européenne en matière de filtrage des investissements et de contrôle des exportations de biens à double usage s'est encore étoffé avec l'entrée en vigueur en janvier 2023 du règlement relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur, qui mobilise à la fois des concepts de contrôle des concentrations et d'aides d'Etat.
