

Interview de Guillaume Kuperfils et Olivier Aubouin



Guillaume Kuperfils, Mayer Brown

A l'occasion de la sortie de l'édition 2018 de notre guide du CAC 40, le cabinet d'avocats international Mayer Brown vous propose une revue des évolutions des pratiques contractuelles utilisées dans les opérations de fusions acquisitions françaises et transfrontalières.

MdA : Le marché des fusions acquisitions est très actif. A l'heure où nous écrivons, les sociétés du CAC 40 ont déjà réalisé plus d'une centaine d'acquisitions et une vingtaine de cessions. 85% de ces transactions sont des opérations Small & Mid-Cap. Que vous inspirent ces chiffres ?

Guillaume Kuperfils : Ces chiffres paraissent cohérents avec ce que nous observons sur le marché. La dynamique acquisitive sur des opérations de taille moyenne s'explique par un accès à la dette très facile et un volume important de liquidités. Sur le marché français du M&A, la plupart des opérations concernent le segment mid-cap avec une présence de plus en plus marquée d'acteurs étrangers, très certainement confortés dans leurs démarches par une croissance plus soutenue et un environnement fiscal et social plus favorable aux investissements.

L'activité sur le marché du M&A est aussi fortement animée par la présence des fonds d'investissement qui offrent aux vendeurs corporate une solution de vente alternative intéressante dans la mesure où, le plus souvent, elle ne pose aucune difficulté en matière de contrôle des concentrations et présente l'avantage de ne pas renforcer la position d'un concurrent.

MdA : L'afflux de capitaux mais également de la dette disponible ont eu pour effet de pousser les valorisations à la hausse l'an passé et de placer les cédants en position de force. Cette tendance se poursuit-elle en 2018 ?

Olivier Aubouin : Oui, il est clair que le marché est très favorable aux vendeurs aujourd'hui, avec des acquéreurs qui n'ont pas de difficultés pour trouver des sources de financement. Certains d'entre-eux s'engagent entièrement sur fonds propres. Même les fonds d'investissement n'hésitent pas à procéder à des acquisitions sans condition de financement, notamment pour remporter une enchère privée de manière préemptive. Certes, ils ne s'engagent pas forcément sur le montant total de la transaction en fonds propres mais, sans cette condition de financement, ils restent responsables à hauteur de leur engagement. Ce qui montre leur confiance à obtenir des financements.

Guillaume Kuperfils : Les valorisations sont élevées certes, mais les fondamentaux des entreprises concernées sont meilleurs qu'il y a dix ans, au moment de la crise des années 2007 / 2009. Les excellents résultats des entreprises associés, dans certains pays, dont les USA en particulier, à la baisse conséquente de la charge fiscale, ont dégagé des capacités d'investissement importantes. Beaucoup de groupes ont donc mis en œuvre des stratégies de consolidation de parts de marché par la voie de croissance externe. Quand cette stratégie ne peut être appliquée, soit parce que les prix sont trop élevés, soit parce que les contraintes de concurrence sont fortes, beaucoup de groupes cotés investissent leur trésorerie dans leurs propres titres, de façon à ce que leurs actionnaires bénéficient de la relation en résultant. Ce contexte, qui cumule valorisations élevées et dette très accessible, pourrait se révéler très pénalisant en cas de remontée des taux d'intérêts, scénario d'autant moins à écarter que la guerre commerciale à laquelle se livrent les USA et la Chine et que l'Europe subit, prend une ampleur jamais atteinte auparavant.

MdA : Dans ce contexte particulier, il semble que les clauses relatives au prix se généralisent dans les opérations de fusions acquisitions. Pouvez-vous dresser un panorama des clauses les plus utilisées ?

Olivier Aubouin : La grande tendance dans le private equity ces dernières années, c'est d'avoir un schéma de « Locked Box », c'est-à-dire une vente à prix fixe. La seule différence par rapport à une clause de prix fixe basique, c'est que l'on contrôle les flux entre le groupe cible et les vendeurs et leurs affiliés. Historiquement, la clause de prix la plus répandue en France était celle qui permettait de déterminer le prix sur la base des comptes au closing de la transaction. Elle consistait à procéder post closing à des ajustements du prix en fonction de la position exacte de dette nette du groupe cible au jour effectif de la vente. Le prix était ainsi le juste reflet de la situation financière du groupe cible au closing. Les vendeurs privilégient les clauses de locked box car elles ont l'avantage de la simplicité et de limiter les aléas sur le prix final. En outre, pour les fonds d'investissement sortants, cela permet de figer définitivement l'allocation de produits de cession entre les différents types d'instruments et entre les différentes catégories d'associés.

Guillaume Kuperfils : Dans la plupart des opérations, la concurrence entre les acheteurs est telle que le deal se réalise sur la base d'un prix des titres non susceptible d'ajustement (dette nette, complément de prix). Dans un tel cas, le fonds d'investissement vendeur a tout intérêt à ce que le deal se réalise le plus rapidement possible une fois l'accord trouvé, de façon à retourner au plus vite le cash à ses investisseurs et à ne plus le laisser au travail sans perspective de rendement supplémentaire.

Olivier Aubouin : C'est pour cela que l'on utilise parfois une clause dite de « ticker » dans la locked box qui prévoit qu'après une date définie à l'avance, le prix fixe portera des intérêts.

Guillaume Kuperfils : Il arrive que certaines opérations prévoient des clauses d'ajustement du prix (clauses dites d'earn out) en fonction de l'atteinte de certains objectifs futurs en matière de chiffre d'affaires ou de résultats. Ces clauses créent évidemment des situations de conflit d'intérêt entre un vendeur et un acheteur. Ce dernier gère l'entreprise et, par ses choix, peut en influencer les résultats selon qu'il met en œuvre telle ou

telle action. Il n'en reste pas moins que les clauses d'earn out sont un moyen de faire converger vers un deal un acheteur et un vendeur dont les attentes en termes de prix sont trop éloignées. On voit le plus souvent ce type de clauses dans les deals de gré à gré.

MdA : Qu'en est-il des clauses de garanties ? Observez-vous une baisse de la durée des garanties et quelles sont celles les plus utilisées ?

Olivier Aubouin : Dans le monde des enchères privées, les garanties d'actif et de passif ont quasiment disparu. En revanche, si c'est un vendeur ou un acheteur industriel, elles existent encore. Quand des garanties sont consenties, le recours à l'assurance est de plus en plus fréquent en France. En cas de souscription d'une police d'assurance, les vendeurs vont accorder des garanties mais avec un plafond très bas, l'assurance indemniserait l'acquéreur au-delà. A noter que les primes baissent de plus en plus en France car les courtiers sont très agressifs.

Guillaume Kuperfils : Certains acheteurs corporates, en particulier américains, refusent de prendre en charge les conséquences d'un redressement fiscal afférent à la période préalable à l'acquisition. Ce problème peut parfois être réglé par la mise en place d'une assurance de garantie de passif. Il va de soi que seuls sont concernés par l'assurance les risques fiscaux non identifiés par le vendeur ou l'acquéreur à l'occasion des diligences préalables à la transaction.

MdA : Les assurances se sont généralisées aux Etats-Unis. Qu'en est-il du marché français ?

Guillaume Kuperfils : La France est un marché en retard de ce point de vue par rapport à ce qui se pratique sur le marché nord-américain. Cependant, le marché du M&A français commence à se familiariser avec le concept et il n'est plus rare de voir une assurance de garantie de passif en place dans les opérations entre corporates. Dans les deals entre investisseurs financiers, cela se voit moins car les transactions se réalisent le plus souvent sans garantie de passif.

MdA : Il y a 3 ans, les MAC clause étaient présentes dans 15% des opérations. Elles semblent aujourd'hui avoir disparu...

Olivier Aubouin : Il est vrai que dans les contrats de cession, on ne les voit plus du tout aujourd'hui ou alors dans des opérations très particulières.

MdA : Par nature internationale, les sociétés du CAC 40 réalisent beaucoup d'opérations transfrontalières notamment en Amérique du Nord, en Australie et en Europe. Quelles sont les différences de culture et de juridictions à surveiller en particulier ?

Guillaume Kuperfils : La culture impacte nécessairement les pratiques juridiques. Aux Etats-Unis, les transactions sont très naturellement structurées avec des clauses de garantie de passif. Si un litige intervient post closing mais que son origine est antérieure à celui-ci, il est inconcevable pour un acheteur américain que le vendeur n'en supporte pas les conséquences et puisse être exonéré de toute responsabilité.

Olivier Aubouin : De même, la « Locked Box » n'existe quasiment pas aux Etats-Unis. C'est davantage une pratique anglaise, allemande et française dans les deals impliquant des fonds de private equity. En France, quand des garanties sont accordées par le vendeur, on prévoit un de minimis, un seuil de déclenchement ou une franchise et un plafond dans les transactions, y compris en matière fiscale. En Angleterre, la pratique

est totalement différente, il est généralement admis que les vendeurs ne devront avoir aucune exposition sur les aspects fiscaux.