

# LA LETTRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS ET DU PRIVATE EQUITY

Lundi 15 juin 2020

## AU SOMMAIRE

### Dossier

#### Covid-19 : impacts sur les opérations de M&A

- Analyse des impacts de la pandémie de Covid-19 sur le marché du M&A p. 2
- Covid-19, le jour d'après ou le difficile équilibre entre dette et capital p. 4
- Covid-19 et opérations de M&A : évolutions attendues sur les pratiques contractuelles p. 5
- De l'intérêt des clauses de force majeure, *hardship* et *MAC* en temps de crise p. 6
- Incidences de l'ordonnance n° 2020-306 du 25 mars 2020 sur les opérations contractuelles p. 8
- Versement de dividendes et Covid-19 : entre *soft law* et risque de responsabilité p. 10
- Le retour d'entreprise mis à l'épreuve par la crise du Covid-19 p. 11
- Crise du Covid-19 : adaptation du contrôle des concentrations à la reprise d'entreprises en difficulté p. 12
- Covid-19 : les instruments offerts par le droit social pour affronter la crise p. 13
- Le dialogue social à l'heure du Covid-19 p. 14
- Covid-19 : prêt garanti par l'Etat et contrats bancaires p. 15

## EDITORIAL

**Q**ui imaginait, quelques semaines avant la mise en place du confinement, que notre pays tout entier serait placé quasiment sans préavis en état de stase économique et sociale ?

Les professionnels du M&A sont certes habitués à l'inhabituel, au sens où leur métier les conduit à négocier couramment des clauses envisageant le sort de l'opération en cas de survenance d'un événement imprévu. Lorsque leur pratique est internationale, ces professionnels ont croisé leur lot de mesures d'embargo, de guerres civiles ou de guerres tout court, ou bien encore, déjà, d'épidémies.

Mais il est tout de même difficile d'accueillir de manière impassible une crise sanitaire mondiale imbriquée dans une crise économique de même calibre. Différence entre les deux crises : si le coronavirus est susceptible de frapper sans distinction les uns et les autres, la crise économique n'a pas les mêmes effets sur les secteurs d'activité. Tandis que certains secteurs sont entièrement paralysés ou presque (événementiel, restauration, transport), d'autres ne sont que ralents, voire connaissent une embellie.

Ce constat ayant été fait, on comprend que les aspects juridiques de la crise sont et seront multiples. Ce sont tout d'abord les contrats qui sont affectés. On parle ici aussi bien des contrats et des autres actes juridiques par lesquels se réalise la transmission de l'entreprise que des contrats de l'entreprise elle-même. Les relations avec les fournisseurs, les clients, les bailleurs, sont toutes susceptibles d'être impactées par la double crise du Covid-19. Transmettre une entreprise dont les contrats sont suspendus, ou dont les clients ne peuvent payer, n'est bien entendu pas la même chose que céder une entreprise en régime de croisière.

A l'intérieur de l'entreprise, les relations sont aussi susceptibles d'évoluer. Comment conserver pour la suite la ressource humaine de l'entreprise dans un contexte d'activité suspendue ou raréfiée ? Les relations entre associés, ou entre associés et partenaires financiers, ou encore avec le marché, sont aussi concernées : peut-on distribuer aujourd'hui les dividendes de l'activité d'hier quand se profile un lendemain très incertain ?

La boîte à outils des juristes des opérations de M&A était déjà amplement dotée en instruments permettant d'appréhender les événements imprévus. L'imprévu pouvait être prévu en somme et, lorsque les clauses diverses (*hardship*, clauses *MAC*, garanties, etc.) n'étaient pas en mesure de répondre à la situation, d'autres institutions juridiques telles que la force majeure prenaient le relais. Une particularité de la crise actuelle est d'avoir engendré, sinon une crise juridique, un droit spécial, reposant notamment sur les dizaines d'ordonnances adoptées depuis le mois de mars 2020. Il faut sans tarder prendre la mesure de cette nouvelle situation juridique pour préparer le jour d'après. Si crise il y a, celle-ci sera à l'évidence porteuse aussi de nombreuses opportunités en termes d'acquisition, quitte à ce que le M&A laisse un temps la place au *distressed M&A*. ■

**C'M/S' Francis Lefebvre**

Avocats

Supplément du numéro 1563  
du 15 juin 2020

Bruno Dondero, avocat associé.

# Analyse des impacts de la pandémie de Covid-19 sur le marché du M&A

**Le printemps épidémique aura chassé tristement l'hiver lucide sur le marché du M&A qui, déjà à la fin de l'année 2019, se préparait à une année moins dynamique en raison des incertitudes liées au contexte international et d'un léger ralentissement de l'économie. Ces perspectives ont été radicalement aggravées par la survenance de la pandémie de Covid-19 et ses conséquences ayant conduit au confinement de plusieurs économies.**



Par **Christophe Blondeau**, avocat associé en corporate/fusions et acquisitions, couvrant l'ensemble des questions relatives aux opérations transactionnelles.  
christophe.blondeau@cms-fl.com



**Laurent Hepp**, avocat associé en fiscalité et membre de l'Executive Committee de CMS. Il intervient tant en matière de fiscalité des entreprises et groupes de sociétés qu'en fiscalité des transactions et private equity.  
laurent.hepp@cms-fl.com

**H**ier, le marché des fusions-acquisitions était en proie au choc économique de la pandémie avec une baisse considérable du volume des transactions. Le rythme de l'activité s'en est trouvé directement affecté, avec un grand nombre de négociations interrompues ou suspendues et des opérations en phase de *closing* sujettes à une variété de configurations impliquant des révisions financières.

Ainsi, après une augmentation constante sur une dizaine d'années, le marché mondial du M&A a baissé de 39,1 % en valeur au premier trimestre 2020 par rapport à la même période en 2019, avec environ

563,7 milliards de dollars de *deals*, selon les données de Mergermarket. Dans ce contexte, l'étude fait état des possibilités offertes par le private equity où les fonds d'investissement disposent toujours d'importants montants de liquidités disponibles et d'un niveau de confiance qui ne devrait pas chuter comme en

2008, la crise actuelle affectant en première ligne les entreprises. Les valorisations des sociétés cibles de fusion ou d'acquisition sont néanmoins déjà en déclin. Leur niveau correspond aujourd'hui au niveau médian de 2014, soit 10,7 fois le résultat d'exploitation (Ebitda), contre un multiple de 11,3 fois l'an dernier. Ce recul est plus marqué en Europe (8,8 fois) qu'aux Etats-Unis (10,5 fois). Mêmes causes, mêmes effets sur le segment des PME pour lequel l'indice de référence Argos Wityu est passé en un trimestre de 10,3 fois l'Ebitda à 9,3 fois. Sur

le marché européen, les mesures sanitaires mises en place en mars 2020 pour contrôler la propagation du Covid-19 ont entraîné le plus faible volume trimestriel de rachat dans la région, avec 203 transactions évaluées à 48,9 milliards d'euros, depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2006 (173 transactions, 11,2 milliards d'euros), toujours d'après Mergermarket. Tirant la comparaison avec le prisme de la crise de 2008, qui avait vu une baisse d'activité de près de 70 % en 2009, les analystes estiment qu'une chute similaire ne peut être exclue dans les prochains mois, confirmant ainsi le pronostic d'un inévitable ralentissement.

Aujourd'hui, la réouverture des économies est toutefois susceptible d'offrir un vivier d'opportunités stratégiques variées aux investisseurs. En pratique, on constate en effet de fortes disparités de situations selon les secteurs affectés et les aides mises en place. Les industries agroalimentaires, de la distribution et de la santé ont semblé bien résister, contrairement à l'aérien ou la restauration collective. Les industries des technologies,

media et télécommunications devraient quant à elles focaliser l'attention des futures opérations. En réaction, les acteurs économiques font déjà preuve d'efforts d'adaptation à la réalité de la crise mondiale dans leurs projections futures, le scénario de reprise s'orientant désormais vers une forte baisse suivie d'un rétablissement dououreusement lent<sup>1</sup>. Selon la Banque de France, alors qu'en mars 2020, lors des deux premières semaines de confinement, la production française (PIB) avait reculé de 32 %, cette baisse a été limitée à 27 % en avril et ce chiffre pourrait, fin

<sup>1</sup>. Why the Economic Recovery Will Be More of a 'Swoosh' Than V-Shaped, Wall Street Journal, 11 May 2020.

**«Après une augmentation constante sur une dizaine d'années, le marché mondial du M&A a baissé de 39,1 % en valeur au premier trimestre 2020 par rapport à la même période en 2019.»**

mai 2020, regagner encore une dizaine de points d'activité selon certaines prévisions.

En France, au terme d'une période de confinement d'un peu moins de deux mois (du 17 mars au 11 mai 2020), le marché du M&A semble en définitive s'ouvrir à la faveur d'un nouveau cycle. Avec l'émergence d'opérations de *distressed M&A*, impliquant des entreprises en procédures collectives confrontées à des difficultés de trésorerie, et une probable évolution du marché vers une tendance plus favorable aux acheteurs, marquée par une recrudescence de mécanismes d'ajustement de prix sur des critères objectifs et chiffrés et une attention minutieuse à la prise en compte des circonstances exceptionnelles dans les négociations, les pratiques transactionnelles semblent elles aussi être appelées à s'adapter aux ricochets de cette crise exceptionnelle, qui rebat fortement les cartes. En matière de *distressed M&A*, il conviendra d'appréhender correctement la complexité des enjeux juridiques de responsabilité pour le vendeur et l'acquéreur et de prendre les précautions nécessaires sur le plan juridique. A cet égard, l'actualisation du guide expert multi-juridictionnel CMS à destination des dirigeants et mandataires sociaux

fait état de la nécessité, pour ces derniers, de répondre spécifiquement aux défis posés par les difficultés de trésorerie, de responsabilité ou de gestion de la logistique et de tenir compte, le cas échéant, du large éventail de mesures d'aides mises à disposition par le Gouvernement (délais de paiement, remises d'impôts directs, maintien de l'emploi dans les entreprises par le dispositif de chômage partiel simplifié et renforcé, fonds de solidarité, prêts garantis par l'Etat – PGE –, etc.).<sup>2</sup> En matière de clause de prix, le marché jusqu'alors fortement pro-vendeurs devrait se rééquilibrer assez nettement en faveur des acheteurs. Les premières victimes de ce rééquilibrage devraient être les clauses de *locked-box* qui vont sans doute assez largement laisser leur place aux divers mécanismes d'ajustement de prix et *d'earn-out*. Si cette évolution se confirme, elle marquera un contraste net avec les chiffres

publiés à l'occasion de l'édition 2020 de l'étude CMS sur les fusions-acquisitions en Europe, qui a observé en 2019 une baisse continue des clauses d'ajustement de prix, avec un ratio à 45 % sur l'ensemble des opérations, soit un pour cent de plus que l'année précédente, mais significativement en dessous du niveau moyen des trois dernières années<sup>3</sup>. L'autre challenge des négociations à venir sera la gestion de l'incertitude dans un monde qui a montré que tout peut se retourner très vite. D'après discussions seront à prévoir sur le terrain sensible des clauses de *Material Adverse Change* (MAC), de période intercalaire et des conditions suspensives de financement qui avaient quasiment disparu des accords ces derniers temps. De même, la question des garanties contractuelles se posera au gré de l'évolution du rapport de force entre acheteurs et vendeurs, que ce soit au stade des déclarations et

garanties entre *signing* et *closing*, des mécanismes de sécurisation de paiement du garant, ou encore de la possible adaptation de l'offre de police d'assurance de garantie de passif. L'autre surprise de cette crise réside dans l'accélération de la digitalisation des processus transactionnels, déjà identifiée parmi les tendances à la hausse dans

un nombre important d'opérations recensées dans le cadre de l'étude CMS sur les fusions-acquisitions en Europe précitée. En particulier, parce qu'elle offre la même force probante que l'écrit sur support papier, sous réserve de remplir les deux conditions cumulatives prévues par le Code civil (identification du signataire et stockage du support électronique dans des conditions garantissant son intégrité), la signature électronique et ses trois différents niveaux de sécurité (*règlement eIDAS*, n° 910/2014, 23 juillet 2014) se sont installés comme un standard durable de place de même que les outils de conférence permettant le partage et le travail en direct à distance de documents. ■



et **Louis-Nicolas Ricard**,  
Professional Support Lawyer en  
corporate/fusions et acquisitions.  
louis-nicolas.ricard@cms-fl.com

**«En matière de clause de prix, le marché jusqu'alors fortement pro-vendeurs devrait se rééquilibrer assez nettement en faveur des acheteurs.»**

2. CMS Expert Guide for Directors of Companies, 12 mai 2020. –V. égal. CMS Expert Guide to Stabilisation and Restructuring Initiative, 11 mai 2020.

3. CMS European M&A Study 2020, mars 2020.

# Covid-19, le jour d'après ou le difficile équilibre entre dette et capital



Par **Alexandre Bastos**, avocat associé, responsable de l'activité Restructuring-Insolvency. Il intervient sur l'ensemble des problématiques liées à la prévention ou au traitement des difficultés des entreprises, tant en conseil qu'en contentieux.  
alexandre.bastos@cms-fl.com



et **Grégory Benteux**, avocat associé, responsable de l'activité Financements structurés et titrisation.  
gregory.benteux@cms-fl.com

**L**e 16 mars 2020, le Président de la République affirmait face aux français qu'«aucune entreprise ne sera livrée au risque de faillite». Ainsi s'exprimait une forte volonté d'agir pour parer, en plus de l'urgence sanitaire, à l'urgence économique engendrée par la pandémie mondiale de Covid-19 qui venait de passer les frontières françaises.

Les dispositifs de lutte<sup>1</sup> ont été beaucoup décrits et commentés et, alors que les premiers assauts de la crise semblent maîtrisés et l'urgence contenue, nous nous proposons ici de livrer plutôt quelques réflexions sur le jour d'après, ce jour qui verra les entreprises confrontées à deux défis majeurs : financer un besoin en fonds de roulement dans un contexte de retour sans doute très progressif à une exploitation «normale» de leur activité et faire face à leurs dettes de toute nature<sup>2</sup>, que celles-ci préexistent à la crise, qu'elles aient été gelées le temps de la crise ou qu'elles aient été constituées pendant la crise pour surmonter la période de confinement. Dans ce cadre, il est probable que le traitement amiable des difficultés soit le premier moyen au service des entreprises. Cependant, aucune solution ne sera possible sans prendre en compte l'équilibre bouleversé entre la capacité de l'exploitation

à générer des excédents, les dettes à rembourser et la structure de capital ou de quasi-capital dont disposent les entreprises.

Pour paraphraser Paul Volponi, dans le traitement des difficultés des entreprises «les diplomates prendraient plutôt le pas sur les hommes d'action. L'époque serait aux tables rondes et à la détente». Depuis 2005, l'essor des procédures de mandat *ad hoc* et de conciliation est considérable. La crise du Covid-19 aura sans doute contribué à parachever ce mouvement. En effet, la fin du gel de l'obligation pour les dirigeants d'une entreprise en état de cessation des paiements de solliciter l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire au plus fort de la crise a été fixée afin d'accompagner la sortie de crise au 23 août

2020 inclus par l'ordonnance n° 2020-596 du 20 mai 2020. Par ailleurs, l'article 4 de l'ordonnance n° 2020-306 a créé une période juridiquement protégée qui prévoit que les manquements à des obligations contractuelles (ex. : défaut de paiement d'une facture ou d'une échéance de crédit) ne peuvent conduire à l'application de clauses de pénalités, d'astreintes ou de déchéance.

Il est frappant que l'ensemble de ces dispositions aient un champ d'application dans le temps qui dépasse de beaucoup les effets immédiats de l'épidémie et du confinement : tels des remparts, elles permettent aux entreprises de ne pas être emportées par les premières vagues de la crise, tout en délimitant un sein propice à une discussion plus sereine et plus fructueuse.

Mais les faits, comme les perspectives financières, sont têtus. Une entreprise est, d'un point de vue financier, un équilibre entre ses besoins de fonds de roulement, la capacité de son activité à générer des excédents, ses créanciers à moyen ou long terme et ses capitaux. Pour survivre à la crise, les entreprises ont souvent dû emprunter massivement, créant un déséquilibre parfois irrémédiable entre leurs dettes et leur capacité à générer une activité suffisante à les rembourser. Les solutions classiques de rééchelonnement ne seront pas toujours suffisantes et, pour éviter les impasses, il faudra parfois ouvrir la discussion à des solutions de haut de bilan consolidant les capitaux propres. Etendant la question à celle des actionnaires, s'ouvrira également le chapitre douloureux de la rentabilité du capital et de la possibilité de trouver des candidats prêts à investir (ou réinvestir) dans des entreprises dont l'activité ne sera pas nécessairement meilleure qu'avant la crise.

Dès lors, il faudra trouver des instruments innovants renforçant de manière temporaires les fonds propres sans vampiriser la création de valeur, le temps que les dettes de l'entreprise générées par la crise s'amortissent et que l'équilibre entre les grands ensembles du bilan soit rétabli. ■

1. Gel des échéances, nouveaux crédits garantis ou non par l'Etat et adaptation temporaire du Livre VI du Code de commerce.

2. Délais fournisseurs, dettes bancaires, dettes fiscales et sociales.

# Covid-19 et opérations de M&A : évolutions attendues sur les pratiques contractuelles

**Les impacts de la crise sanitaire se font sentir jusque sur les marchés du M&A. Sans pour autant rentrer dans la science divinatoire, il est probable que le marché antérieurement très sûr et très pro-vendeurs évolue vers plus de protection des acquéreurs contre les aléas, tant sur le prix que dans les conditions suspensives.**

**L**a crise sanitaire sans précédent que nous vivons actuellement fait sentir ses effets dévastateurs y compris dans les opérations de M&A. L'objet du présent papier est d'offrir une vision prospective des conséquences à long terme sur la pratique plutôt que de prétendre à un récapitulatif des impacts sur les opérations en cours, qui ne seront ainsi pas traités. Sans pour autant disposer d'une boule de cristal, on peut discerner trois grands types d'impacts à ce stade.

### Impact sur le prix

La première question, plus économique, sera celle du sort des valorisations et multiples élevés qui caractérisaient un marché plutôt pro-vendeurs avant la crise. Bien avisé celui qui peut avoir un avis définitif à ce sujet que seul l'avenir pourra trancher. Cela dit, s'agissant de la structuration du prix, il est possible que le contexte de marché beaucoup plus incertain tende à un retour en force des mécanismes d'ajustement sur le fondement de comptes de *closing*, plus adaptés que la *locked box* à un univers moins prévisible. Certains acquéreurs pourraient aussi être tentés de se prémunir de l'instabilité de l'environnement économique en ayant recours à des clauses d'*earn out*. La négociation de ce type de clause dans le contexte des prochains mois risque d'être âpre, notamment s'agissant des critères de déclenchement. Il faudra aussi probablement s'attendre à des discussions plus difficiles sur les garanties.

### Impact sur les conditions

Avant le choc du Covid-19, le marché était assez marqué par des processus très concurrentiels au cours desquels les acquéreurs étaient conduits à abandonner un certain nombre de protections pour l'emporter. Dans cet environnement, les conditions suspensives de financement et autres clauses d'événement signifi

catif défavorable (*Material Adverse Change clauses* – « clauses MAC ») avaient moins bonne presse. Il est probable que cette situation soit amenée à évoluer. Tout d'abord, l'état des marchés du crédit pourrait conduire les banques à être plus sévères dans les conditions d'octroi des financements, avec le retour potentiel de clauses destinées à les protéger contre un environnement économique incertain. De telles clauses au niveau des crédits devraient mécaniquement conduire à un retour des conditions suspensives de financement dans les *Share Purchase Agreements*, là où certains acteurs avaient pu choisir de les abandonner dans un marché où le financement était aisé. Outre les sujets de financement, un certain nombre d'acquéreurs ou d'investisseurs pourraient souhaiter se prémunir contre le risque d'instabilité économique en insistant à nouveau pour introduire des clauses MAC dont les conditions pourraient être plus sévères.

**«Destinée à traiter d'évolutions fortuites des conditions économiques, l'imprévision n'est-elle pas par nature l'instrument idoine pour traiter d'un marché qui risque d'être marqué par un plus fort caractère d'aléa ?»**

### Un retour en grâce de l'imprévision ?

La réforme du droit des obligations avait introduit le mécanisme légal de l'imprévision auquel la pratique s'était empressée de renoncer sur le fondement du principe de la certitude et prévisibilité des engagements pour sécuriser les opérations de M&A. Destinée à traiter d'évolutions fortuites des conditions économiques, l'imprévision n'est-elle pas par nature l'instrument idoine pour traiter d'un marché qui risque d'être marqué par un plus fort caractère d'aléa ? Si l'idée paraît séduisante, il n'en reste pas moins que si les parties ne parviennent pas à s'accorder sur une adaptation du contrat, c'est au juge qu'incombera le devoir de procéder aux adaptations. Or, il n'est pas évident que les parties s'accommodent de cet aléa casuistique, ni qu'elles acceptent aisément un tel bouleversement potentiel de leurs engagements. En tout état de cause, l'imprévision ne couvre pas les cessions d'actions. ■



Par **Benoît Gomel**, avocat en corporate/fusions et acquisitions. Il intervient dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition de sociétés, de capital-investissement, de restructuration et de private equity.  
benoit.gomel@cms-fl.com

# De l'intérêt des clauses de force majeure, *hardship* et *MAC* en temps de crise

**La crise sanitaire du Covid-19 et l'ensemble des mesures prises à l'échelle mondiale pour enrayer sa propagation bouleversent l'économie mondiale, entraînent la chute des marchés financiers et impactent les opérations de fusion-acquisition. Face à l'ampleur de cette crise, la renégociation des contrats de cession est une préoccupation majeure des acteurs économiques. C'est l'occasion de faire un point sur les clauses contractuelles incontournables en la matière.**



Par **Romain Boyet**, avocat en corporate/fusions et acquisitions.

Il intervient principalement en matière d'opérations de fusion-acquisition, de private equity et de restructuration de groupe de sociétés, pour des clients tant français qu'étrangers.  
romain.boyet@cms-fl.com



**Aliénor Fevre**, avocat en droit commercial. Elle intervient en conseil et en contentieux et a développé une expertise particulière en droit des contrats, droit de la distribution, responsabilité du fait des produits et compliance.  
alienor.fevre@cms-fl.com

**L**a rédaction de la documentation contractuelle relative aux opérations de fusion-acquisition est un point sensible. Elle doit permettre de limiter les risques pour le vendeur tout en protégeant l'acheteur et donc envisager la survenance d'événements qui auraient pour effet de bouleverser l'économie de l'opération projetée. A cette fin, la rédaction des clauses contractuelles de force majeure, *hardship* et *Material Adverse Change* méritent une attention particulière.

### Les clauses de force majeure

*«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»*

(article 1218 du Code civil).

Pour qu'un événement soit qualifié de force majeure, il doit :

- échapper au contrôle de la partie qui ne peut plus exécuter ses obligations ;
- avoir été raisonnablement imprévisible lors de la conclusion du contrat ; et
- être irrésistible lors de l'exécution du contrat (cette irrésistibilité doit rendre l'exécution du contrat impossible et non pas seulement plus onéreuse ou difficile).

Lorsque l'empêchement résultant de cet événement est temporaire, l'exécution de l'obligation de celui qui l'invoque est suspendue ; lorsque l'empêchement est définitif, le contrat est résolu de plein droit.

En théorie, un événement de force majeure semble être facile à identifier. En pratique, ce n'est pas chose aisée que de réussir à invoquer valablement la force majeure et ce, d'autant plus que les juges du fond disposent d'un important pouvoir d'appréciation en la matière. En matière de fusions-acquisitions, la force majeure semble *a priori*, difficile à invoquer, notamment pour un acquéreur. Si un événement de force majeure peut faire perdre son intérêt financier au projet de l'acquéreur, il est peu probable qu'il l'empêche effectivement d'exécuter son obligation de paiement. De plus, il faut garder à l'esprit que la jurisprudence tend à considérer que la force majeure ne rend pas

impossible l'exécution d'une obligation de payer une somme d'argent (Cass. com., 16 septembre 2014, n° 13-20306 ; CA Amiens, 19 mars 2013, n° 12/03088).

Pour pallier ces difficultés, il est recommandé d'inclure dans les contrats de cession une clause définissant précisément les contours de la notion

**«Il est recommandé d'inclure dans les contrats de cession une clause définissant précisément les contours de la notion de force majeure, ses modalités d'application et ses effets.»**

de force majeure, ses modalités d'application et ses effets. L'intérêt principal d'une telle clause est de déroger à la définition légale de la force majeure : il est possible d'étendre cette définition, de la restreindre, de lister les événements constituant des cas de force majeure ou, à l'inverse, ceux qui seront exclus de cette qualification. La rédaction d'une telle clause doit être précise et détaillée et ne pas créer de déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties.

## Les clauses de *hardship*

Les clauses dites de *hardship* nous viennent des pays de *common law* et permettent aux parties d'adapter et de renégocier les termes de leur contrat à la suite d'un événement extérieur et imprévisible altérant fondamentalement l'équilibre de leur contrat.

Ces clauses ont longtemps eu pour intérêt de pallier l'absence de mécanisme de révision pour imprévision en droit français. Toutefois, depuis la réforme du droit des obligations applicable à tous les contrats conclus après le 1<sup>er</sup> octobre 2016, les parties disposent de la faculté légale de renégocier leur contrat du fait d'un changement de circonstances imprévisible (article 1195 du Code civil). Cette révision peut être sollicitée sous réserve de rapporter la preuve :

- d'un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat ;
- rendant l'exécution du contrat excessivement onéreuse pour la partie qui l'invoque ;
- cette dernière n'ayant pas accepté d'en assumer le risque.

Pour ce faire, il convient tout d'abord d'essayer de négocier une révision amiable et c'est seulement en cas de refus ou d'échec de cette renégociation que les parties peuvent convenir de la résolution du contrat ou de son adaptation judiciaire. A défaut d'accord dans un délai raisonnable, une partie peut saisir le juge et solliciter une révision ou résolution judiciaire du contrat. Malgré cette reconnaissance de l'imprévision en droit français, les clauses de *hardship* ont encore une utilité certaine. En effet, en raison de la crainte de l'immixtion du juge dans le contrat, le mécanisme légal de révision pour imprévision est, en pratique, fréquemment écarté par les parties à un contrat de cession. Dès lors, les clauses de *hardship* permettent d'encadrer et moduler la renégociation contractuelle selon les spécificités de chaque opération (énumération des événements autorisant une renégociation, modalités et durée de la renégociation, effets d'un refus ou d'un échec de la négociation, etc.). De plus, de telles clauses permettent de contourner l'exclusion du mécanisme légal d'imprévision

à certaines cessions d'actions et aux opérations portant sur les obligations (article L.211-40-1 du Code monétaire et financier).

## La clause de *Material Adverse Change*

Les clauses de changement significatif défavorable, plus connues sous la dénomination de *Material Adverse Change* (MAC), sont issues de la pratique anglo-saxonne mais sont encore très marginales en France et dans le reste des pays européens (seulement 15 % des contrats d'acquisition en Europe contiennent une clause MAC). Ces clauses ont pour objet de protéger

une partie contre la survenance, entre la date de signature du contrat (*signing*) et la date de réalisation de l'opération (*closing*), d'un événement d'une telle ampleur qu'il serait de nature à affecter de manière significative et défavorable l'économie générale du contrat. Les clauses MAC permettent à l'acquéreur de se libérer de ses engagements contractuels dans le cas où se

produirait l'un des événements qu'elles visent. Par exemple, ces clauses pourraient conduire à autoriser un acquéreur à se retirer d'un projet de cession lorsqu'un événement de nature à affecter négativement la valeur de l'entreprise cible survient. Sous la réserve de ne pas être trop évasifs ou subjectifs, faute de quoi la clause pourrait être assimilée à une condition purement potestative, les rédacteurs peuvent librement déterminer la nature et l'intensité de l'événement susceptible de déclencher la mise en œuvre de cette clause, son périmètre ainsi que ses effets (résiliation ou droit à la renégociation du contrat, engagement du vendeur à personnellement garantir l'absence de survenance d'un événement négatif depuis la fin des travaux d'audit, etc.).

Dans un souci de prévisibilité et de sécurité juridique, les parties à une opération de fusion-acquisition doivent donc négocier avec attention les trois clauses précitées ou vérifier, lorsque leur projet est en cours, leur existence et leurs effets. ■



et **Manon Fleury**, juriste en droit commercial. Elle intervient notamment en matière de droit des contrats et droit de la distribution pour des clients tant français qu'étrangers.  
manon.fleury@cms-fl.com

# Incidences de l'ordonnance n° 2020-306 du 25 mars 2020 sur les opérations contractuelles

**Prise en application de la loi n° 2020-290 du 23 mars 2020, l'ordonnance n° 2020-306 du 25 mars 2020, modifiée par les ordonnances n° 2020-427, n° 2020-560 et n° 2020-666, entend apporter un confort juridique aux personnes confrontées à des difficultés ou à l'impossibilité d'effectuer certaines démarches au cours de la période dite «juridiquement protégée», en adaptant les délais d'accomplissement de ces actes. Deux types de conventions sont plus spécifiquement concernées.**



Par **François Gilbert**, docteur en droit, avocat au sein du département doctrine juridique.

Il intervient notamment en droit des sociétés et droit des marchés financiers.  
francois.gilbert@cms-fl.com



et **David Mantienne**, avocat counsel en corporate/fusions et acquisitions. Il intervient principalement en matière d'opérations de fusion-acquisition, de private equity et de restructuration de groupes de sociétés, pour des clients tant français qu'étrangers.  
david.mantienne@cms-fl.com

**A**streintes et clauses contractuelles  
L'article 4 de l'ordonnance n° 2020-306 vise «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» si ce délai a expiré pendant la période juridiquement protégée. Rapelons que, sauf modification ultérieure, cette période juridiquement protégée est actuellement comprise entre le 12 mars 2020 (à 0h) et le 23 juin 2020 (à 24h) et aura donc expiré le 24 juin 2020 (à 0h).

Aux termes de l'alinéa 1<sup>er</sup> de l'article 4, les astreintes et clauses précitées «sont réputées n'avoir pas pris cours ou produit effet» comme elles l'auraient dû. L'alinéa 2 de l'article 4 dispose en effet que «si le débiteur n'a pas exécuté son obligation, la date à laquelle ces astreintes prennent cours et ces clauses produisent leurs effets est reportée d'une durée, calculée après la fin de [la période juridiquement protégée], égale au temps écoulé entre, d'une part, le 12 mars 2020 ou, si elle est plus tardive, la date à laquelle l'obligation est née et, d'autre part, la date à laquelle elle aurait dû être exécutée». Concernant spécifiquement celles desdites astreintes et clauses qui «ont pour objet de sanctionner l'inexécution d'une obligation, autre que de sommes d'argent, dans un délai déterminé expirant après [la période juridiquement protégée]», l'alinéa 3 prévoit que «la date à laquelle ces astreintes prennent cours et ces clauses prennent effet (...) est reportée d'une

durée égale au temps écoulé entre, d'une part, le 12 mars 2020 ou, si elle est plus tardive, la date à laquelle l'obligation est née et, d'autre part, la fin de [la période juridiquement protégée]».

Toutefois, le rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2020-427 et une circulaire du ministère de la Justice du 17 avril 2020 viennent préciser que «les parties au contrat restent libres d'écartier l'application [des alinéas 2 et 3] par des clauses expresses, notamment si elles décident de prendre en compte différemment l'impact de la crise sanitaire sur

les conditions d'exécution du contrat. Elles peuvent également décider de renoncer à se prévaloir des dispositions [des alinéas 2 et 3]».

Enfin, l'alinéa 4 de l'article 4 précise que «le cours des astreintes et l'application des clauses pénales qui ont pris effet avant le 12 mars 2020 sont suspendus pendant [la période juridiquement protégée]».

Sur ce dernier point, le rapport au Président de la République relatif à

**«L'ordonnance n° 2020-306, modifiée par les ordonnances n° 2020-427, n° 2020-560 et n° 2020-666, aménage grandement les délais d'accomplissement des actes inclus dans la période juridiquement protégée.»**

l'ordonnance n° 2020-306, ainsi qu'une circulaire du ministère de la Justice du 26 mars 2020, indiquent qu'«elles reprendront donc effet dès le lendemain de cette période».

Il convient néanmoins de souligner que, si l'article 4 prive temporairement d'effets ces clauses contractuelles, il demeure possible pour qui le souhaite d'actionner certains mécanismes de droit commun des contrats, comme l'exception d'inexécution.

Des exemples d'application pratique sont fournis par le rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2020-427 et la circulaire

du ministère de la Justice du 17 avril 2020. Concernant tout d'abord les clauses et astreintes, visées à l'alinéa 2 de l'article 4, qui sanctionnent l'inexécution d'une obligation échue pendant la période juridiquement protégée, la circulaire précitée expose le cas suivant : «*Un contrat conclu le 15 mars 2020 devait être exécuté avant le 1<sup>er</sup> mai 2020, une clause pénale prévoyant une sanction de 100 euros par jour de retard. Le débiteur n'exécute pas le contrat à la date prévue. Les effets de la clause seront reportés d'une durée égale au temps écoulé entre le 15 mars et le 1<sup>er</sup> mai, ce report courant à compter de la fin de la période juridiquement protégée. Ainsi, si la période juridiquement protégée prenait fin le 24 juin, la clause pénale commencerait à courir le 9 août (fin de la période juridiquement protégée + 1 mois [et] 16 jours).*

Concernant ensuite les clauses et astreintes, visées à l'alinéa 3 de l'article 4, qui sanctionnent l'inexécution d'une obligation échue après la période juridiquement protégée, la circulaire indique : «*Un contrat conclu le 1<sup>er</sup> avril 2020 devait être achevé avant le 1<sup>er</sup> juillet 2020, une clause pénale prévoyant le versement d'une indemnité forfaitaire en cas d'inexécution. Le débiteur n'exécute pas le contrat à la date prévue. Les effets de la clause pénale seront reportés d'une durée égale au temps écoulé entre le 1<sup>er</sup> avril et la fin de la période juridiquement protégée, ce report courant à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2020. Ainsi, si la période juridiquement protégée devait prendre fin le 24 juin, le report serait de 2 mois et 23 jours à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2020 et la clause pénale prendrait donc effet le 24 septembre.*

Concernant enfin les astreintes et clauses, visées à l'alinéa 4 de l'article 4 : le cours des astreintes et l'application des clauses pénales reprendraient effet dès le lendemain du 23 juin 2020 (à 24h), c'est-à-dire le 24 juin 2020 (à 0h).

## Conventions résiliées ou renouvelées

L'article 5 de l'ordonnance n° 2020-306 vise toute «*convention [qui] ne peut être résiliée que durant une période déterminée ou [qui]*

*est renouvelée en l'absence de dénonciation dans un délai déterminé*» si cette période ou ce délai expirent durant la période juridiquement protégée.

Cet article appelle deux clarifications.

D'une part, l'article 5 est applicable aux dispositions permettant d'exercer un droit, celui de mettre fin à une relation contractuelle ; aucune précision, ni distinction, n'étant apportée quant à leur nature, ces dispositions devraient pouvoir résulter d'une loi, d'un décret ou d'une stipulation contractuelle.

D'autre part, l'article 5 doit être appliqué de façon cohérente avec l'article qui le précède ; il n'a ainsi pas vocation à saisir les clauses résolutoires – ni, plus largement, toutes les clauses sanctionnant une inexécution contractuelle – qui relèvent de l'article 4 de l'ordonnance.

Aux termes de l'article 5, les périodes et délais précités – qu'ils soient, d'ailleurs, légaux ou conventionnels – «*sont prolongés (...) de deux mois après la fin de [la période juridiquement protégée]*».

A retenir, la méthode de computation de l'article 641, alinéa 2 du Code de procédure civile, qui semble être celle adoptée par le Conseil d'Etat ainsi que le ministère de la Justice et qui paraît devoir faire sens, il faudra considérer que ces périodes et délais sont prolongés jusqu'au 24 août 2020 (à 24h).

Néanmoins, à appliquer

la méthode de computation que semble retenir le rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2020-560, sans malheureusement expliquer pourquoi, il faudrait alors estimer que ces périodes et délais sont prolongés jusqu'au 23 août 2020 (à 24h).

En conclusion, l'ordonnance n° 2020-306, modifiée par les ordonnances n° 2020-427, n° 2020-560 et n° 2020-666, aménage grandement les délais d'accomplissement des actes inclus dans la période juridiquement protégée. Il faut désormais souhaiter que ses dispositions n'évoluent plus afin de garantir, tant aux débiteurs qu'aux créanciers des obligations concernées, la stabilité et la sécurité juridique dont ils ont tant besoin. ■

# Versement de dividendes et Covid-19 : entre soft law et risque de responsabilité

**Face à la crise sanitaire et la nécessité pour chaque entreprise de préserver sa trésorerie, le versement ou non de dividendes peut relever du choix cornélien. Sous la pression des pouvoirs publics et de l'opinion, il faut arbitrer entre recherche de limitation de l'impact de la crise et préservation de la relation investisseurs. A ce stade, seuls des éléments dits de «soft law» existent alors qu'une analyse plus fine met à jour un risque de responsabilité des dirigeants.**



Par **Christophe Lefaillet**, avocat associé en corporate/fusions et acquisitions et en fiscalité (droits d'enregistrement et IFI).

Il intervient particulièrement dans les opérations de fusion-acquisition du secteur immobilier.  
christophe.lefaillet@cms-fl.com



et **Clémentine Quintard**, avocat membre de l'équipe Restructuring-Insolvency. Elle intervient en matière de prévention et de traitement amiable et judiciaire des difficultés des entreprises.  
clementine.quintard@cms-fl.com

## Une tendance à limiter les distributions de dividendes

Le partage des bénéfices constitue une des conditions essentielles d'existence d'une société commerciale (art. 1832 du Code civil) et se traduit par la distribution de dividendes. Si le droit de percevoir des dividendes est un des droits fondamentaux de l'actionnaire (art. 1844-1 du Code civil), la crise actuelle conduit à la prise de mesures exceptionnelles concernant cette distribution.

Le 2 avril 2020, le Gouvernement a publié un questions-réponses<sup>1</sup>, dans lequel il demande aux grandes entreprises<sup>2</sup> ayant fait appel à l'aide de l'Etat (report d'échéance fiscale/sociale ou de prêt garanti), de renoncer au versement de dividendes.

Sous cette forte pression, certaines sociétés ont renoncé à distribuer un dividende (notamment Engie, Accor, M6 et Airbus). D'autres ont, quant à elles, décidé de renoncer au bénéfice de l'aide d'Etat en diminuant le montant des dividendes (Hermès) ou en maintenant en totalité leur paiement (Total). Si cette disposition relève pour

l'heure de la seule intention, d'autres mesures plus coercitives pourraient être prises rapidement. Ainsi, un projet de loi a été déposé<sup>3</sup> afin d'inscrire dans la loi cette interdiction.

Les ETI et PME sont quant à elles seulement incitées, par le Gouvernement, à une grande prudence, mais pas (encore) soumises à des contraintes spécifiques. En ce qui concerne le secteur bancaire, la Banque Centrale européenne a demandé à tous les établissements de ne pas verser de dividendes pour l'année 2020. A ce titre, BNP Paribas a déjà décidé

de reporter le paiement des 3,9 milliards d'euros de dividendes, suivant la voie ouverte par Natixis.

## Un risque de responsabilité

Il convient dès lors de s'interroger sur la responsabilité encourue par les dirigeants de droit et de fait, ainsi que par les associés, notamment si, en fonction de leur implication dans la gestion de l'entreprise, ils peuvent se voir qualifiés de dirigeants de fait, sur la base d'une distribution «manifestement excessive» de dividendes.

En principe, le dirigeant d'une société n'est pas responsable des décisions, même fautives, prises par l'assemblée générale (AG)<sup>4</sup> et seuls les associés encourrent une responsabilité personnelle (sur le

fondement de l'article 1240 du Code civil).

Toutefois, la jurisprudence a pu<sup>5</sup> condamner un dirigeant sur le fondement de l'action en responsabilité pour insuffisance d'actif<sup>6</sup> à la suite d'une distribution de dividendes dans un contexte de baisse d'activité ayant, finalement, conduit à la liquidation judiciaire des sociétés concernées. Dans ce contexte, la Cour a approuvé les juges

du fond d'avoir caractérisé une faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif à l'égard du dirigeant ayant «voulu» procéder à des distributions importantes de dividendes. Proposer aux associés, réunis en AG ordinaire, de voter une distribution de dividendes était fautif car la distribution était «manifestement excessive au regard de la situation financière de la société».

En dépit de l'atténuation depuis apportée visant à protéger le dirigeant simplement négligent, le contexte économique actuel et les incitations visées au paragraphe ci-dessus ne peuvent que conduire à recommander la plus grande prudence. La préservation d'une trésorerie suffisante doit guider impérativement les actions des dirigeants, y compris dans le cadre de la distribution de dividendes. ■

<sup>1</sup>. Intitulé «Engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien en trésorerie».

<sup>2</sup>. Entreprise employant min. 5 000 salariés ou ayant un CA consolidé supérieur à 1,5 milliard d'euros en France.

<sup>3</sup>. Déposé par le député M. B. Vallaud, le 7 avril 2020.

<sup>4</sup>. Puisque que l'AG dispose elle seule de cette compétence (art. L.232-12 du Code de Commerce).

<sup>5</sup>. Cass. com., 25 oct. 2011, 10-23.671 ; Cass. com., 26 févr. 2020, 18-24.188 ; CA Paris, 8 avr. 2014, n° 13/06822.

<sup>6</sup>. Art. L.651-2 du Code de commerce, anciennement action en comblement de passif.

# Le retour d'entreprise mis à l'épreuve par la crise du Covid-19

**L**'acmé de la crise sanitaire passé, la réflexion porte sur les outils qui devront maintenant être mobilisés tels qu'ils apparaissent issus de l'ordonnance du 20 mai 2020. L'amiable (avec l'appui efficace du CIRI) a été une pièce maîtresse de la gestion d'urgence de la crise, il demeurera probablement très présent dans les temps qui s'annoncent même si un renouveau de la voie judiciaire se dessine.

### L'amiable, toujours !

L'ordonnance borne au 23 août 2020 le «gel» de l'obligation d'ouvrir une procédure collective dès lors que l'état de cessation des paiements est survenu après le 12 mars 2020 (mesure phare permettant de faire face aux impacts de la crise sanitaire).

Afin de renforcer le mécanisme amiable qui demeure le meilleur outil de sauvetage des entreprises dont les difficultés ont pu être suffisamment anticipées, l'ordonnance introduit des mesures inédites :

- interruption ou interdiction

des actions tendant à la condamnation au paiement ou à la résolution d'un contrat pour défaut de paiement ;

- arrêt ou interdiction des procédures d'exécution ; et - report ou échelonnement de toute somme due.

Ces mesures sont prononcées par le président du Tribunal sur demande du débiteur. Elles s'ajoutent à l'accès facilité aux délais de grâce avant mise en demeure ou poursuite.

Face à l'introduction d'un tel arsenal dans le champ amiable, ce dernier demeurera le mode de résolution des difficultés à privilégier autant que possible. Le législateur, qui anticipe la transposition de la directive européenne, témoigne sa confiance en ce dispositif ainsi que dans les professionnels du retour d'entreprise qui lui ont donné corps depuis 15 ans.

Toutefois, les négociations ne permettront pas toujours le sauvetage espéré.

### Le judiciaire, parfois ?

L'attrait des solutions anticipées, confidentielles et négociées ne doit pas faire oublier que des solutions judiciaires peuvent être mobilisées au profit des

entreprises en difficulté. L'ordonnance renforce là encore les outils permettant le rebond des entreprises.

#### • Plan de continuation

Lorsque la voie amiable a achoppé, sauvegarde ou redressement judiciaire peuvent offrir une période de répit durant laquelle le débiteur élaborera un projet de «plan de continuation». Pour l'y aider, l'ordonnance introduit le privilège de *post money* en faveur de ceux qui auront fourni les moyens de financer la période d'observation ou l'exécution du plan<sup>2</sup>.

Avec l'aide d'un moratoire de ses dettes antérieures sur une période maximum de dix ans pouvant être complété par un nouvel apport en *equity*, le débiteur

pourra retrouver le chemin de la profitabilité.

L'ordonnance permet également la prorogation des plans en cours d'exécution et facilite leur éventuelle modification substantielle. Pour faire le lien avec une possible phase amiable, un plan issu de cette phase qui n'aurait recueilli qu'une adhésion majoritaire peut intervenir dans le cadre

d'une sauvegarde accélérée dont l'ordonnance ouvre le champ d'application.

#### • Reprise à la barre

Lorsque ni la voie amiable ni celle de la continuation n'auront permis de faire face, la dernière voie de sauvetage, non plus du débiteur, mais de l'activité, est une cession de celle-ci dans le cadre d'un plan de cession éventuellement préparé au cours d'une phase amiable au cours de laquelle la recherche de repreneurs sera effectuée et pouvant aller jusqu'à une cession *prépackée*<sup>3</sup>.

Dans ce cadre, les dirigeants de droit ou de fait sont en principe exclus des candidats repreneurs. L'ordonnance facilite toutefois cette voie de reprise en permettant au Tribunal d'y recourir sur demande du débiteur ou de l'administrateur judiciaire qui, dorénavant, partagent cette initiative avec le ministère public. Cette modification était souhaitée par de nombreux professionnels, la justification morale de l'exclusion des dirigeants qui auraient par leur inconduite favorisé la survenue des difficultés perdant l'essentiel de sa signification dès lors que la crise actuelle est la source de la défaillance. ■

Par **Alexandre Bastos**, avocat associé, responsable de l'activité Restructuring-Insolvency.

alexandre.bastos@cms-fl.com



et **Guillaume Boute**, docteur en droit, avocat membre de l'équipe Restructuring-Insolvency. Il traite l'ensemble des problématiques soulevées par la défaillance d'entreprises, amiable ou judiciaire. Il intervient tant en conseil qu'en contentieux. Il est chargé d'enseignement à l'Université Paris II Panthéon-Assas et à l'ULCO.

guillaume.boute@cms-fl.com

1. Ordonnance n° 2020-569 du 20 mai 2020.

2. Hors augmentation de capital.

3. Il s'agit alors de procéder à une large recherche de repreneurs de l'activité du débiteur durant la procédure amiable et d'y formaliser une offre de reprise ensuite, éventuellement, arrêtée dans le cadre d'une procédure collective. Le principal avantage de ce schéma réside dans la réduction du délai d'exploitation de l'activité dans le cadre d'une procédure collective et de la destruction de valeur y afférente.

# Crise du Covid-19 : adaptation du contrôle des concentrations à la reprise d'entreprises en difficulté



Par **Virginie Coursière-Pluntz**, avocat counsel en droit de la concurrence. Elle intervient plus particulièrement en accompagnement de dossiers transactionnels et/ou internationaux.

virginie.coursiere-pluntz@cms-fl.com

Dans un contexte de crise économique liée au Covid-19, les autorités de concurrence françaises et européennes vont vraisemblablement être amenées à utiliser les outils à leur disposition pour adapter leur procédure de contrôle des concentrations à la reprise d'entreprises en difficulté. Comment ? En accordant plus fréquemment des dérogations à l'effet suspensif du contrôle des concentrations, ou encore, en faisant davantage application de l'exception de l'entreprise défaillante (*Failing Firm Defense*) dans l'examen d'opérations qui, d'un point de vue purement concurrentiel, peuvent soulever des difficultés sérieuses.

### Dérogation à l'effet suspensif du contrôle des concentrations sollicitée par une entreprise en difficulté

La réalisation d'une opération de concentration ne peut en principe intervenir avant son autorisation par l'autorité compétente (interdiction du *gun jumping*)<sup>1</sup>. Il existe toutefois la possibilité de déroger à ce caractère suspensif, notamment lorsque l'opération consiste en la reprise d'une entreprise en difficulté : l'acquéreur peut demander à l'autorité compétente une autorisation exceptionnelle de procéder à la réalisation de l'opération sans attendre la décision finale afin de pallier la menace pesant sur la viabilité de la cible. Cette dérogation est notamment disponible lorsque la cible est soumise à une procédure collective, dès lors qu'une décision favorable de reprise du Tribunal de commerce pourrait la conduire à un *gun jumping*. L'octroi d'une telle dérogation peut être soumis à des conditions visant à préserver une concurrence effective sur le marché en cause (exemple : dérogation accordée par la Commission européenne au rachat de certains actifs d'Air Berlin par Lufthansa). Dans tous les cas, la dérogation accordée ne préjuge en rien de la décision finale de l'Autorité de la concurrence d'autoriser ou non l'opération

(exemple : décision ADLC n° 18-DCC-95 du 14 juin 2018 relative au secteur des plats cuisinés). Ainsi, dans l'attente d'une décision définitive, l'opération ne doit pas être mise en œuvre de façon irréversible, ni altérer la structure de la concurrence.

### Exception de l'entreprise défaillante

D'origine américaine (*Failing Firm Defense*), cette exception a été consacrée par la Cour de justice (CJCE, 31 mars 1998, *Kali et Salz*, affaire C-68/94), avant sa transposition en droit interne (CE, sect., 6 février 2004, société *Royal Philips Electronic*). Souvent invoquée, elle n'a pourtant été acceptée pour la dernière fois qu'en 2013 devant la Commission européenne, dans le cadre de la reprise d'*Olympic Air* par *Aegean Airlines* (Commission européenne, 9 octobre 2013, *Aegean/Olympic II*, affaire n° Comp/M. 6796). Il s'agit de convaincre les autorités de concurrence de conclure que la prise de contrôle de l'entreprise défaillante, bien qu'elle conduise au renforcement ou à la création d'une position dominante, peut néanmoins être considérée comme compatible avec le marché commun dans la mesure où l'alternative, à savoir la disparition imminente de la cible, serait tout autant, voire davantage, préjudiciable pour la concurrence.

«L'acquéreur peut demander à l'autorité compétente une autorisation exceptionnelle de procéder à la réalisation de l'opération sans attendre la décision finale afin de pallier la menace pesant sur la viabilité de la cible.»

Trois critères cumulatifs doivent être démontrés pour prétendre au bénéfice de cette exception :

- en l'absence de reprise, l'entreprise défaillante est condamnée à disparaître rapidement du marché ;
- il n'existe aucune offre de rachat alternative moins dommageable pour la concurrence ;
- sans la réalisation de l'opération, la disparition des actifs de la cible serait tout autant dommageable pour la concurrence.

Ces trois critères faisant l'objet d'une analyse particulièrement fine de la part des autorités de concurrence, le recours à des experts économiques au soutien de cette exception est fortement recommandé. ■

1. Règlement 139/2004 relatif au contrôle des concentrations, article 7 (1) ; Code de commerce, article L.430-4, al.1.

# Covid-19 : les instruments offerts par le droit social pour affronter la crise

**L**'épidémie de Covid-19 a contraint de nombreuses entreprises à réduire voire à suspendre leur activité. A l'heure du déconfinement, des difficultés économiques subsistent, sinon s'aggravent, pour nombre d'entre elles et la perspective d'un redémarrage rapide demeure très incertaine. Au-delà des mesures d'urgence spécifiquement mises en place par l'Etat, le droit social offre des instruments adaptés et durables pour permettre aux entreprises d'affronter la crise en repensant leur force de travail.

### Les instruments conjoncturels

Afin de soutenir les entreprises, le Gouvernement a su prendre des mesures immédiates en adaptant temporairement le droit du travail.

L'activité partielle, largement aménagée pour prévenir les licenciements économiques et maintenir les salariés dans les emplois<sup>1</sup>, en est la plus emblématique.

Avec plus de 12,4 millions de demandes de recours enregistrées, ce dispositif incitatif a été massivement sollicité.

Le FNE-formation<sup>2</sup> a d'ailleurs été étendu pour financer les formations

suivies par les salariés en activité partielle sous réserve, pour l'employeur, de s'engager à ne pas licencier les bénéficiaires pendant la durée de leur formation.

Doivent être également rappelés la prise en charge d'arrêts de travail dérogatoires<sup>3</sup> ou encore le report, jusqu'à trois mois et sans pénalité, des délais de paiement des échéances fiscales et/ou sociales des employeurs.

Si ces mesures ont pu contribuer à maintenir temporairement l'emploi en préservant partiellement la situation financière des entreprises, au prix d'un lourd endettement, nombre d'entre elles vont devoir, une fois le gros de la tempête passé, s'atteler à adapter leur force de travail à leur nouvelle situation économique. A cet effet, ces dernières pourront déployer les instruments que le législateur a mis en place ou amélioré ces dernières années et dont il convient de rappeler les contours essentiels.

**«Nombre [d'entreprises] vont devoir [...] s'atteler à adapter leur force de travail à leur nouvelle situation économique.»**

### Les instruments structurels

Outre les instruments «classiques» de réduction des effectifs<sup>4</sup>, la voie de la négociation collective offre des solutions pérennes pour adapter la force de travail des entreprises en période de crise.

L'accord de performance collective (APC)<sup>5</sup>, tout d'abord, autorise ainsi les entreprises confrontées à des variations d'activité à aménager :

- la durée du travail, ses modalités d'organisation et de répartition ;
- la rémunération dans le respect des salaires minima hiérarchiques ;
- les conditions de la mobilité professionnelle ou géographique interne à l'entreprise.

Une fois conclu, les dispositions de l'APC se substituent de plein droit aux clauses contraires et incompatibles des contrats de travail. Le refus d'un salarié de se voir appliquer ces dispositions peut alors constituer un motif de licenciement.

Ce dispositif présente l'avantage de sortir du champ des contraintes afférentes au droit du licenciement économique et de faire confiance aux partenaires sociaux pour adapter la force de travail dans ses différentes dimensions (gestion du temps, de la masse salariale, etc.) à la situation économique et financière de l'entreprise.

Assez proche de l'APC en ce qu'il repose sur une norme négociée permettant des départs en dehors du champ du droit du licenciement économique, l'accord de gestion prévisionnelle de l'emploi et des compétences (GPEC) permet l'optimisation des compétences et la réduction des écarts entre les ressources humaines disponibles et les besoins de l'entreprise.

Concrètement la GPEC peut intégrer un congé de mobilité et des mesures d'accompagnement de fin de carrière afin de réduire les effectifs sur la base du volontariat et sans obligation de réembaucher. Il n'est cependant pas certain que ces outils, qui reposent sur le volontariat, soient massivement utilisés par les entreprises pour régler les difficultés auxquelles elles font face. Il est plutôt à craindre que la voie du licenciement pour motif économique, dont la sécurisation a été renforcée au cours de ces dernières années et qui n'exclut pas la négociation, soit plus largement empruntée. ■



Par **Pierre Bonneau**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Il est notamment le conseil de plusieurs établissements bancaires et financiers et intervient régulièrement sur des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises.

pierre.bonneau@cms-fl.com

1. Décret n° 2020-325 du 25 mars 2020.

2. Fonds national de l'emploi-formation.

3. Garde d'enfant, mesure de précaution, impossibilité de travailler.

4. Licenciement économique et plan de sauvegarde de l'emploi avec ou sans plan de départ volontaire, rupture conventionnelle collective.

5. Ordonnance n° 2017-1385 du 22 septembre 2017 - art. L.2254-2 du Code du travail.

# Le dialogue social à l'heure du Covid-19



Par **Caroline Froger-Michon**, avocat associé en droit du travail et protection sociale. Elle conseille de grands groupes français et internationaux, notamment dans le cadre de problématiques relatives aux restructurations et aux aspects sociaux des opérations de fusion-acquisition.  
caroline.froger-michon@cms-fl.com



et **Aurélie Parchet**, avocat en droit du travail et protection sociale. Elle intervient tant dans les relations individuelles que dans les relations collectives de travail et travaille régulièrement sur des opérations de rapprochement ou de cession d'entreprises.  
aurelie.parchet@cms-fl.com

**C**onscients de l'impératif de maintenir le dialogue social durant cette période de pandémie, les pouvoirs publics ont adapté temporairement les modes traditionnels de communication avec les représentants du personnel et les modalités de conclusion des accords collectifs.

### La visioconférence devient la règle

Le recours à la visioconférence est autorisé durant la période d'état d'urgence sanitaire pour l'ensemble des réunions des instances représentatives du personnel, sans limitation en termes de nombre de réunions, après information des élus par l'employeur<sup>1</sup>. L'employeur peut également décider d'organiser les réunions sous la forme de conférences téléphoniques, après information des élus. En cas d'impossibilité de recourir à ces deux dispositifs ou si un accord d'entreprise le prévoit, les réunions peuvent alternativement se tenir par messagerie instantanée.

Cet assouplissement ne dispense pas l'employeur de veiller aux garanties liées à l'utilisation des dispositifs techniques. Les dispositifs mis en place doivent ainsi garantir :

- l'identification des membres du comité et leur participation effective en assurant la retransmission continue et simultanée du son et/ou de l'image des délibérations ou la communication instantanée des messages écrits lorsque la réunion est tenue par messagerie instantanée ;
- l'anonymat en cas de vote à bulletin secret.

### Modalités assouplies de signature des accords collectifs

Outre la possibilité pour les entreprises de mettre en place un dispositif de signature électronique répondant aux exigences de l'article 1367 du Code civil et du règlement européen n° 910/2014, le ministère du Travail indique dans son questions-réponses que, du fait des circonstances exceptionnelles liées à l'épidémie de Covid-19, le projet d'accord peut être soumis à signature en

l'envoyant à l'ensemble des parties à la négociation :

- si les signataires disposent de moyens d'impression : ils impriment le projet, le paraphent et le signent manuellement puis le numérisent (ou prennent en photo chaque page avec leur téléphone) et renvoient le document signé par voie électronique ;
- s'ils ne disposent pas de moyens d'impression : un exemplaire du projet d'accord peut être envoyé par courrier ou porteur à chaque partie à la négociation. Une fois l'exemplaire reçu, chaque signataire peut signer et paraphe puis numériser (ou prendre en photo) le document et le renvoyer par voie électronique. Selon le ministère du Travail, il est préférable que les signatures de l'ensemble des parties figurent sur le même exemplaire. Si cela n'est pas possible, l'accord signé sera constitué de l'ensemble des exemplaires signés par chaque partie.

Le ministère du Travail mentionne, par ailleurs, qu'une

organisation peut donner mandat à une autre pour signer un accord collectif.

### Consultation des salariés à distance

Dans un certain nombre d'hypothèses et, en particulier, dans les petites entreprises, l'accord collectif doit être soumis à l'approbation des salariés. Le ministère du Travail rappelle qu'une approbation des salariés à distance d'un projet d'accord peut être mise en place via un dispositif électronique. Celui-ci doit néanmoins garantir la confidentialité du vote et l'émargement des personnes consultées.

Contrainte et forcée par le Covid-19, la France comme d'autres pays européens a fait un grand pas vers la digitalisation des relations sociales. En Allemagne, le «Work of Tomorrow Act» vient juste d'être promulgué et prévoit des dispositions similaires en matière de réunions virtuelles des représentants du personnel. Conçus aujourd'hui comme des dispositifs temporaires liés à la crise, espérons toutefois qu'ils soient plébiscités de tous et que cette digitalisation perdure au-delà de la crise actuelle. ■

<sup>1</sup>. Ordonnance n° 2020-389 du 1<sup>er</sup> avril 2020 (article 6) complétée par un décret n° 2020-419 du 10 avril 2020.

A ce jour, la fin de l'état d'urgence sanitaire est prévue le 10 juillet 2020.

# Covid-19 : prêt garanti par l'Etat et contrats bancaires

**Face au contexte inédit lié à la pandémie de Covid-19 (la «crise du Covid-19»), un arsenal législatif et réglementaire a rapidement été mis en place par le Parlement et le Gouvernement afin d'aider les entreprises à maintenir leurs fonctions vitales en état de fonctionnement. En plus de ces mesures de réaction, la crise du Covid-19 a des répercussions sur l'exécution des contrats de financement en cours d'exécution.**

**L'** une des mesures phares du dispositif de soutien apporté aux entreprises françaises est le prêt garanti par l'Etat (PGE), créé par la loi de finances rectificative du 23 mars 2020 (modifiée par la loi de finances rectificative n° 2020-473 du 25 avril 2020) et par l'arrêté du 23 mars 2020 accordant la garantie de l'Etat en application de ladite loi (lui-même également déjà modifié à trois reprises). Les modifications fréquentes du droit applicable au PGE, dont l'interprétation est censée être facilitée par les publications régulières par Bercy d'une foire aux questions, si elles ont le mérite de chercher à s'adapter en temps réel aux besoins de l'économie, n'est pas sans susciter quelques craintes en termes de sécurité juridique. Le PGE permet à une entreprise française qui rencontre des problèmes de trésorerie du fait de la

crise du Covid-19, de contacter une ou plusieurs banques (souvent, issues de son pool bancaire actuel) afin de leur demander, si elle remplit certains critères sujets encore aujourd'hui à évolution, l'octroi d'un prêt qui sera garanti à hauteur de 90 %, 80 % ou 70 % par l'Etat.

Ce PGE, dont le montant total peut atteindre jusqu'à 25 % du chiffre d'affaires brut de l'entreprise emprunteuse, bénéficie de conditions financières et contractuelles avantageuses et l'emprunteur n'aura en principe aucune somme à décaisser au titre de la première année.

Le PGE est d'une durée initiale d'un an et peut être prolongé jusqu'à cinq années supplémentaires sur demande de l'emprunteur. La prime de

garantie, due à l'Etat, est calculée graduellement par année sur la base du capital restant dû du PGE (normalement, de 0,25 % à 2 % selon les cas). S'agissant spécifiquement des grandes entreprises (plus de 5 000 salariés ou plus d'1,5 milliards d'euros de chiffres d'affaires), une très large majorité de ces mesures peuvent faire l'objet d'aménagements et l'expérience prouve qu'il est régulièrement fait application de ces dérogations. En revanche, ces entreprises (et leurs groupes<sup>1</sup>) doivent s'engager au cours de l'année 2020 (à compter du 27 mars 2020) à :

- ne pas verser de dividendes à leurs actionnaires (hors obligations légales) ; et
- à ne pas procéder à des rachats d'actions.

Le PGE ne constitue pas pour autant une panacée. Il est une dette bancaire à propos de laquelle l'emprunteur doit se demander s'il a la capacité

de pouvoir la rembourser à l'issue de la première année. D'autre part, comme corollaire de ce qui vient d'être dit, il n'y a pas un droit au PGE qui ne constitue pas de l'*helicopter money* : la pratique montre que les banques sont extrêmement vigilantes dans l'octroi de ce dispositif, en particulier, semble-t-il, pour les ETI.

Par ailleurs, s'agissant d'un emprunteur bénéficiant déjà d'un financement, la crise du Covid-19 est susceptible de rendre nécessaire l'obtention de certains waivers :

- d'abord, pour autoriser la mise en place même du PGE, laquelle sera sûrement interdite par les clauses de limitation d'endettement financier additionnel ;



Par **Alexandre Bordenave**, avocat counsel en droit bancaire et financier. Il intervient en matière de titrisation et de dettes ainsi qu'en financements structurés.

alexandre.bordenave@cms-fl.com



**Philippe Gosset**, avocat counsel en fiscalité. Il intervient tant en matière de fiscalité des transactions et private equity que dans le domaine de la fiscalité des entrepreneurs, actionnaires et dirigeants.

philippe.gosset@cms-fl.com

<sup>1</sup>. La définition du groupe retenu est celle utilisée pour l'intégration fiscale et pour la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises.

# Dossier - Covid-19 : impacts sur les opérations de M&A



et **Alexandre Chazot**, avocat en droit bancaire et financier. Il intervient notamment dans le cadre d'opérations de financement structurés, tant en France qu'à l'étranger. [alexandre.chazot@cms-fl.com](mailto:alexandre.chazot@cms-fl.com)

- ensuite, pour déroger aux cas de défauts liés à la survenance d'un événement significatif défavorable (ESD ou *Material Adverse Change*). Même si prouver la survenance d'un ESD peut s'avérer plus difficile qu'il n'y paraît pour le créancier concerné, il semble opportun pour l'emprunteur de prendre l'initiative de faire une demande auprès de ses bailleurs de fonds afin que ceux-ci renoncent, pendant une durée déterminée, à leurs droits contractuels dans la documentation au titre de la constatation d'un ESD du fait de la crise du Covid-19 ;

- enfin et plus généralement, pour déroger à l'ensemble des cas de défaut liés à la dégradation de certains indicateurs financiers de son activité ou calculés sur la valeur de ses actifs (*Leverage Ratio*, *LTV Ratio*, etc.).

Enfin, à défaut d'obtenir un *waiver*, un emprunteur devrait pouvoir s'appuyer sur les dispositions de l'ordonnance n° 2020-306 telle que modifiée. Ce texte permet en effet de protéger un débiteur qui, entre le 12 mars 2020 et le 23 juin 2020, ne serait pas en mesure d'exécuter certaines de ses obligations contractuelles. Sans lui donner le droit de déroger à ses engage-

ments, ces dispositions prévoient notamment que les clauses résolutoires et les clauses prévoyant une déchéance, «*lorsqu'elles ont pour objet de sanctionner l'inexécution d'une obligation dans un délai déterminé*», sont réputées ne pas produire effet si ce délai a expiré pendant la période protégée.

Dans les contrats de financement, les clauses d'accélération en cas de défaut ne devraient donc pas pouvoir être mises en œuvre avant le 24 juin 2020 dès lors que l'inexécution contractuelle en cause est intervenue pendant la période protégée, sans pour autant empêcher la réalisation des sûretés garantissant la dette impayée.

Le Gouvernement a laissé entendre que les parties peuvent renoncer contractuellement au mécanisme protecteur de l'ordonnance n° 2020-306. Si tel est bien le cas, une bonne solution pour un emprunteur serait de prévoir des aménagements afin d'éviter un risque d'accélération de sa dette pour des engagements pour lesquels il sait déjà qu'il ne pourra les respecter. Cela pourrait par exemple concerner les clauses d'*equity cure*. ■

## C'M'S' Francis Lefebvre

Avocats

2 rue Ancelle 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex

T +33 1 47 38 55 00

[cms.law/fl](http://cms.law/fl)

[linkedin.com/company/cms-francis-lefebvre-avocats](https://linkedin.com/company/cms-francis-lefebvre-avocats)  
 [twitter.com/cms\\_fl](https://twitter.com/cms_fl)

Retrouvez toutes les informations relatives à notre activité en Private Equity :



**Option**  
**Finance**

Supplément du numéro 1537 du Lundi 9 décembre 2019 - Option Finance - 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. 01 53 63 55 55

SAS au capital de 2 043 312 € RCB Paris 343256327 - Directeur de la publication : Jean-Guillaume d'Ornano

Service abonnements : 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. 01 53 63 55 58 Fax : 01 53 63 55 60 - Email : [abonnement@optionfinance.fr](mailto:abonnement@optionfinance.fr)

Impression : Megatop - Naintre - Origine du papier : Autriche - Taux de fibres recyclées : 0 %, Certification PEFC,

Impact sur l'eau Ptot : 0.04 kg/tonne - N° commission paritaire : 0922 T 83896



**PEFC** 10-31-1523 / Certifié PEFC / Ce produit est issu de forêts gérées durablement et de sources contrôlées. / [pefc-france.org](http://pefc-france.org)