

La clause MAC et l'épisode Covid

Introduction	1
<u>I. La clause MAC : les apparences d'un mécanisme contractuel adapté à un événement tel que le Covid</u>	2
A. Status quo ante-bellum : le Covid, un MAC axiomatique	2
a. L'anatomie d'une clause MAC	2
i. Structure	2
ii. Qualification	3
b. L'économie d'une clause MAC	3
B. Rationales et perspective comparative de la clause MAC	4
a. Les rationales d'une clause MAC et ses enjeux en temps de Covid	4
i. La rupture potentielle et le levier de négociation	4
ii. Le gage de confiance : asymétrie d'information	5
iii. L'incitation comportementale	5
iv. L'allocation optimale du risque exogène	5
b. La clause MAC, un instrument mieux adapté au Covid que d'autres mécanismes tirés du droit des contrats	6
i. Clause MAC et force majeure	6
ii. Clause MAC et clause de dédit	7
iii. Clause MAC et imprévision	7
<u>II. La clause MAC : un mécanisme intrinsèquement limité et fortement concurrencé en temps de Covid</u>	7
A. Les limites inhérentes aux clauses MAC	8
a. La multiplication des <i>carve-outs</i> et les difficultés liées aux <i>carve-backs</i>	8
b. La clause MAC face à l'incertitude	9
B. Les implications de l'épisode Covid pour la pratique post-pandémique	10
a. Les leçons tirées pour la rédaction des clauses MAC	10
i. Répartir <i>ex ante</i> le risque de pandémie	10
ii. Définir le groupe de comparaison pour les <i>carve-backs</i> de disproportionnalité	10
iii. Définir précisément les métriques et seuils et la période considérée	11
iv. Prendre garde à la formulation des « <i>prong two</i> »	11
b. Concurrence avec des alternatives plus adaptées à l'objectif poursuivi	11
i. Les <i>Ordinary Course Covenants</i>	11
ii. Les clauses d' <i>earn-out</i>	12
iii. Les clauses d'ajustement de prix	12
iv. La vente séquencée avec <i>put / call options</i>	12
v. La garantie spécifique liée au Covid	13
Conclusion	13

Faiza Saeed, associée présidente du cabinet d'avocats *Cravath, Swaine & Moore*, avait comparé en 2008 la clause *MAC* à une « *hydre à 10 têtes* »¹. Ces clauses revêtent en effet une grande complexité, comme l'ont révélé les débats dans la doctrine et la pratique au début de l'épisode du Covid.

La clause de *Material Adverse Change* ou de « *changement significatif défavorable* », peut être définie de manière générale comme une clause permettant « à l'acquéreur de se prémunir contre d'éventuels changements défavorables de circonstances économiques qui pourraient survenir avant la finalisation de l'opération et qui seraient de nature à affecter l'économie générale du contrat »². Certaines définitions plus restrictives considèrent que seules sont des clauses *MAC* celles qui permettent à l'acheteur de sortir du deal en cas de *Material Adverse Change*, bien qu'il existe d'autres possibilités. Il faut noter qu'elles peuvent également être incluses dans des contrats de financement ; ce présent article se focalisera sur les transactions de *M&A*.

Comme son nom l'indique, la clause *MAC* est d'origine anglo-saxonne. Elle se développe à l'initiative des avocats transactionnels pour gérer l'incertitude liée à la période entre le *signing* et le *closing*³. Les premières références à cette clause apparaissent dans des articles juridiques étatsuniens dès les années 1940⁴. Elle est d'ailleurs aujourd'hui présente dans la quasi-totalité des acquisitions aux Etats-Unis ; à savoir 89% d'entre elles en 2019 selon une étude de *Nixon Peabody*⁵. Cependant, en Europe continentale, seuls 15% des contrats d'acquisition en contiendraient une⁶.

Leur popularité parmi les avocats étatsuniens s'explique notamment par le fait qu'elles offrent une porte de sortie en cas d'événements imprévus durant la période d'intérim, ce qui tend à arriver relativement fréquemment comme le démontrait une étude qui comptait 8.6% de deals affectés sur un échantillon de 755 transactions⁷. Elles reviennent sur le devant de la scène en temps de circonstances extraordinaires. Ce fut le cas lors des attentats du 11 septembre 2001 et de la crise des *subprimes*⁸. La crise du Covid ne fait pas exception à cette règle. Les bouleversements de l'activité économique ont changé les données de nombreuses transactions et la question du recours à la clause *MAC* s'est faite centrale.

Plus d'une année et demie s'étant écoulée depuis le début de l'épisode Covid, cet article s'attache à comprendre pourquoi la clause *MAC* n'a eu qu'une pertinence très limitée dans le contexte pandémique (II), alors que la crise du Covid semble être le *Material Adverse Change* par excellence (I).

¹ Citée par Elken, A. C. « Rethinking the material adverse change clause in merger and acquisition agreements: should the United States consider the British model » in *S. Cal. L. Rev.* 82 (p. 293), 2008.

² « Mémento Transmission d'entreprise 2020-2021 » in *Francis Lefebvre*, 2021.

³ Stefanowski, R. V. « Material Adverse Change: Lessons from Failed M&As » in *John Wiley & Sons* (xiii), 2018.

⁴ Fuld, J. J. « Some Practical Aspects of a Merger » in *Harvard Law Review* n° 60 (p. 1092), 1946. Cité par Elken, A. C. *Idem. Op. Cit.*

⁵ Keefe, C. *et al.* « 2019 MAC Survey » in *Nixon Peabody*, 2019.

⁶ Boyet, R. et Fevre, A. « COVID-19 : intérêt des clauses de force majeure, hardship et MAC » in *CMS Francis Lefebvre*, 2020.

⁷ Denis, D. J., et Macias, A. J. « Material adverse change clauses and acquisition dynamics » in *Journal of Financial and Quantitative Analysis* n°48.3 (pp. 819-847), 2013.

⁸ Marcus, D. « Material Change Clauses Scrutinized After Sept. 11 » in *New York Law Journal*, 2002.

I. La clause *MAC* : les apparences d'un mécanisme contractuel adapté à un événement tel que le Covid-19

A. Status quo ante-bellum : le Covid, un *MAC* axiomatique

a. L'anatomie d'une clause *MAC*

i. *Structure*

Bien que les clauses puissent largement varier d'un contrat à l'autre, certaines tendances ont distinctement émergé selon Subramanian et Petrucci⁹. Ainsi, trois parties différentes peuvent généralement être distinguées.

Tout d'abord, les clauses *MAC* commencent souvent par une définition basique et large du concept de *MAC*. Cette partie est relativement vague dans la mesure où elle se limite à définir un *Material Adverse Change* comme étant « *any event, fact, circumstance, change, or development that, individually (or in the aggregate), would (or could) reasonably be expected to have a material adverse effect (not further defined) on the target company and its subsidiaries as a whole, such as on its business, financial condition, or results of operations* »¹⁰. Les éléments déclencheurs peuvent aussi comprendre une modification de l'« *actif ou du passif* » ou des « *propriétés* » de la cible¹¹. Toutefois, certaines clauses *MAC* peuvent aussi comporter une liste plus précise d'événements constituant un *MAC*¹².

La seconde partie est celle des *carve-outs* qui permet d'exclure explicitement des catégories d'événements de la notion de *MAC*¹³. Ces risques sont donc transférés à l'acheteur. Les *carve-outs* concernent souvent des changements liés à l'économie, l'industrie, les marchés financiers ou encore à la réglementation. En *Annexe 1* figure une typologie des *carve-outs* les plus fréquents.

La troisième partie contient des « *exceptions aux exceptions* »¹⁴, souvent appelées *carve-backs* qui stipulent que certains risques mentionnés dans les *carve-outs* sont susceptibles de constituer un changement adverse significatif sous certaines conditions. Le plus souvent, il s'agit du cas dans lequel un événement affecte disproportionnellement la cible par rapport au reste du secteur.

Ces trois parties constituent ce que les anglo-saxons appellent le « *prong one* » ou la première branche de la clause. Le « *prong two* » concerne les événements qui pourrait porter atteinte à la capacité du vendeur à conclure la transaction ou à remplir ses obligations nées du contrat d'acquisition. Il n'est généralement pas sujet à des *carve-outs*¹⁵.

La clause *MAC* du contrat entre LVMH et Tiffany (*Annexe 2*) est un exemple archétypique de cette structure de clause. L'engouement pour la clause *MAC* à l'aube de la pandémie s'explique

⁹ Subramanian, G., et Petrucci, C. « Deals in the Time of Pandemic » in *Columbia Law Review*, Forthcoming (p. 1414), 2021.

¹⁰ *Idem. Op. Cit.*

¹¹ *Idem. Op. Cit.* (p. 1448).

¹² Dethomas, A. *et al.* « L'impact du COVID-19 et des mesures gouvernementales sur la capacité des parties à exécuter leurs obligations contractuelles – force majeure, révision du contrat pour imprévision et clauses *MAC* » in *Hogan Lovells LLP*, 2020.

¹³ Barday, S. *et al.* « Material Adverse Change or Event clauses: Practical guidance for assessing contracts in light of the COVID-19 crisis » in *Gibson Dunn LLP*, 2020.

¹⁴ Subramanian, G., et Petrucci, C. *Op. Cit.*

¹⁵ Herman, A. *et al.* « COVID-19 as a Material Adverse Effect? A Discussion of Recent Cases » in *Kramer, Levin, Naftalis & Frankel LLP*, 2020.

notamment par le fait que la crise du Covid est un exemple axiomatique d'événements correspondant à la définition de la première partie de la clause¹⁶.

ii. *Qualification*

En droit français, la qualification juridique des clauses *MAC* dépend de leur rédaction.

Il peut tout d'abord s'agir d'une clause résolutoire telle que définie aux articles 1304 et suivants du Code civil (voir un exemple en *Annexe 3*). La rédaction de la clause est telle que la survenance d'un changement significatif négatif entraîne alors l'anéantissement de l'obligation (art. 1304 al. 3 du Code civil). En outre, l'extinction de l'obligation est rétroactive sauf convention contraire ou si les prestations échangées ont trouvé leur utilité au fur et à mesure de l'exécution réciproque (Art. 1304-7 du Code civil)¹⁷.

La clause *MAC* peut aussi poser la *non*-survenance d'un changement défavorable significatif comme une condition suspensive. Selon l'article 1304 al. 2 du Code civil, l'accomplissement de cette condition rend alors l'obligation « *pure et simple* ». Pour les contrats conclus depuis l'entrée en vigueur de l'*ordonnance n°2016-131* du 10 février 2016, la conclusion du contrat lors de l'accomplissement de la condition n'est plus rétroactive, sauf convention contraire.

Deux formes alternatives, quoique plus marginales, existent encore¹⁸ : la garantie et la clause prévoyant la renégociation du contrat plutôt que sa non-conclusion ou son anéantissement. Ces deux formes étant plus rares et proches d'autres clauses, cet article met l'accent sur les clauses *MAC* comportant une condition suspensive ou résolutoire.

b. L'économie d'une clause *MAC*

Au cours des 30 années précédant la crise du Covid, les clauses *MAC* ont eu tendance à devenir un point d'achoppement plus important entre les parties. L'acheteur et le vendeur s'accordent sur la rédaction de la clause à l'issue d'âpres négociations, au cours desquelles ils défendent leurs intérêts, divergeant sur certains points. Si ces clauses sont quasi-omniprésentes aux États-Unis, leur inclusion n'est pas aussi évidente dans les contrats français. Aussi les acheteurs peinent-ils parfois à en obtenir, notamment lorsque le processus de vente est intermédié et concurrentiel¹⁹.

En premier lieu, il convient de mentionner que les deux parties ont un intérêt commun à ce que la clause ne soit pas *excessivement* vague ou générale. Pour le vendeur, il s'agit évidemment de sécuriser la transaction de manière à ce que l'acheteur ne puisse pas en sortir trop aisément. De plus, il est souvent dans son intérêt d'apporter davantage de précisions aux clauses *MAC* via des *carve-outs*. Pour l'acheteur, le manque de précision pourrait mener à la nullité du contrat pour cause de potestativité²⁰. L'article 1304-2 du Code civil dispose effectivement qu'« [e]st nulle l'obligation contractée sous une condition dont la réalisation dépend de la seule volonté du débiteur. ». Une clause *MAC* rédigée de manière excessivement vague pourrait donc s'exposer au risque d'être perçue comme donnant une option à l'acheteur de se retirer du *deal* selon son bon vouloir. Pour les deux parties, il s'agit également de ne pas laisser une marge d'interprétation trop large au juge, qui dénaturerait leur engagement.

¹⁶ Quinn, B. JM. « Mergers, MACs, and COVID-19 » in *University of Richmond Law Review* 55 (p. 600), 2021.

¹⁷ « Origine de la MAC clause » in *Lamy Droit des contrats*, 2020.

¹⁸ *Ibid. Op. Cit.*

¹⁹ Hebbat, I. « Du Covid-19 à l'affaire LVMH/Tiffany : le grand retour de la clause MAC » in *Petites affiches n°248*, 11 décembre 2020.

²⁰ MacElhone, I., *et al.* « La clause MAC dans les opérations de M&A post Covid-19 : application et conseils de rédaction » in *Le Monde du Droit*, 17 décembre 2020.

En outre, les négociations peuvent porter sur des points de formulation de la clause qui vont la rendre plus ou moins facile à mettre en œuvre. Les *carve-backs* liés à la disproportionnalité de l'impact d'un événement sur la cible par rapport au reste de l'industrie ou de l'économie en sont un exemple. Une manière « *buyer friendly* » de rédiger cette partie de la clause consiste à prévoir que la matérialité de l'événement sera appréciée par rapport à l'intégralité de son impact sur la cible. Une manière plus « *seller-friendly* » de la rédiger est de considérer que seul l'impact négatif incrémental sera pris en compte pour juger de la matérialité de l'impact²¹. Si le secteur connaît une baisse de 50% de son activité et la cible une baisse de 60%, seuls les 10% de différence seraient pris en compte. Une autre distinction, souvent éludée par la doctrine, est celle entre, d'une part, les clauses requérant un lien de causalité entre l'événement constituant un *MAC* ou un *carve-out* et la sous-performance de la cible et, d'autre part, celles qui se contentent d'exiger que ces deux phénomènes soient « *liés* »²². Cela a été un point de contention entre Tiffany et LVMH, le groupe français arguant que la dégradation des résultats n'était pas « *causée* » par des conditions économiques ou politiques générales (sujettes à *carve-out*) mais par la pandémie directement²³ (non sujette à *carve-out* explicite).

En outre, un de ces débats semble cristalliser le rapport de force entre vendeur et acquéreur ; il concerne le fait d'apposer l'expression « *reasonably likely* » à la définition de la *MAC*. Il suffit alors qu'il soit raisonnablement probable que l'événement mène à un changement adverse significatif. La nuance est importante car une révision à la baisse des prévisions n'apparaît que dans 1.5% des transactions de plus d'un milliard de dollars entre janvier 2005 et avril 2020 (N=1293)²⁴. Or, la valeur d'une entreprise est souvent basée sur ses perspectives de performance. La formule « *reasonably likely* » permet donc de mieux prendre en compte un événement qui aurait eu un impact sur les comptes prévisionnels de la société. L'échantillon susmentionné de 1293 transactions présente un relatif équilibre en la matière dans la mesure où 48% des clauses *MAC* comportent cette formule, dont celle du contrat entre LVMH et Tiffany (*Annexe 2*).

Ainsi, les clauses *MAC* peuvent beaucoup différer d'un contrat à l'autre et toute clause se place le long d'un continuum entre « *most buyer friendly* » et « *most seller friendly* ». Au début de la crise du Covid, les clauses *MAC* ont donc suscité d'importants espoirs puisqu'il a fallu étudier au cas par cas si une clause donnée pouvait servir de menace crédible de retrait d'un *deal*.

B. Rationales et perspective comparative de la clause *MAC*

a. Les rationales d'une clause *MAC* et ses enjeux en temps de Covid

Les différentes fonctions poursuivies par la clause *MAC* en font un mécanisme en apparence très efficace en temps de Covid.

i. *La rupture potentielle et le levier de négociation*

La quintessence de la clause *MAC* réside dans la possibilité pour l'acquéreur de rompre le *deal* et de ne pas procéder *in fine* à l'acquisition en cas de changement significativement défavorable. En ce sens, en temps de Covid, nombre de parties à des contrats de fusions-acquisitions conclus

²¹ Subramanian, G., et Petrucci, C. *Op. Cit.* (p. 1414).

²² *Ibid. Op. Cit.*

²³ LVMH'S Verified Counterclaim and Answer to Verified Complaint (Sept. 28, 2020) cité dans Zlatev, J. et Raseem, F. « Case Study: LVMH-Tiffany » in *Harvard Business School* (p. 15), 2021.

²⁴ *Ibid. Op. Cit.* (p. 1444).

avant la pandémie ont cherché à faire jouer cette clause, tel que Sycamore dans son achat des parts de Victoria's Secret en avril 2020²⁵.

Mais au-delà de la rupture *per se*, il s'avère que la clause *MAC* sert surtout de levier de négociation pour l'acquéreur, le coût d'un contentieux étant potentiellement élevé. En témoigne la rareté des résolutions contractuelles ordonnées par les juridictions sur la base d'une clause *MAC* : à titre d'exemple, il a fallu attendre 2018 pour qu'elle soit pour la première fois prononcée dans le Delaware²⁶. Cela est d'autant plus pertinent durant l'épisode pandémique, l'acheteur pouvant tirer profit de la crise afin de renégocier à la baisse le prix d'achat, comme l'a fait LVMH pour Tiffany & Co²⁷.

ii. *Le gage de confiance : asymétrie d'information*

Les clauses *MAC* peuvent aussi être utilisées comme un gage de confiance. Compte tenu de l'asymétrie d'information existant entre acheteur et vendeur, en acceptant d'insérer une clause *MAC*, le vendeur envoie à l'acheteur un signal sur la confiance qu'il a dans la valeur réelle de l'entreprise cédée²⁸. Cela est d'autant plus pertinent pour les contrats conclus post-Covid, car une telle clause peut encourager la poursuite des opérations de *M&A* avec davantage de sérénité, en dépit du contexte sanitaire incertain.

iii. *L'incitation comportementale*

Selon la « *théorie de l'investissement* »²⁹, la clause *MAC* favoriserait les investissements par le vendeur entre le *signing* et le *closing*. En alignant les incitations du vendeur avec celles de l'acquéreur, la clause *MAC* pousse ainsi le vendeur à maintenir la valeur de l'entreprise *via* des investissements, de peur de voir l'acquéreur actionner la clause *MAC*. Elle écarterait ainsi les risques « *endogènes* ».

iv. *L'allocation optimale du risque exogène*

Enfin, la clause *MAC* permet une allocation optimale du risque « *exogène* », défini selon la théorie de l'investissement comme un risque ne dépendant pas du niveau d'investissement du vendeur entre le *signing* et le *closing*. De fait, conformément à la théorie des contrats, le coût d'un risque qui ne peut être évité doit être supporté par le « *least-cost avoider* », soit l'acheteur dans le cadre d'une opération *M&A*. Cette approche est cohérente avec le constat empirique selon lequel les *carve-outs* des clauses *MAC* incluent généralement les événements exogènes tels que le Covid. Ainsi, le cabinet d'avocats *Cravath, Swaine & Moore*³⁰ montre qu'entre avril et septembre 2020, toutes les transactions de plus de \$100 millions comportait un *carve-out* visant les effets d'une pandémie. Dans le contexte pandémique, la clause *MAC* apparaît de la sorte d'autant plus pertinente aux yeux du vendeur qu'un acheteur refusant un *carve-out* de pandémie ne serait pas considéré comme « sérieux » aux Etats-Unis³¹.

²⁵ Frankel, A. « Sycamore Partners invokes MAE clause in bid to escape Victoria's Secret deal » in *Reuters*, 22 avril 2020.

²⁶ *Akorn Inc. v. Fresenius Kabi AG*, C. A. n°2018-0300-JTL, 1er octobre 2018.

²⁷ Hebbat, I. « Du Covid-19 à l'affaire LVMH / Tiffany : le grand retour de la clause *MAC* » in *Actu-Juridique*, 14 décembre 2020.

²⁸ Choi, A., et Triantis, G. « Strategic vagueness in contract design : The case of corporate acquisitions » in *Yale Law Journal* n°119 (p. 907), 2009.

²⁹ Gilson, R. J. et Schwartz, A. « Understanding Macs : Moral hazard in acquisitions » in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2004.

³⁰ Zoubek, D. R., et Hochenberg, J. « COVID-19: Impact on M&A Agreements » in *Cravath, Swaine & Moore LLP*, 2020.

³¹ Subramanian, G., et Petrucci, C. *Op. Cit.* (p. 1455).

b. La clause *MAC*, un instrument mieux adapté au Covid que d'autres mécanismes tirés du droit des contrats

La clause *MAC* apparaît d'autant plus adaptée au Covid lorsqu'on en compare le fonctionnement et les effets à d'autres mécanismes tirés du droit des contrats.

i. *Clause MAC et force majeure*

De fait, entre clause *MAC* et force majeure, deux éléments mettent en exergue la meilleure pertinence de la première par rapport à la deuxième : la nature de l'événement et le moment où la clause intervient. Pour la clause *MAC*, seule la survenance d'un événement **défavorable**, contractuellement défini entre les parties, permet d'activer ladite clause et donc de mettre un terme au contrat. *A contrario*, pour avoir efficacement recours à la force majeure, il faut montrer en quoi l'événement a rendu **impossible** pour l'une des parties l'exécution dudit contrat tel qu'initialement convenu. Cette différence est non-négligeable, car elle se traduit par un degré d'exigence probatoire supérieur pour la force majeure. Ainsi, la force majeure présente l'inconvénient d'être plus difficile à démontrer. En effet, en droit français, selon une jurisprudence constante de la Cour de cassation³², trois conditions doivent être réunies afin qu'un événement puisse être qualifié de force majeure et libérer le débiteur de son engagement : l'**extériorité** (ou extranéité), l'**imprévisibilité** et l'**irrésistibilité**. Ces trois critères ont par ailleurs été repris par l'*ordonnance n°2016-131* du 10 février 2016 et codifiés dans le Code civil sous l'article 1218. Dans un contexte pandémique, démontrer que la crise du Covid remplit les conditions susmentionnées n'est pas chose aisée. Si le Covid remplit le critère d'extériorité sans difficulté, il n'en va pas de même pour ceux d'imprévisibilité et d'irrésistibilité. En matière d'irrésistibilité, si l'acquéreur peut adopter des mesures spécifiques et que leur mise en œuvre n'est pas contredite par les stipulations contractuelles, alors il est tenu d'exécuter l'engagement, et ce même si lesdites mesures sont plus onéreuses³³. Par exemple : une restriction du fret pour des raisons sanitaires ne peut justifier la non-livraison de marchandises sur le fondement de la force majeure, s'il est possible de les acheminer par voie aérienne. De plus, la force majeure « financière » ne peut en principe exister pour le débiteur tenu de payer une somme d'argent : la Cour de cassation estime en effet que « *le débiteur d'une obligation contractuelle de somme d'argent inexécutée ne peut s'exonérer de cette obligation en invoquant un cas de force majeure* »³⁴. En ce cas, la force majeure ne peut être invoquée. La clause *MAC* permet de contourner ces difficultés en donnant la possibilité aux parties de définir explicitement ce qui relève pour eux, ou non, du *MAC*. Ainsi, si elles se sont mises d'accord pour considérer qu'une pandémie mondiale constituerait un *MAC* susceptible d'être invoqué pour mettre fin au contrat, l'acquéreur peut activer ladite clause afin de se retirer de l'engagement d'achat. Enfin, rappelons que la force majeure intervient beaucoup plus tard que la clause *MAC* : la première est invocable au stade de l'exécution contractuelle, tandis que la deuxième l'est entre le *signing* et le *closing*. Dans le cadre d'une opération *M&A*, cette différence de temporalité fait elle aussi pencher la balance en faveur de la clause *MAC* car elle permet à l'acquéreur de se désengager au plus vite.

³² Cass., Ass. Plén., 14 avr. 2006, n° 02-11.168.

³³ Tadros, A. « Covid-19 et droit des contrats » in *Revue Lamy Droit civil* n°181, 1^{er} mai 2020.

³⁴ Cass., com., 16 sept. 2014, n°13-20.306.

ii. *Clause MAC et clause de dédit*

De même, à comparer avec la clause de dédit, la clause *MAC* semble mieux adaptée à la crise du Covid car ne reposant pas sur l'unilatéralisme. En effet, les *break-up fees*, qui assurent une fonction compensatoire, permettent à une partie, selon sa seule volonté, de ne pas conclure le contrat moyennant le versement d'une indemnité convenue à l'avance. *A contrario*, la clause *MAC* n'est actionnable qu'en cas de survenance d'un événement indépendant de la volonté des parties. En outre, la clause de dédit est en général stipulée au profit des vendeurs, qui, prenant le risque d'entrer en exclusivité, souhaitent s'assurer que l'acquéreur ne se rétractera pas aisément. A l'inverse, dans l'épisode Covid, la clause *MAC* dessert mieux les intérêts d'un acheteur qui ne voudrait pas mener l'acquisition à terme. Il en résulte que l'objectif poursuivi par la clause *MAC* semble davantage épouser le contexte épidémique que la clause de dédit.

iii. *Clause MAC et imprévision*

Enfin, rapportée à l'imprévision, la clause *MAC* apparaît là aussi plus pertinente dans le contexte du Covid. L'*ordonnance n°2016-131* du 10 février 2016 a consacré la théorie de l'imprévision en l'article 1195 du Code civil. Ce dernier rend ainsi possible, sous certaines conditions, la révision ou, en cas d'échec, la résiliation judiciaire d'un contrat lorsqu'un « *changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque* ». Toutefois, en raison de son caractère supplétif, l'on a assisté à une prolifération des clauses standards « anti-1195 » lesquelles écartaient explicitement son application, rendant de fait impossible le recours à l'imprévision pour renégocier voire résilier le contrat lors de l'apparition du Covid. En particulier pour les contrats de *M&A*, il s'avère que le législateur a écarté les opérations sur titres de sociétés par actions du champ de l'article 1195. En effet, la loi de ratification n°2018-287 du 20 avril 2018 a introduit le nouvel article L. 211-40-1 dans le *Code monétaire et financier*, lequel dispose que « *l'article 1195 du Code civil n'est pas applicable aux obligations qui résultent d'opérations sur les titres (...) mentionnées aux I à III de l'article L. 211-1 du présent code* ». Cette modification limite donc grandement la pertinence de l'article 1195, et souligne d'autant plus l'utilité d'une clause *MAC* dans le contexte du Covid.

Au vu du fonctionnement d'une clause *MAC* et de sa comparaison à d'autres mécanismes contractuels, elle semblerait ainsi faite sur mesure pour une crise telle que celle du Covid, en tant que ce dernier constituerait le *Material Adverse Change* par excellence. Il aurait donc été possible de s'attendre à une multiplication des clauses *MAC* à l'aube du Covid, tant dans leur mise en œuvre, avec le contentieux qui en découle, que dans leur prolifération dans les contrats conclus *a posteriori*. Mais il s'avère que la pratique a démontré une tendance inverse.

II. La clause *MAC* : un mécanisme intrinsèquement limité et fortement concurrencé en temps de Covid

Contrairement à ce que laissait penser le mécanisme d'une clause *MAC*, la pandémie n'a pas entraîné « *le déluge anticipé de contentieux liés à des deals rompus en raison de l'activation de la clause *MAC** »³⁵.

³⁵ Columbres, C., Lee, T. « Reverse break-up fees emerge in response to deal terminations » in *White & Case LLP*, 30 juillet 2021.

A. Les limites inhérentes aux clauses *MAC*

a. La multiplication des *carve-outs* et les difficultés liées aux *carve-backs*

L'une des raisons explicatives a trait aux limites inhérentes aux clauses *MAC per se*, qui se traduisent notamment par la multiplication des *carve-outs*. En effet, la rédaction d'une clause *MAC* n'étant restreinte que par les principes directeurs en droit des contrats, les parties sont libres d'y définir l'événement significatif défavorable (ou *MAC*) comme bon leur semble. Ces *carve-outs* peuvent, dans un premier temps, être généraux, et donc concerner toute une série d'événements exogènes, tels que l'économie ou le marché en général, l'industrie, la loi, les règles comptables, une guerre ou des actes de terrorisme. La pratique contractuelle a d'ailleurs vu une prolifération de ces *carve-outs* tout au long des années 2000, tant et si bien qu'en 2010, 100% des clauses *MAC* étatsuniennes excluaient tout impact sur l'économie en général de leur champ³⁶ (*Annexe 4*). C'est notamment par ce biais que certains vendeurs ont tenté de maintenir la cession en temps de Covid. Tel a été le cas dans l'affaire *Fairstone Financial Holdings Inc. v. Duo Bank of Canada*³⁷. En l'espèce, le contrat conclu entre les parties contenait une clause *MAC* et un *carve-out* stipulant « *worldwide, national, provincial or local conditions or circumstances (...) including (...) emergencies, crises (...)* ». Telle que formulée, aucune référence explicite à une pandémie n'est faite. Toutefois, la cour de l'Ontario a estimé que le Covid faisait partie des « *worldwide, national emergency* » car le gouvernement canadien l'avait qualifié comme tel³⁸. En conséquence, le *carve-out*, pourtant rédigé par les parties sans qu'elles n'aient songé à une pandémie, a neutralisé la mise en œuvre de la clause *MAC*. De même, les juges du Delaware ont pu considérer que la pandémie rentrait dans des *carve-outs* plus généraux liés aux « *calamities* » et aux « *natural disasters* »³⁹. Il est en outre possible d'exclure explicitement des *MAC* une pandémie mondiale telle que le Covid. Ce fut le cas du contrat conclu entre Sycamore LLP et Victoria's Secret, par exemple⁴⁰. Ainsi, comme le soulignent Subramanian et Petrucci, si certains contrats précisaient déjà l'exclusion d'une pandémie avant le Covid, l'on a assisté à une prolifération exponentielle de ce type de *carve-out* en 2020 : l'on est passé de 30% en 2019 à 60% en 2020, soit une multiplication par 2 (*Annexe 5*)⁴¹.

Il est possible de tempérer ces difficultés par la mise en œuvre de *carve-backs*, qui sont des exceptions contractuelles aux *carve-outs*. Toutefois, leur efficacité demeure limitée. En effet, il faut pour cela démontrer un « impact matériellement disproportionné » lié à la pandémie⁴². C'est en anticipant un tel argument que Tiffany & Co a tenté, devant la juridiction du Delaware, de démontrer en quoi l'impact pandémique sur son activité n'était en rien disproportionné⁴³. La difficulté réside alors dans la capacité pour l'acquéreur qui souhaite activer la clause *MAC* à prouver en quoi l'impact sur la cible serait matériellement disproportionné par rapport à ses concurrents. Dans l'affaire susmentionnée *Fairstone*, les juges ont estimé qu'au vu des

³⁶ Whoriskey, N. « Runaway MAC Carve-outs » in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 janvier 2013.

³⁷ *Fairstone Financial Holding Inc v. Duo Bank of Canada*, 2020 ONSC 7397 (CanLII), 2 décembre 2020.

³⁸ Ungerman, T. « *MAC/MAE Clauses in the Context of Covid-19* » in *Deal Law Wire – Norton Rose Fulbright*, 6 janvier 2021.

³⁹ *AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels & Resorts One LLC* (Del. Ch. May 5, 2020) citée dans Herman, A. *et al. Op. Cit.*

⁴⁰ Frankel, A. *Op. Cit.*

⁴¹ Subramanian, G., et Petrucci, C. *Op. Cit.* (p. 1414).

⁴² Subramanian, G., et Petrucci, C. *Op. Cit.* (p. 1414).

⁴³ Subramanian, G. *et al.* « *LVMH's Bid for Tiffany & Co* » in *Harvard Law Review*, n°9-921-049, 22 mars 2021.

conséquences sur les entreprises du même secteur, le Covid ne remplissait pas ce critère disproportionnel, donnant ainsi toute sa force au *carve-out* et neutralisant de fait la clause *MAC*.

En définitive, aux yeux de l'acquéreur, la clause *MAC* semble mieux fonctionner en tant que levier de renégociation que de motif de rupture contractuelle. Mais là aussi, le *bargaining power* qu'offre la clause *MAC* est fortement limité, ainsi qu'en témoigne la victoire à la Pyrrhus de LVMH face à Tiffany & Co : sur un contrat d'acquisition de près de \$16 milliards, le groupe de luxe n'est parvenu à obtenir qu'une révision du prix de \$400 millions, soit une diminution de 2.5% de la somme initialement convenue⁴⁴.

b. La clause *MAC* face à l'incertitude

La clause *MAC* en temps de Covid est aussi limitée par l'incertitude, et ce sur plusieurs plans, à commencer par le manque de jurisprudence française en la matière. En effet, contrairement aux Etats-Unis, il n'existe pas en droit français de définition jurisprudentielle du « changement défavorable significatif ». Des ébauches de définition peuvent être décelées dans certains arrêts⁴⁵, mais demeurent au stade embryonnaire. S'il est possible de s'inspirer de la définition étatsunienne telle que donnée dans le fameux arrêt *IBP Inc. v. Tyson Foods Inc. et al.*⁴⁶, laquelle repose sur le critère de perspective long-terme d'un acquéreur raisonnable, une telle lacune laisse néanmoins une marge d'interprétation très large au juge français. Celui-ci est alors en mesure d'apprécier assez librement, au cas par cas, si le Covid constitue un *MAC* ou non. Cela limite donc le degré de certitude des parties en temps de Covid quant à l'applicabilité de la clause *MAC*, voire alimente un sentiment d'imprévisibilité et d'insécurité juridique.

La clause *MAC* est aussi source d'incertitude en raison de sa soumission à l'interprétation du juge, qui peut la contrôler sous l'angle du « déséquilibre significatif » (article L. 442-1, I, 2° du Code de commerce)⁴⁷.

De plus, adoptée en réponse au Covid, l'*ordonnance n°2020-306* du 25 mars 2020 a, dans son article 4, suspendu les effets des clauses résolutoires pour une durée définie dans le texte. De fait, si la clause *MAC* a été rédigée sous forme de clause résolutoire, son « actionnabilité » s'en est retrouvée temporairement impactée, limitant d'autant plus son efficacité.

Enfin, un dernier facteur d'incertitude de la clause *MAC* a trait à la pandémie elle-même, et plus particulièrement à sa prévisibilité et à son impact. La durée de la pandémie étant incertaine, il est difficile de savoir si son impact sera durable sur la cible de l'opération. Or, la durabilité de l'impact est un critère que les juges prennent en compte pour apprécier la qualification du *MAC*⁴⁸. En ce sens, l'adoption de seuils comptables et/ou financiers annuels (marges d'*EBITDA* ou d'*EBIT*, baisse du chiffre d'affaires ou du résultat net, ratio de solvabilité etc.) ne permet guère de résoudre le problème puisque la baisse observée n'est peut-être que temporaire, pouvant ainsi disparaître avec la reprise économique.

⁴⁴ Quinn, B. JM. *Op. Cit.*

⁴⁵ CA Paris, pôle 5, ch. 9, 22 mars 2018, n°16/24541.

⁴⁶ *IBP Inc. v. Tyson Foods Inc. et al.*, C. A. n°18373, Delaware Chancery Court, 18 juin 2001 : « *A short-term hiccup in earnings should not suffice ; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the long-term perspective of a reasonable acquiror* ».

⁴⁷ Tadros, A. *Op. Cit.*

⁴⁸ MacElhone, I. *et al. C. Op. Cit.*

B. Les implications de l'épisode Covid pour la pratique post-pandémique

a. Les leçons tirées pour la rédaction des clauses *MAC*

Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, les clauses *MAC* se sont avérées être des outils imparfaits. Un certain nombre de leçons semblent donc pouvoir être retenues de cette crise par rapport à la manière dont une clause *MAC* peut être rédigée. Les clauses *MAC* étant plus utilisées aux Etats-Unis, étudier les tendances qui y sont observées peut aussi être intéressant pour les acteurs du marché français.

i. *Répartir ex ante le risque de pandémie*

La première, et la plus évidente d'entre elles, est qu'il semble pertinent de **prévoir explicitement quelle partie supportera le risque d'une pandémie** en général. Les parties les plus consciencieuses pourraient même prévoir, de manière plus large, qui supporterait le risque d'une crise sanitaire majeure. En effet, l'*Organisation Mondiale de la Santé* avait attendu le 11 mars 2020 pour déclarer une pandémie, alors que l'épidémie avait déjà eu des conséquences économiques considérables.

La pratique et l'économie habituelle des clauses *MAC* allouent généralement les risques systémiques à l'acheteur et la crise du Covid ne semble pas faire exception, comme les chiffres publiés par *Cravath*⁴⁹ en témoignent. Toutefois, le cabinet *Cleary Gottlieb* recommande aux acheteurs de tout de même essayer d'allouer le risque lié au Covid aux vendeurs⁵⁰. Le risque de pandémie est ainsi inclus dans les *carve-outs* de la plupart des clauses *MAC* écrites depuis le début de la crise. Toutefois, la doctrine défend l'idée qu'un *carve-back* lié à l'effet disproportionnel de la pandémie serait approprié pour les deux parties car il permet de s'assurer que le *business* occupe la même position au sein de son industrie tant au *signing* qu'au *closing*⁵¹. Toujours selon *Cravath*⁵², 80% des *carve-outs* liés au Covid sont sujets à une telle exception. Faute de mentionner le Covid, un vendeur pourra plus aisément faire l'argument que l'acheteur était au courant de ce risque spécifique et l'a accepté en ne le traitant pas dans la clause⁵³. Subramanian et Petrucci sont toutefois conscients du risque que cela induirait dans un contexte aussi volatile qu'une pandémie. Aussi préconisent-ils, tout comme certains praticiens, de porter une attention spécifique à la définition du groupe de comparaison.

ii. *Définir le groupe de comparaison pour les carve-backs de disproportionnalité*

Il est en effet recommandable **de définir par avance à quel groupe d'entreprises la cible sera comparée** pour évaluer le caractère disproportionné de l'impact d'une pandémie. Les précisions peuvent porter sur différents paramètres, tels que la taille de l'entreprise, l'activité ou encore les lieux d'implantations (voir exemples de précisions en *Annexe 6*)⁵⁴. La pratique semble avoir déjà changé par rapport à cela puisque la définition du groupe n'était pas précisée dans seulement 40% des clauses *MAC* entre avril 2020 et novembre 2020 pour lesquels le

⁴⁹ Zoubek, D. R. et Hochenberg, J. *Op. Cit.*

⁵⁰ Salerno M., *et al.* « Return of the MAC? – Protecting Buyers During a Pandemic » in *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton*, 2020.

⁵¹ Kling, L. R. *et al.* « Negotiated Acquisitions of Companies, Subsidiaries and Divisions » in *Law Journal Press*, 2021. Cité dans Subramanian, G., et Petrucci, C. *Op. Cit.* (p. 1467).

⁵² Zoubek, D. R. et Hochenberg, J. *Op. Cit.*

⁵³ Salerno M., *et al.* *Op. Cit.*

⁵⁴ Zoubek, D. R. et Hochenberg, J. *Op. Cit.*

contrat était public et la valeur des capitaux propres supérieure à \$100 millions. Selon *Cravath*, cela contraste fortement avec la pratique pré-Covid⁵⁵.

iii. *Définir précisément les métriques et seuils et la période considérée*

De plus, les **métriques et seuils adoptés** ont une importance particulière, notamment par rapport à leur temporalité. Les clauses *MAC* comportent typiquement des critères de conditions financières servant à évaluer la survenance ou non d'un événement négatif matériel. Cependant, les avocats de *Cleary Gottlieb* mettent en exergue le fait que ce critère est souvent évalué par rapport à la performance de l'entreprise cible dans le long-terme. Or, une pandémie comme le Covid peut provoquer des incertitudes sur le court-terme. Il est donc recommandé de définir des seuils et métriques sur une période donnée telle qu'un semestre⁵⁶. Les métriques et seuils peuvent, entre autres, concerner : (i) une chute des profits, (ii) une perte de commandes ou de clients (iii), une interruption de production (iv), une interruption d'approvisionnement (v), ou la résiliation de contrats matériels⁵⁷. Leur définition précise permet notamment de réduire la marge d'interprétation des juges ; il s'agit d'une « épée à double tranchant » selon les avocats de *Kramer Levin* dans la mesure où la partie qui tirera profit de cette précision dépendra des faits. Cela peut toutefois réduire les coûts de contentieux pour les deux parties⁵⁸.

iv. *Prendre garde à la formulation des « prong two »*

En outre, il faut noter que certains acheteurs ont tenté de s'extraire de transactions en invoquant le « *prong two* » des clauses *MAC* lorsque celles-ci en comportaient un et qu'il concernait la capacité de la cible à remplir ses obligations nées du contrat d'acquisition. Il semblerait **préférable pour les vendeurs de ne pas accepter de tels « prong two », ou du moins de limiter leur champ** à la capacité de la cible de conclure (« *consummate* ») la transaction⁵⁹. Dans l'échantillon étudié par *Cravath*, 62% des deals entre avril et novembre 2020 comportent encore un deuxième *prong* mais seulement 22% de ceux-ci concernent la capacité à remplir ses obligations⁶⁰.

Enfin, certains outils alternatifs semblent pouvoir concurrencer la *MAC* dans la poursuite de ses objectifs.

b. Concurrence avec des alternatives plus adaptées à l'objectif poursuivi

i. *Les Ordinary Course Covenants*

Le premier concurrent ayant émergé de manière inattendue lors de la crise a été celui des *Interim Operating Covenants* ou **Ordinary Course Covenants** (« *OCC* »). Ces *covenants* requièrent que la cible soit gérée de manière « *ordinaire* » entre le *signing* et le *closing*. Elle est généralement une condition au *closing*, de telle sorte que l'acheteur peut invoquer sa non-satisfaction pour se retirer de la transaction. Elles sont parfois accompagnées de la mention selon laquelle la gestion doit être « *consistent with past practice* » (voir l'exemple en *Annexe 7*). La plupart comportent des exceptions à cette règle lorsque le vendeur obtient le consentement de l'acheteur et ce

⁵⁵ Zoubek, D. R. et Hochenberg, J. *Op. Cit.*

⁵⁶ Salerno M., *et al. Op. Cit.*

⁵⁷ *Ibid. Op. Cit.*

⁵⁸ Herman, A. *et al. Op. Cit.*

⁵⁹ *Ibid. Op. Cit.*

⁶⁰ Salerno M., *et al. Op. Cit.*

consentement ne doit généralement pas être « *unreasonably withheld* », ce qui permet au vendeur de bénéficier d'un certain garde-fou⁶¹.

Toutefois, durant l'épisode Covid, ces *covenants* s'avèrent souvent impossibles à respecter. Le prééminent avocat étatsunien Matt Levine écrivait en avril 2020 qu'« *il n'y a en ce moment aucune entreprise [...] qui fonctionne dans son cours ordinaire en conformité avec les pratiques passées* »⁶². Ainsi, étant donné la difficulté à invoquer les clauses *MAC*, de nombreux acheteurs, dont LVMH, ont invoqué la violation de l'*OCC* devant les tribunaux pour tenter de se retirer d'un *deal*. Cela a permis à certains vendeurs de sortir de transactions devant les cours du Delaware, notamment dans la désormais célèbre affaire *AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels and Records One LLC*⁶³. Dans le contexte français, c'est une clause à laquelle il faut désormais porter davantage d'attention selon le cabinet *Bird & Bird*⁶⁴.

Par ailleurs, comme évoqué ci-dessus, la clause *MAC* sert en réalité souvent de levier pour renégocier le prix de la cible. Il semblerait donc que d'autres clauses puissent remplir cette fonction de changement du prix.

ii. *Les clauses d'earn-out*

Une solution peut être d'adopter **une clause d'earn-out** dans laquelle les paiements futurs de l'acheteur seraient dépendants de la performance de l'entreprise sur des indicateurs prédéfinis⁶⁵. L'intuition est que, si un nouveau variant ou une nouvelle pandémie survient et a un impact sur la performance de l'entreprise, l'acheteur n'aura pas à menacer de quitter la transaction et à effectuer des dépenses de contentieux pour obtenir une baisse du prix. Il faut toutefois que le vendeur accepte un prix minoré au *closing* en échange d'un complément si la cible tient ses promesses. En cours d'épisode Covid et dans les secteurs les plus touchés, un tel mécanisme permettrait à certains vendeurs de rendre crédible leur croyance en une reprise de leur activité post-Covid et d'augmenter les chances de réalisation du *deal*⁶⁶. La définition des indicateurs et de la période considérée sera durement négociée.

iii. *Les clauses d'ajustement de prix*

L'adoption d'un **ajustement du prix** sur la base des comptes de *closing* peut aussi servir à faire baisser le prix en cas d'apparition d'un événement ayant un impact négatif sur la performance de l'entreprise cible entre le *signing* et le *closing*⁶⁷. Cependant, l'ajustement du prix ne concernera les variations de certains indicateurs (p. ex. la dette nette, le BFR) que pendant la période d'intérim et il semble donc s'agir d'une mesure à utiliser de manière complémentaire. De plus, il faut prendre en compte son coût, l'incertitude de prix et le risque de contentieux post-*closing* qu'elle engendre par rapport au *locked-box*⁶⁸.

iv. *La vente séquencée avec put / call options*

D'autres auteurs et praticiens proposent des structures plus complexes et donc plus onéreuses tels que des **ventes séquencées** par lesquelles l'acheteur acquiert une partie des titres et investit

⁶¹ Dans l'échantillon étudié par Subramanian et Petrucci, 86% des transactions comportaient une telle exception et 79% de ces exceptions stipulaient que le consentement ne devait pas être « *déraisonnablement refusé* ».

⁶² Cité dans Zlatev, J. et Raseem, F. *Op. Cit.*: 6.

⁶³ *AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels and Records One LLC*, C.A. n° 2020-0310-JTL, Delaware Chancery Court, 30 novembre 2020.

⁶⁴ News Center « COVID-19: impact on M&A transactions in France » in *Bird & Bird LLP*, 2020.

⁶⁵ Salerno M., *et al. Op. Cit.*

⁶⁶ *Ibid. Op. Cit.*

⁶⁷ News Center, *Op. Cit.*

⁶⁸ Aucomte, J., *et al.* « Réflexions autour des principaux impacts de la crise sanitaire actuelle sur les contrats de cession d'actions » in *Auguste Debouzy*, 2020.

le reste postérieurement via des *call* et *put options*⁶⁹. Celles-ci donnent aux parties le droit mutuel de déclencher le reste de la vente à un prix basé sur un multiple de métriques financières lors de l'exercice de l'option. Les options peuvent même être soumises à des conditions d'exercices, ce qui permet d'imaginer une protection supplémentaire de l'acheteur contre un événement inattendu⁷⁰. Ce mécanisme permet de faire supporter au vendeur une partie du risque d'un changement adverse significatif tout en gardant un équilibre avec sa rétention de valeur via la participation qu'il conserve. La détermination du prix d'exercice des options pourrait toutefois être l'objet d'un coûteux contentieux⁷¹.

v. *La garantie spécifique liée au Covid*

Plus intuitivement, l'acheteur peut négocier l'inclusion de **garanties liées au Covid** de manière à répartir le risque plus équitablement et potentiellement obtenir davantage d'informations sur le risque lié à la pandémie pour la cible (voir *Annexe 8* pour une liste d'exemples de garanties pertinentes en temps de Covid). Le vendeur résistera toutefois à des garanties sur les perspectives de la cible et tentera de limiter ses garanties aux informations dont il dispose par rapport à son entreprise⁷².

* * *

En conclusion, au lendemain de l'apparition du Covid, la clause *MAC* portait en elle de nombreux espoirs de rupture et/ou de renégociation contractuelles. Ces espoirs ont été rapidement déçus par la pratique des affaires, notamment en raison des limites rédactionnelles qui y sont associées. Ainsi, si la clause *MAC* semblait être la panacée, il s'avère que les praticiens lui ont préféré d'autres remèdes, mieux adaptés à leurs maux pandémiques.

Toutefois, même en ayant porté toute l'attention nécessaire à l'éventuelle clause *MAC* du contrat d'acquisition, celle incluse dans le contrat de financement peut encore réserver des surprises. *Cleary Gottlieb*⁷³ relève en effet que les clauses *MAC* en financement ne comportent généralement pas la même pléthore de *carve-outs* que celle des *SPAs* (Sale and Purchase Agreements). Un acheteur doit donc prendre garde à aligner ces clauses, sous peine d'avoir à effectuer l'acquisition alors que son prêteur a fait usage de la clause⁷⁴.

⁶⁹ Acher, C. « Coronavirus - Private equity and the pandemic: Future of M&A Part 2 – Global » in *Eversheds Shuterland LLP*, 2020.

⁷⁰ Halliday, C. et Vernon, J. « Coronavirus - Bridging valuation gaps with earn-outs and put/call options – Global » in *Eversheds Shuterland LLP*, 2020.

⁷¹ *Ibid. Op. Cit.*

⁷² « COVID-19: implications for private M&A » in *Thomson Reuters*, 2021.

⁷³ Salerno M., *et al. Op. Cit.*

⁷⁴ *Ibid. Op. Cit.*

ANNEXES

Annexe 1: typologie des *carve-outs* développée par Subramanian et Petrucci

Code: Description
ChEcon: Exception for change in economy or business in general
ChIndus: Exception for change in general conditions of the specific industry
ChSecM: Exception for change in securities markets
ChPrVol: Exception for change in trading price or trading volume of the company's stock
ChIntR: Exception for change in interest rates
ChExch: Exception for change in foreign exchange rates
War: Exception for acts of war, terrorism, or hostilities (human-made disasters)
God: Exception for acts of God (natural disasters)
AnnTran: Exception for effects of the announcement of the transaction
ChAction: Exception for changes caused by the taking of any actions required or permitted or in any way resulting from or arising in connection with the agreement
ChGAAP: Exception for changes in GAAP
ChLaws: Exception for changes in laws or regulations
FailForecast: Exception for failing to meet forecasts or analyst projections

Source: Subramanian, G., et Petrucci, C. « Deals in the Time of Pandemic » in *Columbia Law Review*, *Forthcoming*, 2021.

Annexe 2 : La clause *MAC* de l'*Agreement & Plan of Merger Between LVMH and Tiffany & Co., Inc* (24 Novembre 2019)

« Material Adverse Effect » means any Effect that, individually or in the aggregate with all other Effects, (a) has had or would be reasonably expected to have a material adverse effect on the business, condition (financial or otherwise), properties, assets, liabilities (contingent or otherwise), business operations or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole or (b) would or would reasonably be expected to prevent, materially delay or materially impair the ability of the Company to consummate the Merger or to perform any of its obligations under this Agreement by the Outside Date; provided, however, in the case of clause (a) no Effect arising out of or resulting from any of the following shall be deemed either alone or in combination to constitute a Material Adverse Effect:

- (i) changes or conditions generally affecting the industries in which the Company and any of its Subsidiaries operate,
- (ii) general economic or political conditions (including U.S.-China relations), commodity pricing or securities, credit, financial or other capital markets conditions, in each case in the United States or any foreign jurisdiction in which the Company or any of its Subsidiaries operate,

- (iii) any failure, in and of itself, by the Company to meet any internal or published projections, forecasts, estimates or predictions in respect of revenues, earnings or other financial or operating metrics for any period (it being understood that the facts or occurrences giving rise to or contributing to such failure may be deemed to constitute, or be taken into account in determining whether there has been, or is reasonably expected to be, a Material Adverse Effect, to the extent permitted by this definition),
- (iv) consequences resulting from the execution and delivery of this Agreement or the public announcement or pendency of the transactions contemplated hereby, including the impact thereof on the relationships, contractual or otherwise, of the Company or any of its Subsidiaries with employees, labor unions, customers, suppliers, designers, landlords or partners,
- (v) any change, in and of itself, in the market price or trading volume of the Company's securities or in its credit ratings (it being understood that the facts or occurrences giving rise to or contributing to such change may be deemed to constitute, or be taken into account in determining whether there has been, or is reasonably expected to be, a Material Adverse Effect, to the extent permitted by this definition),
- (vi) any change in Law applicable to the Company's business or GAAP (or authoritative interpretation thereof),
- (vii) geopolitical conditions, the outbreak or escalation of hostilities (including the Hong Kong protests and the "Yellow Vest" movement), any acts of war (whether or not declared), sabotage (including cyberattacks) or terrorism, or any escalation or worsening of any such acts of hostilities, war, sabotage or terrorism threatened or underway as of the date of this Agreement,
- (viii) any hurricane, tornado, flood, earthquake or other natural disaster or
- (ix) any actions required to be taken or not taken by the Company or any of its Subsidiaries (other than the Company's obligations under the first sentence of Section 7.1(a)) pursuant to this Agreement or, with Parent's prior written consent, except, in the case of clauses (i), (ii), (vi), (vii) and (viii) to the extent such Effect has a materially disproportionate adverse effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, relative to others in the industries and geographical regions in which affected businesses of the Company and its Subsidiaries operate in respect of the business conducted in such industries and applicable geographical regions.

Annexe 3 : Exemple de rédaction d'une clause *MAC* en droit français sous forme résolutoire

« En cas de survenance d'un tel événement significatif défavorable avant la date d'effet, le présent contrat serait résilié de plein droit entre les parties en cas d'envoi d'une notification par le cessionnaire dans les dix (10) jours de la date de survenance de l'événement significatif défavorable et à compter de la date de réception par les cédants de ladite notification du cessionnaire adressée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception.

Dans ce cas, chacune d'entre elles se trouverait libérée purement et simplement de ses engagements sans indemnités d'aucune sorte. Chacune d'elle conservera à sa charge les frais occasionnés par la transaction ».

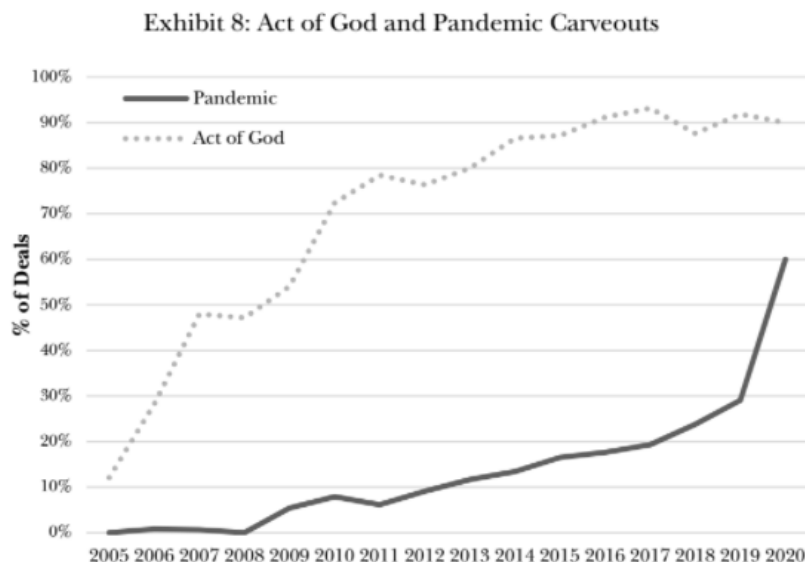
Source : cité dans CA Paris, pôle 5, ch. 9, 22 mars 2018, n° 16/24541.

Annexe 4 : Fréquence des *carve-outs* en fonction de leur objet entre 2004 et 2010

Carve-out	2004	2010
General Economy	92%	100%
Industry	75%	98%
Change in Law	43%	89%
Change in Accounting Principles	42%	94%
War/Terrorism	24%	90%

Source : Whoriskey, N. « Runaway MAC Carve-outs » in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 janvier 2013.

Annexe 5 : Graphique du nombre de clauses MAC avec un *carve-out* pandémique en fonction du temps



Source : Subramanian, G., et Petrucci, C. « Deals in the Time of Pandemic » in *Columbia Law Review*, Forthcoming, 2021.

Annexe 6 : Spécification du groupe de comparaison dans les *carve-backs* de disproportionnalité.

- Spécifications géographiques :

« compared to other companies that operate in the industry and geographic markets in which the Company ... operate[s] (it being understood and agreed that, for purposes of determining whether there is a materially disproportionate impact on the Company ... compared to other companies that operate in the industry and geographic markets in which the Company ... operate[s], the Company ... shall be compared to other companies that have comparable presences in the geographic markets in which the Company ... operate[s]) ».

« as compared to companies that conduct business in the countries and regions in the world and in the industries in which the Company and its Subsidiaries conduct business »

- Spécification de taille :

« *of similar size in the industry in which the target company operates* »

- Spécification de situation de marché et autres :

« *relative to other similarly situated Persons in the oil and gas exploration, development and production industry in the geographic areas in which such Person and any of its Subsidiaries operate* »

Source des exemples : Zoubek, D. R, et Hochenberg, J. « COVID-19: Impact on M&A Agreements » in *Cravath, Swaine & Moore LLP*, 2020.

Annexe 7 : OCC en cause dans l'affaire *AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels and Records One LLC* (Delaware)

« *Unless the Buyer shall otherwise provide its prior written consent (which consent shall not be unreasonably withheld, conditioned or delayed), the business of the Company and its Subsidiaries shall be conducted only in the ordinary course of business consistent with past practice in all material respects* »

Source : Friedman, A. *et al.* « What's Past Practice Is Prologue: A Recap of Recent Developments in COVID-19-Related Delaware M&A Litigation » in *Kramer, Levin, Naftalis & Frankel LLP*, 2021.

Annexe 8 : Exemples de garanties que l'acheteur peut demander dans le contexte de Covid

- The status of the target's relationship with its material customers and suppliers (including cancelled or delayed orders and relief from or default on payment terms).
- The status of the target's material contracts, including details of any breaches, or whether any termination rights (including under any force majeure provisions) have been (or are likely to be) exercised.
- The accuracy and reliability of the target's last accounts and most recent management accounts as a predictor of future performance.
- Collectability of book debts and the target's ability to pay trade creditors, including any delays in receipts and payments.
- Absence of undisclosed liabilities relating to the COVID-19 outbreak.
- Compliance with applicable laws, including employment, employee benefits and new legislation introduced to manage the COVID-19 outbreak.
- The efficacy of the target's business continuity, crisis management and disaster recovery plans, and the internal procedures and controls it has implemented to monitor the effects of the virus.
- The resilience and adequacy of the target's IT systems to support large-scale, long term remote working, and its exposure to data privacy and cyber risks resulting from COVID-19 related changes in working practice.
- Solvency risks to the target.
- The target's take up of available government assistance or financial support packages, and whether any assistance that has been received was properly accessed.

- Exposure to claims under employment laws, including those arising from implementing furloughs, redundancies and changes in work requirements, and liability for COVID-19 related illness suffered by employees due to a failure to provide a COVID safe working environment.

Source : « COVID-19: implications for private M&A » in *Thomson Reuters*, 2021.

BIBLIOGRAPHIE

Articles universitaires et académiques

- Acher, C. « Coronavirus - Private equity and the pandemic: Future of M&A Part 2 – Global » in *Eversheds Shuterland LLP*, 2020.
- Aucomte, J., *et al.* « Réflexions autour des principaux impacts de la crise sanitaire actuelle sur les contrats de cession d'actions » in *Auguste Debouzy*, 2020.
- Barday, S. *et al.* « Material Adverse Change or Event clauses: Practical guidance for assessing contracts in light of the COVID-19 crisis » in *Gibson Dunn LLP*, 2020.
- Boyet, R. et Fevre, A. « COVID-19 : intérêt des clauses de force majeure, hardship et MAC » in *CMS Francis Lefebvre*, 2020.
- Choi, A., et Triantis, G. « Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions » in *Yale Law Journal* n°119, 2009.
- Columbres, C., Lee, T. « Reverse break-up fees emerge in response to deal terminations » in *White & Case LLP*, 30 juillet 2021.
- Denis, D. J., et Macias, A. J. « Material adverse change clauses and acquisition dynamics » in *Journal of Financial and Quantitative Analysis* n°48.3, 2013.
- Dethomas, A. *et al.* « L'impact du COVID-19 et des mesures gouvernementales sur la capacité des parties à exécuter leurs obligations contractuelles – force majeure, révision du contrat pour imprévision et clauses MAC » in *Hogan Lovells LLP*, 2020.
- Elken, A. C. « Rethinking the material adverse change clause in merger and acquisition agreements: should the United States consider the British model » in *S. Cal. L. Rev.* n°82, 2008.
- Friedman, A. *et al.* « What's Past Practice Is Prologue: A Recap of Recent Developments in COVID-19-Related Delaware M&A Litigation » in *Kramer, Levin, Naftalis & Frankel LLP*, 2021.
- Fuld, J. J. « Some Practical Aspects of a Merger » in *Harvard Law Review* n° 60, 1946.
- Gilson, R. J. et Schwartz, A. « Understanding Macs : Moral hazard in acquisitions » in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2004.
- Halliday, C. et Vernon, J. « Coronavirus - Bridging valuation gaps with earn-outs and put/call options – Global » in *Eversheds Shuterland LLP*, 2020.
- Herman, A. *et al.* « COVID-19 as a Material Adverse Effect? A Discussion of Recent Cases » in *Kramer, Levin, Naftalis & Frankel LLP*, 2020.
- Keefe, C. *et al.* « 2019 MAC Survey » in *Nixon Peabody*, 2019.

- Kling, L. R. *et al.* « Negotiated Acquisitions of Companies, Subsidiaries and Divisions » in *Law Journal Press*, 2021.
- Marcus, D. « Material Change Clauses Scrutinized After Sept. 11 » in *New York Law Journal*, 2002.
- MacElhone, I., *et al.* « La clause MAC dans les opérations de M&A post Covid-19 : application et conseils de rédaction » in *Le Monde du Droit*, 17 décembre 2020.
- Quinn, B. JM. « Mergers, MACs, and COVID-19 » in *University of Richmond Law Review* 55, 2021.
- Salerno M., *et al.* « Return of the MAC? – Protecting Buyers During a Pandemic » in *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton*, 2020.
- Stefanowski, R. V. « Material Adverse Change: Lessons from Failed M&As » in *John Wiley & Sons* (xiii), 2018.
- Subramanian, G., et Petrucci, C. « Deals in the Time of Pandemic » in *Columbia Law Review*, *Forthcoming*, 2021.
- Tadros, A. « Covid-19 et droit des contrats » in *Revue Lamy Droit civil* n°181, 1^{er} mai 2020.
- Whoriskey, N. « Runaway MAC Carve-outs » in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 janvier 2013.
- Zlatev, J. et Raseem, F. « Case Study: LVMH-Tiffany » in *Harvard Business School*, 2021.
- Zoubek, D. R, et Hochenberg, J. « COVID-19: Impact on M&A Agreements » in *Cravath, Swaine & Moore LLP*, 2020.

Bases de données juridiques

- « Mémento Transmission d'entreprise 2020-2021 » in *Francis Lefebvre*, 2021.
- « Origine de la MAC clause » in *Lamy Droit des contrats*, 2020.

Revue de presse juridique et financière

- Frankel, A. « Sycamore Partners invokes MAE clause in bid to escape Victoria's Secret deal » in *Reuters*, 22 avril 2020.
- Hebbat, I. « Du Covid-19 à l'affaire LVMH/Tiffany : le grand retour de la clause MAC » in *Petites affiches* n°248, 11 décembre 2020.
- News Center « COVID-19: impact on M&A transactions in France » in *Bird & Bird LLP*, 2020.

Décisions judiciaires

Etats-Unis

- *Akorn Inc. v. Fresenius Kabi AG*, C. A. n°2018-0300-JTL, Delaware Chancery Court, 1er octobre 2018.
- *IBP Inc. v. Tyson Foods Inc. et al.*, C. A. n°18373, Delaware Chancery Court, 18 juin 2001.
- *AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels and Records One LLC*, C.A. n° 2020-0310-JTL, Delaware Chancery Court, 30 novembre 2020.

France

- Cass. AP, 14 avril 2006, n° 02-11.168.
- Cass. com., 16 septembre 2014, n°13-20.306.
- CA Paris, pôle 5, ch. 9, 22 mars 2018, n° 16/24541.

Canada

- *Fairstone Financial Holding Inc v. Duo Bank of Canada*, 2020 ONSC 7397 (CanLII), 2 décembre 2020.