

**Débat Gun Jumping – Mardi 14 mars 2017 – Le Club des juristes**

*Ouverture du débat par J.-P. Gunther*

**J.P. Gunther** : L'idée est ce soir d'avoir un échange informel sur le thème du *gun jumping*, de nature à aider à la réflexion. Je remercie le professeur Molfessis qui a mis à disposition les ressources du Club des Juristes pour organiser cet événement, qui est une première. Une fusion a été réalisée entre la concurrence et les fusions/acquisitions. Ceci reflète la pratique quotidienne des opérations puisque la concurrence intervient avant, pendant et après les processus de *M&A*.

Je vous présente Isabelle Xoual, Associée gérant de Lazard Frères, Nicolas Huet, Secrétaire général d'Eurazeo, Aymeric Ducrocq Directeur Fusions et Acquisitions d'EDF, Eduardo Fernandez, Associé du département *Corporate* de Willkie Farr. Olivier Diaz, Associé chez Skadden, a été retenu mais va nous rejoindre dès que possible.

Le thème qui nous occupe est un thème d'actualité avec la décision Altice de l'Autorité de la concurrence. Nous avons voulu regrouper les opinions, ressentis, commentaires, suggestions des praticiens afin de les soumettre à l'Autorité d'ici le 23 mars, date à laquelle elle va tenir une conférence sur ce sujet.

Cette discussion tourne autour de la sanction de 80 millions d'euros imposée à Altice. Est-ce une décision d'espèce ou de principe ? Les bruits et sensibilités diffèrent sur ce point. Mon sentiment est que c'est une décision d'espèce volontairement utilisée pour rappeler un certain nombre de principes. Le curseur a été placé très loin à cause des faits de l'espèce. En réalité, il y a un certain nombre de spécificités à cette décision. Il s'agit tout d'abord d'une procédure de transaction, ce qui signifie que SFR n'a pas contesté les griefs. Il y a donc une seule version de l'histoire. Il n'y avait pas non plus de menace de recours contre la décision. On n'aurait peut-être pas eu le même type de décision dans une procédure classique. Deuxièmement, il y a eu énormément de maladroites commises par l'acquéreur, qui ne sont pas le quotidien des opérations habituelles de *M&A*.

C'est avec beaucoup d'intérêt que l'on écouterait la position de l'Autorité le 23 mars prochain.

Ce soir, nous allons d'une part décoder ce qui se trouve dans la décision. Ensuite, nous allons exposer les contraintes et objectifs que doivent remplir les praticiens. Enfin, nous formulerons un certain nombre de recommandations.

Le contexte et les principaux éléments de cette décision sont les suivants. La décision aborde deux thématiques : 1) les accords, la façon dont on peut ou non organiser la concertation entre la période de *pre-signing* et le *closing* ; 2) les informations sensibles.

Sur le premier volet, on comprend de cette décision que l'Autorité note et admet le fait qu'il puisse exister des stipulations qui permettent de fixer le périmètre d'une opération. On permet à l'acquéreur de se garantir contre un risque de détérioration de la cible (voir para. 24 de la décision) via des règles de gestion de la cible, éventuellement assorties d'un mécanisme d'ajustement du prix de cession. L'Autorité n'a pas de problème particulier avec les clauses dites de gestion en bon père de

famille ou avec la possibilité de limiter un certain nombre d'actions. Il y avait des clauses de ce type dans le dossier SFR. Ceci permet à l'Autorité de fixer des principes. C'est sur l'application du protocole d'acquisition qu'elle s'est fondée. Le protocole prévoyait des interdictions mais en pratique le vendeur a demandé à l'acheteur son autorisation. Les parties ont appliqué un mécanisme de concertation préalable. Il en allait ainsi de la participation de SFR à un appel d'offres, de la signature d'un avenant à l'accord de mutualisation des réseaux conclu avec Bouygues, du renouvellement d'un contrat entre SFR et Canal+. L'Autorité a considéré qu'en permettant à l'acheteur de donner son accord, l'acheteur s'était comporté comme un contrôlant de fait de la cible et que c'était une mise en œuvre anticipée de l'opération.

Pour ce qui est d'OTL, i.e. de l'acquisition de Virgin Mobile, c'est plutôt le contenu du protocole d'accord qui a donné lieu à des critiques car il contenait un mécanisme d'autorisation préalable de l'acheteur lorsque le vendeur voulait prendre certaines décisions.

L'Autorité en a conclu que sur ces deux acquisitions, l'opération avait été mise en œuvre de façon anticipée.

Sur le second volet, l'Autorité n'a pas de souci particulier avec les échanges d'informations dans le contexte d'une acquisition mais seulement dans trois situations :

- 1) L'étude de l'intérêt d'un rapprochement (dans le cadre d'une *due dil*),
- 2) Evaluer au mieux la cible,
- 3) Préparer le plan d'intégration post-opération.

Le bât blesse sur la procédure utilisable pour ces échanges : pour l'Autorité, si ces informations sont sensibles, stratégiques (ici l'Autorité se réfère selon moi à tort à un référentiel dicté par la thématique des ententes i.e. prix, capacités, liste des clients... indices d'échanges d'informations sensibles), il faut un mécanisme approprié, i.e. des *clean teams* mais il n'est pas possible d'inclure des salariés des entreprises. En particulier, il n'est pas possible d'inclure les juristes d'entreprise car, selon l'Autorité, ils ne relèvent pas des mêmes règles professionnelles que les avocats et sont soumis à une hiérarchie ; ceci équivaut, selon l'Autorité, à donner un accès de l'entreprise à l'ensemble des informations. Le mécanisme décrit aboutit à ce que les informations sensibles soient donc détenues et récupérées par les banques d'affaires, consultants, avocats qui vont déconfidentialiser les informations pour les mettre à disposition des clients. C'est totalement absurde et c'est la raison pour laquelle la communauté des affaires dans son ensemble a vivement réagi lors des différents colloques.

Le panel, ce soir, tient compte de ces éléments. Nous sommes là pour faire des opérations de *M&A*, et pour réfléchir à ce qui serait acceptable du point de vue concurrence. Pour entrer dans le vif du sujet, sur la thématique de l'échange d'informations, l'Autorité dit que les salariés ne peuvent faire partie de *clean team*. D'expérience, on fait pourtant systématiquement des *clean teams* qui comprennent les représentants des deux parties.

**A. Ducrocq** : C'est le premier sujet sur lequel on sera, je pense, tous d'accord. On imagine mal une entreprise faire une acquisition sans avoir une implication directe de ses cadres. L'idée qu'on puisse externaliser entièrement le processus de *due diligence* ne correspond pas à la pratique et n'est pas très crédible – en particulier pour ce qui est de l'appréciation des risques qui ne sont pas inclus dans le prix et doivent être couverts par le contrat d'acquisition. Je parle peut-être avec un biais, venant d'un groupe industriel où s'agissant, par exemple, de l'ingénierie nucléaire, j'imagine mal que l'on se fie à des conseils externes pour évaluer les risques. Il est évident qu'il faut recourir à une expertise qui est dans l'entreprise et même dans les métiers opérationnels de l'entreprise. Ce n'est pas seulement une question d'expertise mais aussi une question de responsabilité : la responsabilité devant une instance de gouvernance est de présenter un cas d'investissement dont tous les risques ont été évalués. On ne peut pas s'en passer.

Il y a un point que l'on pourrait faire davantage : impliquer les juristes concurrence de l'entreprise bien en amont pour avoir leur attention dès le départ sur les risques que l'on prend dans le cadrage de l'accès à l'information. S'agissant des outils ensuite utilisés, ils sont classiques : *clean teams*, signature de NDAs robustes, mise en place de *black box* lorsque c'est justifié ou impératif. On a eu un cas récent entre Areva et EDF, dans lequel on a mis en place un dispositif assez rigide de restriction de l'accès à l'information selon la nature de l'information. Ce sont des outils assez pragmatiques et qui se gèrent assez bien, en particulier dans la phase de *due diligence pre-signing* car le vendeur lui-même cherche à se protéger.

**J.-P. Gunther** : On peut demander à Isabelle Xoual. Vous êtes aux premières loges car vous gérez l'information mise à disposition lorsque vous êtes vendeurs. Comment vous organisez-vous pour filtrer l'information ?

**Isabelle Xoual** : C'est notre quotidien de gérer l'information. Pour maximiser la valorisation, notamment lorsque les parties sont concurrentes, on met en place des *clean teams*, on agrège des informations de façon à ce qu'elles reflètent les perspectives financières mais sans dévoiler des informations individuelles sensibles. Il y a trois phases :

1. On gère la phase 1 qui permet aux acquéreurs d'articuler une indication de valeur de l'actif en vente : il faut donner une information pertinente mais protégée. A l'issue de cette première phase, on retient un nombre restreint d'acquéreurs potentiels ;
2. La phase 2 permet à ce petit nombre d'acquéreurs d'accéder à la *due dil* et des informations plus détaillées, et de leur donner les moyens de valider leur prix pour soumettre une offre ferme avec un contrat. L'acheteur s'assure qu'il n'y a pas de risque caché ou identifie les éléments de négociation du contrat d'acquisition. Quand l'acheteur est un concurrent direct, on donne ultimement et uniquement à l'acquéreur sélectionné accès aux informations ultra sensibles (marges, ...) dans un laps de temps restreint, au travers de *clean room*, pour lever les dernières conditions de *due diligence* de leur offre
3. Troisième Phase *post-signing* : elle doit être la plus certaine pour le vendeur. Si l'on introduit des incertitudes, cela ne sert pas les objectifs du vendeur. Il faut garder un autre prisme en tête : on n'a pas le même degré de sensibilité selon que la cible est cotée ou non. On a une sensibilité plus aiguë si la cible est cotée. Selon le degré de coopération que l'on trouve auprès de la cible, on peut devoir se contenter uniquement de l'information dans le marché ou bien la cible peut coopérer avec l'acheteur pour évaluer au mieux les risques, pour autant

que le partage de cette information respecte ensuite les contraintes boursières. Durant la troisième phase, on a la tentation de faire en sorte que la phase soit la plus courte possible si l'on est acheteur. Vous n'avez droit à aucune information et vous vous trouvez potentiellement dans une situation où vous n'avez pas le même niveau de connaissances que certains analystes qui suivent la cible. Vous avez une société cotée soumise à des obligations de résultats.

Dans les trois phases, le processus de *clean room* peut impliquer des gens différents (évaluation de l'intérêt stratégique, évaluation technique des risques, ceux qui procèdent à l'intégration / idem à l'intérieur de l'entreprise : trésorerie, planning financier, assurance, problématique informatique...).

**J.-P. Gunther** : Avant la sélection de l'acheteur, comment procédez-vous une fois qu'on est dans une phase où vous avez une exclusivité ? De quelles informations avez-vous besoin pour pouvoir vous faire une idée plus précise ? Quelles sont les informations considérées comme indispensables ?

**A. Ducrocq** : Après le *signing*, on espère avoir déjà eu les informations utiles.

**J.-P. Gunther** : Quelles sont les informations avant *signing* qui vous permettent de vous faire une idée fidèle ?

**A. Ducrocq** : Je pense que chaque cas est assez spécifique mais vous avez besoin d'informations financières. Il y a aussi des *deals* qui ne peuvent se faire qu'entre stratégiques. Nous avons besoin d'informations financières plus ou moins agrégées (par type de clients, marges, géographique...). On rentre dans le dur quand on veut identifier les risques qu'on va couvrir dans le *SPA*. Il faut nécessairement avoir accès à des contrats, se faire une vue technique, métier sur la réalité du risque.

**J.-P. Gunther** : Nicolas, quand on est un fonds d'investissement, est-ce qu'on a les mêmes contraintes ?

**N. Huet** : On est plus rarement dans la situation de concurrence directe de la cible. On a moins de sensibilité sur l'information transmise. Mais l'information est transmise de la même manière, en tout cas c'est ce que les banquiers sont censés faire. Pour moi, dans cette première phase, tout est dans la gradation de l'information transmise, pas dans la qualité de la personne qui a accès à l'information.

**N. Huet** : Je pense que l'on peut acheter des sociétés et les valoriser sans avoir accès à certaines informations. C'est au vendeur d'évaluer les risques et de trouver les informations. Je crois peu à la *clean team*. C'est sur le degré d'informations pendant cette phase que je me penche.

**I. Xoual** : Parfois, des vendeurs ont une réticence à partager certaines informations avec certains acteurs, même si l'information est agrégée. Acheter des *business* en les valorisant correctement sur la base de comptes historiques est compliqué. Les acheteurs s'attendent à avoir des guidelines par le management mais il y a besoin d'un minimum de prévisions financières. L'exercice doit être adapté selon que l'on est une société cotée ou privée. Pour une société privée c'est plus simple, mais vous partagerez certaines informations plus tard si l'acheteur est stratégique.

**J.-P. Gunther** : Dans les dossiers industriels, il pourrait être souhaitable de voir un projet de business plan avec des *assumptions* sur des taux de marge par exemple. On est alors sur des données extrêmement sensibles en termes de concurrence.

**I. Xoual** : On gère ces données de manière agrégée. Dans une affaire, on était au cœur de cette difficulté. On a essayé de déterminer le niveau de granularité pertinent avec le management du vendeur pour que cela soit le reflet de performances et du business plan futur. On fait une présentation du business plan futur avec des données suffisamment agrégées et des discussions avec des équipes de management sur des thèmes très particuliers (fiscalité, RH, environnement,..). Pour ceux qui sont sélectionnés en deuxième phase, l'objectif est de partager ce qui est nécessaire pour optimiser la valorisation tout en protégeant l'actif et le vendeur. Quand l'acquéreur potentiel est stratégique, il va avoir besoin d'informations granulaires et détaillées. On a alors souvent recours à une *black box*, on demande à ce que les intermédiaires vérifient qu'il y ait une cohérence entre les contrats principaux et individualisés et le montant des données agrégées. Au moment du *signing*, on essaye d'avoir le niveau de certitude de réalisation de l'opération le plus élevé possible, mais il peut rester des conditions qui ne seront jamais remplies.

**O. Diaz** : Quand on parle d'accès à des informations confidentielles, il y a l'aspect concurrence et l'aspect boursier. Il y a la question de l'accès à des informations privilégiées : que cela signifie-t-il en termes de rétablissement de l'égalité de l'information ? Selon l'AMF, une fois que l'opération est réalisée, il y a la nécessité de rétablir l'égalité de l'information. Pour les sociétés cotées, on se demande comment rétablir une telle égalité. Il s'agit du même débat en concurrence : il va falloir maintenir des différences entre l'information publique et l'information mise à disposition des candidats.

**J.-P. Gunther** : Sur la composition des *clean teams*, comment conjuguez-vous les ardeurs potentielles des opérationnels ?

**A. Ducrocq** : Il n'y a pas forcément d'ardeur des opérationnels dans tous les cas. Il faut une liste limitée de personnes (8 à 15). Généralement, le vendeur demande à avoir les noms, leurs positions présentes et passées. Le vendeur cherche à se protéger.

**J.-P. Gunther** : Et en termes de composition, tout le monde y a accès potentiellement ou est-ce qu'il faut aller plus dans le détail ?

**A. Ducrocq** : Oui, c'est défini avec une tension entre les gens qui ont une expertise et les personnes qui ont des responsabilités concurrentes (commerciaux).

On peut faire une valorisation avec une information qui soit limitée soit agrégée, je suis d'accord. L'exercice est plus difficile quand on veut faire une analyse des risques. Dans certains types d'industrie, on a besoin de faire appel à des experts métier qui posent les bonnes questions.

**J.-P. Gunther** : Quelle recommandation formuleriez-vous ? S'il était dit que les *clean teams* ne doivent pas intégrer d'opérationnels, cela serait-il un choc ?

**A. Ducrocq** : Mon sentiment est que cela serait difficile à mettre en pratique. Il ne suffit pas d'avoir des avocats et des financiers pour faire de la *due diligence*.

**N. Huet** : Mais que font-ils de l'information ensuite ?

**O. Diaz** : L'idée c'est aussi la capacité de faire deux choses : 1) rendre l'information à un niveau de granularité moins fin qui va permettre de régler les sujets d'informations sensibles, 2) prendre des hypothèses dans la valorisation qui vont ensuite être testées par les membres de la *clean team*.

**I. Xoual** : Je pense que c'est très compliqué de mettre dans la *clean team* des personnes en pointe sur des sujets de politique commerciale. Il faut garder plutôt des gens du *corporate* et du top management qui vont évaluer la pertinence de l'organisation stratégique. Mais mettre un responsable du marketing, de la distribution, qui va finir par avoir l'information sensible, c'est être en contradiction avec le droit de la concurrence. Les *clean teams* peuvent être différentes pour la *due dil*, l'antitrust et l'intégration. La plus importante est souvent la *clean team* qui regroupe des membres de la Direction Générale qui présente le projet au *board* pour emporter son adhésion. L'enjeu de l'intégration est de savoir si l'on respecte les contraintes concurrence ; ces personnes s'assurent que la préparation de la transition s'organise en amont du closing et pourra donc se faire rapidement et correctement une fois l'opération réalisée. C'est une façon de se protéger contre des recours ou des plaintes et de satisfaire les attentes des investisseurs.

**J.-P. Gunther** : Ma pratique est de recommander de ne pas avoir d'opérationnels dans les *clean teams* car une fois que l'on a les informations, c'est impossible de ne pas les prendre en compte. L'Autorité pourrait recommander qu'il n'y ait pas de gens en prise avec l'information directe.

**A. Ducrocq** : Il faut définir opérationnel. Je suis d'accord qu'il ne faut pas que ce soit le directeur du marketing. En revanche, le directeur de la stratégie est capable d'avoir un avis. C'est un exercice très fin.

**J.-P. Gunther** : En pratique, il y a aussi plusieurs *clean teams*. Il y a des informations qui ne sont pas confidentielles au sens du droit de la concurrence. Il y a des éléments qui ne sont pas systématiquement confidentielles au sens du droit de la concurrence.

**E. Fernandez** : Ce qui me frappe est la rigidité. Il y a différents cas de figure : concurrent frontal, non-concurrent... Dans la discussion avec l'Autorité, il faut garder en tête que toutes les situations sont différentes. Il est très difficile de fixer des règles. Il faut certains principes puis voir ensuite comment les principes s'appliquent dans les cas d'espèce.

**J.-P. Gunther** : Dans les deals américains, est-ce qu'on a la même approche envers ces informations confidentielles ?

**E. Fernandez** : De façon globale, les considérations et inquiétudes sont les mêmes mais il y a plus de souplesse. Ça peut être un salarié, ça peut être un retraité. Il y a des informations qui sont néanmoins drapeau rouge : les prix doivent être agrégés et pas facilement identifiables. L'autre volet, la partie gestion, cela m'a frappé : la distension entre interdiction totale et l'accord préalable de l'acquéreur est tout à fait artificielle.

**Question 1** : Aller dans le sens d'inviter l'Autorité à faire des guidelines en disant que chaque situation est différente est un combat qui va être difficile. Il faudrait malgré tout dégager quelques principes pour inviter l'Autorité à apporter des nuances à son affirmation de principe.

**J.-P. Gunther** : C'est ce que je disais tout à l'heure lorsque je disais que c'est une décision plutôt d'espèce que de principe. On a l'impression que l'Autorité dit « vous allez payer pour tous les autres

mais je veux poser ma jurisprudence ». Dans un autre forum, la Commission européenne a souligné que la Commission n'est pas très éloignée de la position de l'Autorité (il y a deux cas pendants de gun jumping actuellement) mais qu'elle désapprouvait l'autorité sur la question de la composition des *clean teams* fermées aux salariés de l'entreprise.

**Question 2** : Dans le cadre des pratiques anticoncurrentielles, l'Autorité et les tribunaux ont une façon de gérer les secrets des affaires qui font que des entreprises peuvent avoir accès à des informations confidentielles.

**Question 3** : Avant l'ouverture d'une phase d'exclusivité, i.e. lorsqu'on donne des informations à plusieurs acheteurs potentiels, on ne peut avoir des acheteurs potentiels qui obtiennent le contrôle d'un point de vue du droit. On est dans l'article 101, il ne s'agit pas de gun jumping.

**J.-P. Gunther** : Pour le coup, les dérapages observés sont des dérapages relatifs au contrôle. Mais c'est tout à fait juste lorsqu'il y a un processus compétitif.

Il y a maintenant la deuxième problématique posée par cette décision. L'Autorité, en fonction du type de décisions, invite à avoir des mécanismes selon lesquels on a le droit ou pas de faire. Les clauses qui interdisent l'adoption de certaines décisions fonctionnent, il faut mettre en place un mécanisme d'ajustement du prix. En revanche les mécanismes qui requièrent l'accord préalable génèrent un échange d'informations et, selon la thèse de l'Autorité, permettent à l'acheteur de se comporter comme s'il contrôlait l'entreprise. Quel type de clauses voyez-vous passer ? Quels types de clauses sont acceptables ? Est-il réaliste d'avoir un mécanisme *black or white* ?

**O. Diaz** : J'ai du mal à imaginer qu'il y ait pu y avoir un contrat avec des clauses d'ajustement de prix. La décision de l'Autorité est dure à lire car on a l'impression que le fait qu'il y ait eu un mécanisme d'indemnisation était un facteur aggravant.

Il y a deux mécanismes de fixation du prix : 1) fixation du prix fixe : quoiqu'il arrive le prix restera fixe, parfois il y a les clauses MAC ; 2) accord sur une valeur d'entreprise, voir le prix qui évolue en fonction de la dette financière nette. Dans les deux cas il y a des *covenants*. Ils seront un peu différents, moins serrés pour la dette financière s'agissant de la deuxième catégorie. L'idée que l'on pourrait régler le problème par des clauses d'ajustement est une fausse idée.

Quand on s'interdit de faire quelque chose, on s'interdit également sous réserve de l'accord de l'autre. Il y a une fausse idée à tuer auprès de l'Autorité selon laquelle il y aurait une voie mathématique de régler le problème en arrêtant les *covenants*.

**I. Xoual** : La vraie problématique est de fixer les seuils quand on négocie les *covenants*. Il faut qu'ils soient cohérents avec le business plan sur lequel la valeur a été fondée et articulée. Ce qui est vraiment délicat, c'est lorsque l'acquéreur souhaite avoir des seuils extrêmement bas.

**O. Diaz** : Il y a un aspect paradoxal. L'idée qu'en interdisant les choses on règle les problèmes de concurrence est monstrueuse. Cela veut dire que toutes les décisions exceptionnelles sont interdites. En définitive, la cible deviendrait une sorte de concurrent émasculé, ne pourrait plus continuer une politique d'investissement lui permettant d'être un réel concurrent. Ceci est donc anticoncurrentiel.

**E. Fernandez** : Il faut un vase communicant entre les clauses des prix et les engagements. Qui dit ajustement de prix dit manipulation du cash. En tant qu'acquéreur, on veut que le vendeur continue à investir. La deuxième réflexion est par rapport aux *covenants* eux-mêmes. Le management est face aux interrogations suivantes : a-t-on le droit de licencier le CEO ? Qu'est-ce qu'on fait avec les contrats clients : est-ce que la société peut continuer sa gestion habituelle ? A quel moment l'acheteur est-il légitime à intervenir dans ces décisions ? Il y a des risques de source de friction entre acheteur et vendeur. Le vrai sujet c'est la jurisprudence américaine qui met le doigt dessus, i.e. la distinction entre les décisions extraordinaires structurantes et les décisions courantes. Cette distinction est très difficile à déterminer.

**J.-P. Gunther** : Qualcomm a, en effet, dans la décision à laquelle vous faites référence, écopé d'une amende. Les montants en cause qui devaient donner lieu à un accord préalable de l'acquéreur étaient très bas et correspondent à de la gestion courante (75.000 dollars, par exemple).

**E. Fernandez** : A-t-on le droit de faire des licences IP ? Des licences exclusives ? Pour rejoindre ce qui a été dit, en imposant des restrictions absolues, on fait en sorte que les gens ne se parlent pas. Aux Etats-Unis, quand cela a dérapé, il y avait un comportement qui faisait que l'acquéreur exerçait un contrôle non seulement négatif mais également positif. C'est ce qu'il faut peut-être gérer en mettant en place des mécanismes contractuels. Il faut prévoir le droit pour l'acquéreur d'avoir un œil sur les décisions structurantes, d'autant plus s'il y a beaucoup de *CPs*. Il y a des cas de figure dans lesquels on a plein de sorties (ce qui est rare) et d'autres cas de figure dans lesquels il faudrait de la souplesse.

**O. Diaz** : Les *covenants* tentent à monter à partir d'un certain nombre de mois. J'ai déjà vu des contrats où les niveaux augmentent si l'opération passe en phase II.

**N. Huet** : On ne peut pas vivre avec un mécanisme d'interdiction pure. S'il y a un imprévu, il va falloir se demander quoi faire pour le bien de la société. Le management aura une tendance naturelle à aller vers son nouvel actionnaire.

**A. Ducrocq** : Je ne pense pas que tout puisse être capturé dans des clauses d'ajustement de prix. S'il y a des clauses dans tous les sens, cela rajoute une difficulté sur le plan de la communication financière. Par ailleurs, il peut y avoir des cas dans lesquels il y a des conflits d'intérêts entre vendeur et acheteur : dans ces cas, l'autorisation préalable n'est pas très efficace. Une piste peut éventuellement être de faire intervenir des indépendants qui peuvent être une instance de recours et de contrôle.

**J.-P. Gunther** : On a un consensus pour dire que le mécanisme « oui ou non » n'est pas viable. Les clauses qui permettent un ajustement de prix ou de *locked box* ne sont pas satisfaisantes car elles peuvent donner lieu à du contentieux indemnitaire. Elles sont de plus inefficaces. Peut-on néanmoins entrer dans le détail ? Le type de décisions recherchées par SFR vers Altice portait sur des sujets extrêmement stratégiques. On est aussi sur un dossier de Phase II, qui peut potentiellement capoter car l'acquéreur pourrait renoncer. On est donc sur des informations sensibles. Les décisions identifiées par l'Autorité relevaient de ce que la Commission considère aussi comme stratégique (business plan, encadrement, budget). Est-ce qu'on peut établir une nomenclature des situations dans lesquelles l'acheteur a besoin de donner son avis ? Y-a-t-il une troisième catégorie de protection de l'acquéreur ?



**N. Huet** : Cela dépend d'où on place la valeur de l'entreprise.

**J.-P. Gunther** : Quand on prend le cas Qualcomm avec les investissements supérieurs à 75.000 dollars ?

**N. Huet** : Il y a une dérive de la pratique. On veut aller trop dans le détail pour contrôler ce que fait le management. C'est une vraie dérive. On finit par tomber dans un niveau de détails irréaliste. Il faut une certaine discipline du praticien pour rester sur des choses majeures sur lesquelles l'acheteur doit pouvoir avoir son mot à dire.

**O. Diaz** : Le *gun jumping* est le fait d'exercer le contrôle avant l'autorisation. En droit de la concurrence, il y a beaucoup de définitions : les décisions contrôlantes ne peuvent pas être des *covenants* ; des décisions d'investissement qui se passent tous les mois ne sont pas un seuil admissible. Mais des décisions d'investissements majeurs qui ne seraient pas sujettes à des droits de veto ne sont pas contrôlantes. Les *covenants* sont là pour contrôler l'intérêt financier ; ce n'est pas le contrôle de la société.

Si l'on revient sur le cas Altice, ce qui me frappe est la procédure. En définitive, Altice prend la décision, fait la décision, se substitue à SFR. La procédure est très importante. Un conseil d'administration qui ferait ceci se demanderait s'il ne serait pas dans l'ingérence de la gestion. La procédure est quelque chose d'important. D'habitude, on ne laisse pas l'acquéreur déterminer la stratégie de l'entreprise dans la gestion des *covenants*.

Tant que le *closing* n'est pas intervenu, la cible a son intérêt propre. Ce sont les administrateurs qui décident et engagent leur responsabilité. La cible doit préserver son intérêt social.

**J.-P. Gunther** : L'Autorité prend une position de principe consistant à dire que s'il y a de la concertation entre acheteur et vendeur ce n'est pas possible.

**N. Huet** : Il y a un principe de sécurité juridique. Il faut qu'au *closing* tout s'arrête.

**J.-P. Gunther** : On a un principe qui est de dire qu'il faut limiter les sujets entre acheteur et vendeur à ce qui ne relève pas du contrôle.

**E. Fernandez** : L'intérêt de l'acquéreur est de maintenir le statut quo tout en laissant la liberté à la société de continuer à vivre.

**I. Xoual** : La cible doit délivrer ce qu'elle a vendu. Le statut quo peut conduire à une perte de valeur.

**J.-P. Gunther** : Ne pas avoir d'outil serait-il catastrophique ?

**I. Xoual** : Potentiellement, on crée du contentieux post-*closing*. Il faut de l'information pour permettre le *closing* et cela pose problème d'avoir une incertitude énorme pour la réalisation de l'opération.

**J.-P. Gunther** : Si on reprend la méthodologie classique des autorités de concurrence, si l'on introduit des discussions sur la gestion courante, cela crée une présomption de co-contrôle. Mais il peut y

avoir des sujets qui n'affectent pas le comportement potentiel de l'acheteur tout simplement car cela n'affecte pas la concurrence (exemple : changement de locaux).

**E. Fernandez** : Pour tout ce qui touche au personnel, il faut que l'acquéreur se fasse une idée de la composition des équipes.

**J.-P. Gunther** : Par exemple quel est l'impact concurrentiel sur l'investissement en matière informatique ?

**E. Fernandez** : Il y a une petite tension car tant que je ne suis pas propriétaire je ne peux pas mettre en place des politiques. Plus on peut éviter ce genre de sujets, mieux on se porte. L'intérêt des *covenants* est de protéger l'ensemble.

**A. Ducrocq** : Je suis d'accord, l'objectif est de préserver l'intérêt de la cible. Le BP est quand même un juge de paix (le déménagement, l'informatique sont généralement dans le BP). Pour tout ce qui relève du BP, on laisse faire.

**I. Xoual** : Dans mon expérience actuelle, il est impératif que l'acheteur se refreine sur l'obtention d'informations stratégiques. Il est aussi impératif de se préparer à la transition. Il peut y avoir des discussions pour déterminer l'organigramme futur, l'IT... c'est impératif car le marché s'attend à ce que ce soit réalisé relativement rapidement. Les investisseurs ne pourraient pas comprendre qu'un cadre juridique impacte la création de valeur ultérieure. Il faut aussi penser à l'attractivité de la place française. On a le droit de se préparer mais on n'a pas le droit de passer à l'acte avant le *closing*.

**J.-P. Gunther** : Mais, par exemple, est-ce qu'on peut imaginer que compte tenu de la nature d'un business le vendeur puisse présenter l'acheteur à ses clients ?

**I. Xoual** : Ce n'est pas souhaitable.

**E. Fernandez** : S'il y a des clauses de changement de contrôle il est rare que le vendeur accepte. Il ne faut pas donner l'impression que c'est fait.

**J.-P. Gunther** : Y a-t-il des questions sur ce volet ?

J'ai un dernier sujet : la problématique des remèdes sous les deux possibilités : 1) *fix it first*, 2) *upfront buyer*. Je me demande comment on peut mettre en œuvre ces mécanismes si l'on ne peut pas échanger avec l'acheteur potentiel des informations sur l'un des actifs qui est logé dans la cible. Avez-vous eu à gérer ce type de problématiques ?

**I. Xoual** : On a eu un cas où l'acheteur avait opté pour le *fix it first* mais en vendant ses propres actifs. Je travaille actuellement sur une phase II où l'arbitrage n'est pas encore fait et on ne saurait comment le faire si les remèdes devaient porter sur des actifs de la cible.

**J.-P. Gunther** : La décision de l'Autorité rend de facto impossible la mise en œuvre de ces remèdes.

*Clôture de la discussion.*