

24 Dans les coulisses d'une opération M&A, l'anticipation est la clé

Le closing d'une opération M&A est le dénouement d'un processus long, technique et exigeant qui mobilise fortement les dirigeants, les associés et leurs conseils, depuis la signature de la lettre d'intention jusqu'à la réalisation de toutes les conditions suspensives. La compréhension du déroulement concret d'un closing, étape par étape, permet d'anticiper les actions à entreprendre et de réduire les aléas. Me Coralie Oger apporte un éclairage sur ces questions.

1 Le closing d'une opération M&A est le moment attendu par tous car c'est le moment final : les derniers documents sont signés, les virements arrivent et la photo de groupe est de rigueur, même si cette tradition tend à se raréfier avec la généralisation des closings dématérialisés. Derrière ce moment de **célibration** se cache pourtant l'aboutissement d'une mécanique complexe et millimétrée, qui implique une forte mobilisation de l'ensemble des acteurs travaillant sur une opération M&A. Pour les dirigeants ou fondateurs, qui vivent leur première opération de cession ou d'acquisition, les coulisses d'un « closing » peuvent réserver quelques surprises, comme la nécessité d'une forte implication pour arriver au moment tant attendu.

2 Au préalable, il convient de clarifier deux notions, le « signing » et le « closing », car la confusion est fréquente quand un dirigeant ou un fondateur vit sa première opération M&A. Le signing est la signature du **contrat de cession d'actions**, ou autrement appelé par les spécialistes du M&A, le « SPA » (« Share Purchase Agreement »), alors que le closing est la réalisation de l'opération M&A, à savoir le transfert de propriété des actions et le paiement du prix.

3 Entre ces deux moments, il peut s'écouler plusieurs jours, voire plusieurs mois. Tout dépend des conditions suspensives (dites « conditions precedent » ou « CPs ») négociées entre les parties. En d'autres termes, le signing fait naître les obligations juridiques et le closing les exécute. Le signing et le closing peuvent être concomitants lorsqu'il n'y a pas de conditions suspensives.

I. Une première étape : la rédaction du contrat de cession

4 En amont de la signature du contrat de cession, les parties ont généralement conclu une **lettre d'intention** (« Letter of Intent » ou LOI), qui fixe les grandes lignes de l'opération et ouvre une période d'exclusivité permettant à l'acquéreur de réaliser ses audits (« due diligence »).

5 La signature du **SPA**, le contrat de cession d'actions, vient ensuite formaliser et cristalliser juridiquement l'accord des parties. Ce contrat est le document fondateur entre le vendeur et l'acquéreur, puisqu'il va notamment définir la mécanique de prix applicable, toutes les étapes menant au closing de l'opération et la présence ou non d'une garantie de passif.

6 Cette étape ne doit pas être sous-estimée : elle mobilise un certain temps à un rythme soutenu, généralement entre un et deux mois, tant les **négociations** entre les parties sur le prix et le périmètre de l'opération peuvent être complexes.

La mécanique du prix de cession

7 La détermination du mécanisme lié au prix est un point structurant, qui doit être rédigé avec attention dans le contrat de cession. Deux mécanismes existent : - l'ajustement du prix, qui impose la détermination d'un prix provisoire le jour du closing, puis l'établissement d'un prix définitif post-closing sur la base des comptes arrêtés à la date de closing. L'ajustement porte généralement sur la **dette nette** et le **besoin en fonds de roulement**. Ce mécanisme offre plus de protection en général pour l'acquéreur, mais peut aussi être intéressant pour le vendeur quand l'activité de la société cible évolue rapidement ou est soumise à des

Coralie Oger
est associée
M&A et managing
partner de Scotto
Partners. Elle
intervient depuis
plus de vingt ans
en M&A, private
equity et restruc-
turations, dans le
cadre d'opérations



CORALIE OGER
Avocat-Associée
Scotto Partners

nationales et trans-
frontalières. Elle accompagne les
fondateurs, les dirigeants et les
groupes industriels et de services,
les ETI et PME dans leur dévelop-
pement.

saisonnalités. Toutefois, ce mécanisme peut aussi générer un certain nombre de discussions post-closing, d'où la nécessité de veiller avec soin à la rédaction des concepts financiers, qui doivent être revus par les conseils financiers de l'opération M&A ;

- la « locked box », qui fige le prix à une date fixe, qui est celle des derniers comptes clos disponibles. Ce mécanisme est plus simple à gérer mais impose de déterminer les **flux interdits** de ceux qui sont autorisés pendant la période entre signing et closing. Ce mécanisme présente certains avantages pour le vendeur car il a une vision claire du prix, qui ne peut plus évoluer, sauf si ce dernier a réalisé un flux interdit.

8 En outre, il est également possible de prévoir des **compléments de prix**, autrement appelé « earn-out », qui prévoient qu'une partie du prix de cession dépend de l'atteinte d'objectifs de performance définis dans le contrat de cession (chiffre d'affaires, EBITDA, etc.). Ce complément de prix peut être fixe ou

variable et il est versé post-closing sur une période plus ou moins longue.

Ce mécanisme est fréquemment utilisé lorsque le vendeur demeure impliqué dans la société cible post-closing, ou lorsqu'il existe une incertitude sur les performances futures de la société cible. Il présente des avantages pour l'acquéreur, qui sécurise ainsi le prix payé. Il peut toutefois générer des discussions post-closing si les indicateurs de performance et les règles applicables n'ont pas été définis avec suffisamment de précision dans le contrat de cession.

La conduite des affaires entre signing et closing

9 Le contrat de cession est un document souvent long car il doit être précis, afin de prévenir toute interprétation future divergente et permettre une organisation fluide de la période entre signing et closing entre le vendeur et l'acquéreur.

10 Le contrat va encadrer la conduite des affaires entre signing et closing et prévoir que certaines décisions ne peuvent pas être prises sans l'accord de l'acquéreur. A titre d'exemple, le vendeur ne pourra pas distribuer de dividendes ou recourir à l'endettement au-delà d'un certain seuil sans l'accord de l'acquéreur. Ces stipulations sont importantes et doivent être revues avec le management de la société cible afin d'éviter une **ingérence** trop importante de l'acquéreur pendant cette phase, alors qu'il n'est pas encore le propriétaire de la société cible.

11 De même, le contrat de cession va aussi prévoir un délai maximal pour la réalisation de l'opération M&A, qui peut varier de quelques semaines à quelques mois en fonction des conditions suspensives, et notamment des conditions réglementaires. Il est donc important de bien anticiper toutes les étapes entre signing et closing afin de bien calibrer la période requise et prévoir une **date réaliste** pour l'accomplissement de l'ensemble des opérations requises entre signing et closing.

La garantie de passif

12 Enfin, le contrat de cession peut prévoir une garantie d'actif ou de passif, communément appelée la « GAP ».

La GAP est un mécanisme contractuel, par lequel le vendeur garantit à l'acqué-

reur la situation financière, juridique, fiscale et sociale de la société cible. En d'autres termes, si un passif est découvert après le closing mais si ce passif concerne un fait antérieur à ce closing, tel qu'un contentieux ou un redressement fiscal,

le vendeur sera tenu d'**indemniser l'acquéreur** selon les termes et conditions définis dans le contrat de cession.

13 Les principaux termes et conditions de la garantie de passif sont : le plafond, le montant maximum d'indemnisation dû par le vendeur, qui est souvent exprimé en pourcentage du prix de cession ; la franchise ou le seuil, montant en dessous duquel l'acquéreur ne pourra pas actionner la garantie ou l'acquéreur pourra actionner la garantie à compter du premier euro en cas de franchissement du seuil ; la **durée**, qui varie selon la nature des garanties dites générales, fiscales ou sociales. Des discussions peuvent également exister sur des garanties spécifiques lorsque l'audit a révélé des risques précis sur la société cible et que l'acquéreur ne souhaite pas les supporter.

14 Cette GAP peut être transférée à un assureur proposant un produit assurantiel dénommé « assurance de GAP » ou « **assurance W&I** » (Warranty & Indemnity). Cette assurance peut être souscrite par le vendeur ou l'acquéreur. Elle permet ainsi au vendeur de percevoir le prix de cession sans conserver de risque financier ou d'en limiter la portée. Cette assurance a un coût et nécessite également une certaine anticipation car elle est soumise à un processus de souscription.

II. L'information-consultation du CSE et la mise en œuvre de la loi Hamon : une étape préalable au signing

15 L'information-consultation des instances représentatives du personnel et la mise en œuvre de la loi Hamon constituent des étapes importantes qui doivent être anticipées avant la signature du contrat de cession.

16 Une **promesse unilatérale d'achat** ou un put peut être consenti par l'acquéreur au vendeur, afin de sécuriser l'opération et de permettre la mise en œuvre des deux étapes susvisées. Aux termes de cette promesse, l'acquéreur s'engage irrévocablement à acquérir les actions de la société cible, sous la condition que le vendeur lève ladite promesse une fois les deux obligations susvisées remplies.

L'information-consultation du CSE

17 Le comité social et économique (CSE) de la société cible doit être informé et consulté avant la signature du contrat de cession, sous peine d'exposer le dirigeant de la société cible au délit d'entrave. Cette procédure d'information-consultation a un **impact sur le calendrier** car l'avis du CSE doit être rendu dans un délai d'un mois à compter de la communication par l'employeur des informations requises pour la consultation, délai qui peut être porté à deux mois quand le CSE décide d'avoir recours à un expert. Il est important de souligner qu'à défaut d'avis rendu dans le délai imparti le CSE est réputé avoir rendu un avis négatif. Toutefois, que l'avis soit positif ou négatif, il ne fait pas obstacle à la réalisation de l'opération M&A : le sens de l'avis du CSE est sans incidence sur la poursuite du processus. Par ailleurs, les questions posées ou les demandes d'informations formulées par le CSE en cours de procédure ne suspendent pas les délais susvisés.

Obligation d'information préalable des salariés (Loi Hamon)

18 La loi Hamon a instauré une obligation d'information préalable des salariés de la société cible dans les entreprises de moins de 250 salariés en cas de cession de la majorité du capital. L'objectif du législateur est de permettre aux salariés de présenter, s'ils le souhaitent, une **offre de reprise**. Il s'agit d'une simple faculté de se positionner, et non d'un droit de préemption. Le délai pour présenter cette offre de reprise en l'absence de mise en place d'un CSE est de deux mois, sauf si tous les salariés répondent avant ce délai. Si la société cible a mis en place un CSE, le délai est calqué sur la procédure d'information-consultation.

19 La loi 2026-403 du 26 mai 2026 modifie le périmètre de cette obligation, qui ne s'appliquera plus désormais qu'aux entreprises de moins de 50 salariés et aux entreprises de moins de 250 salariés dépourvues de CSE. Le nouveau dispositif

d'information préalable des salariés entre en vigueur pour les opérations conclues à compter du 27 juillet 2026. Cette loi modifie également le délai susvisé de deux mois, qui passe à **un mois** et le montant de l'amende qui s'élevait à 2 % du prix de cession en cas de non-respect est réduit à 0,5 % du prix de cession.

III. Une étape cruciale : la levée des conditions suspensives

20 Dès la signature du contrat de cession, le **compte à rebours** vers le closing commence. Les premières actions post-signing vont donc être dirigées vers la levée des conditions suspensives,

qui varient selon la nature et la taille de l'opération.

Selon le positionnement dans le cadre de l'opération M&A, à savoir vendeur ou acquéreur, les réactions divergent : le vendeur cherchera à sécuriser son opération et voudra donc réduire au maximum la liste des conditions suspensives, tandis que l'acquéreur souhaitera sécuriser son opération et sera donc plus enclin à avoir une liste plus longue de conditions suspensives.

21 Il existe principalement trois types de conditions suspensives : celles portant sur les autorisations administratives à obtenir le cas échéant ; celles relatives au financement de l'opération ; celles rendues nécessaires par les éventuelles

clauses contractuelles relatives au changement de contrôle d'un cocontractant ou par un pacte d'associés.

Les autorisations réglementaires

22 Le premier point à vérifier en matière d'autorisation réglementaire est de déterminer s'il est nécessaire de **notifier** l'opération à l'Autorité de la concurrence ou à la Commission européenne. En effet, les opérations dépassant certains seuils doivent faire l'objet d'une notification préalable obligatoire à l'une ou l'autre des deux autorités précitées. Au **niveau national**, les seuils sont les suivants :

		Seuils actuellement en vigueur	Nouveaux seuils à compter du 1 ^{er} septembre 2026 (Loi 2026-403 du 26-5-2026 art. 24)
Seuils généraux	Chiffre d'affaires en France	50 millions €	80 millions €
	Chiffre d'affaires mondial	150 millions €	250 millions €
Seuils applicables au commerce de détail	Chiffre d'affaires en France	15 millions €	20 millions €
	Chiffre d'affaires mondial	75 millions €	100 millions €

23 Au **niveau européen**, la Commission est compétente si les trois conditions cumulatives suivantes, issues de l'article 1^{er} du règlement (CE) 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises, dit « règlement concentrations », sont remplies :

- chiffre d'affaires total mondial des entreprises parties à la concentration supérieur à 5 milliards d'euros ;
- chiffre d'affaires total individuel réalisé dans l'Union européenne par au moins deux entreprises concernées supérieur à 250 millions d'euros ;
- les entreprises concernées ne doivent pas toutes réaliser plus des 2/3 de leur chiffre d'affaires total dans l'Union européenne dans un seul et même État membre.

24 Une analyse doit toujours être conduite en la matière car il existe des seuils alternatifs prévus par l'article 1, § 3, du règlement concentrations, qui permettent à la Commission d'être compétente lorsque les parties réalisent un chiffre d'affaires dans au moins trois États membres et l'appréciation des notions (comme celle du chiffre d'affaires) est propre au droit de la concurrence. De surcroît, il est nécessaire de conduire cette analyse dans tous les pays où la société cible réalise du chiffre d'affaires, afin d'identifier toutes les demandes d'autorisation au titre du droit de la

concurrence. Les seuils étant parfois bas selon certaines juridictions, comme par exemple dans les pays de l'Est, une **vigilance** accrue est donc requise, d'autant que les délais d'instruction varient considérablement selon les pays, allant de quelques semaines à plusieurs mois.

25 Il est donc important de cartographier les pays concernés par les demandes d'autorisation, d'**identifier les conseils impliqués** et d'assurer un suivi rigoureux, afin que les documents requis selon les pays soient transmis dans les meilleurs délais par la société cible et que les délais d'instruction courent le plus rapidement possible.

26 Le deuxième aspect à vérifier porte sur la réglementation relative au **contrôle des investissements étrangers en France**. L'article L 151-3 du Code monétaire et financier impose une autorisation préalable du ministère de l'économie lorsqu'un investisseur étranger investit ou acquiert le contrôle d'une entreprise opérant dans un secteur sensible, tel que la défense, la santé, la cybersécurité ou encore l'énergie. L'article R 151-3 du Code monétaire et financier définit l'ensemble des activités concernées par la réglementation. La procédure dure entre deux et quatre mois (notamment en cas d'examen approfondi).

27 Enfin, le dernier aspect consiste à déterminer si l'activité de la société cible

est une **activité réglementée** qui requiert d'obtenir une autorisation auprès de l'autorité de contrôle ou de tutelle, telle que l'ACPR ou l'AMF.

Financement bancaire

28 Si l'opération est soumise à une condition de financement, il est important de s'assurer, au plus tard au signing, que les banques ont remis leurs lettres d'engagement et qu'il ne reste plus qu'à lever les **conditions suspensives bancaires usuelles** au décaissement des fonds, à savoir mise en place des sûretés, satisfaction des exigences KYC, finalisation du contrat de crédit ou autrement appelé « contrat de prêt senior » et, le cas échéant, du contrat entre créanciers. Cette condition suspensive ne doit pas être sous-estimée car la rédaction du contrat de prêt senior, la satisfaction des exigences KYC et la levée des conditions suspensives bancaires constituent un vrai pan d'une opération M&A, qui requiert une organisation minutieuse et une coordination irréprochable entre tous les acteurs de l'opération.

Les clauses contractuelles

29 Un certain nombre de **contrats**, et notamment les contrats commerciaux, les contrats de crédit ou les baux, contiennent souvent des clauses de changement de contrôle, qui imposent d'obtenir l'accord

du cocontractant avant la mise en œuvre de l'opération M&A. Il est important de cartographier ces clauses lors de la phase d'audit, afin de disposer d'une liste exhaustive desdites clauses. L'accord du ou des cocontractants devra être obtenu avant la réalisation du closing.

30 De même, un **pacte d'associés** peut avoir été conclu entre les associés de la société cible. Les clauses dudit pacte doivent donc être purgées avant la réalisation de l'opération M&A. Deux options sont possibles : soit tous les associés renoncent à la mise en œuvre des stipulations du pacte d'associés car tous les associés sont d'accord pour céder la société cible, soit certaines clauses du pacte d'associés, dont la clause de cession forcée (le « drag along »), doivent être mises en œuvre pour obliger un associé récalcitrant, ce qui imposera de respecter scrupuleusement les stipulations du pacte d'associés applicable.

IV. Le closing : la documentation à préparer et l'anticipation du volet financier

La documentation de closing

31 Un certain nombre de documents doivent être rédigés et signés le jour du closing, selon un séquençement précis, afin de respecter la chronologie des opérations de closing.

32 Les principaux documents à préparer sont les suivants :

- la **documentation liée au transfert** de titres : les ordres de mouvements de titres, l'acte réitératif ou le formulaire Cerfa 2759-SD en vue de l'enregistrement de la cession auprès des services fiscaux et la mise à jour du registre de mouvements de titres papier ou dématérialisé ;
- la **documentation sociale** liée au changement de contrôle : l'agrément éventuel de l'acquéreur si les statuts le prévoient et l'obtention des autorisations sociales requises, la prise d'acte des démissions, la nomination des nouveaux dirigeants et la mise à jour des statuts pour qu'ils soient en conformité avec les instructions de l'acquéreur ;
- la **documentation bancaire et les sûretés** : la signature du contrat de prêt senior et la documentation liée à la mise en place des sûretés au profit des prêteurs ;

- le **pacte d'associés** si certains associés décident de demeurer au capital ;
- la documentation liée à la **garantie de passif** : le certificat actant que les déclarations prises au signing sont toujours valables ou prenant acte de certaines évolutions par la mise à jour des annexes ;
- la **documentation annexe**, comme la résiliation des conventions intragroupe existantes avec la société mère ou la conclusion d'un contrat de prestations de services, afin de conserver certaines prestations de la part du vendeur, s'il est nécessaire d'avoir son support, telles que l'informatique, la comptabilité ou la gestion de la paie.

Les aspects financiers

33 Au-delà de la documentation, le volet financier doit faire l'objet d'une anticipation tout aussi rigoureuse.

34 Une coordination minutieuse avec l'ensemble des acteurs de l'opération M&A doit être mise en place, afin de garantir que les flux financiers interviendront le jour du closing, dans le respect du séquençement contractuellement prévu.

35 En outre, il convient de définir en amont le **calcul de prix**, soit la détermination d'un prix provisoire en cas d'ajustement du prix, soit le prix définitif en cas de « locked box ».

36 Enfin, il faudra veiller au remboursement de la **dette financière existante**, que ce soit les comptes courants d'associés ou la dette financière due à un établissement bancaire, à la levée des sûretés existantes ou au remboursement des sommes dues ou à recevoir en cas de convention de trésorerie ou au titre de toute convention intragroupe existante et qui cessera du fait du closing.

V. Une dernière étape après l'étape clé du closing : le post-closing

37 L'ensemble des parties sont ravies : le closing est passé ; malheureusement, il ne marque pas la fin des diligences

juridiques. Un certain nombre d'**actions** doivent encore être **menées après le closing** ; ces actions sont les suivantes :

- l'enregistrement de la cession auprès des services fiscaux français et étrangers. En France, les droits d'enregistrement s'élèvent à 0,1 % pour les SA et les SAS et à 3 % pour les SARL et ils doivent être acquittés dans le mois qui suit la cession. Il faudra également

veiller aux déclarations fiscales requises en vue de l'imposition de la plus-value éventuelle ;

- les formalités de dépôt au greffe des statuts mis à jour, de la nomination des nouveaux dirigeants et de la nouvelle déclaration du bénéficiaire effectif ;
- la notification aux tiers : information des clients et fournisseurs, ainsi que toutes les informations requises en vertu des contrats conclus par la société cible ;
- la procédure d'ajustement du prix : les comptes de closing doivent être arrêtés et soumis au vendeur ou à l'acquéreur en fonction de ce qui a été prévu dans le contrat de cession d'actions en vue de déterminer le prix définitif. Cette procédure d'ajustement du prix est souvent sous-estimée en termes de temps, alors qu'elle peut donner lieu à un certain nombre de négociations, et notamment si les principes n'ont pas été suffisamment décrits avec précision dans le contrat de cession d'actions.

38 La réalisation d'une opération M&A est une discipline à part entière, qui requiert une anticipation de chaque étape, une identification de chaque risque et une **coordination étroite** avec l'ensemble des acteurs d'une opération M&A. Il est donc nécessaire de savoir anticiper les obstacles et de tenir le cap face aux turbulences et imprévus de dernière minute.

39 Pour ceux qui vivent cette expérience pour la première fois, il est essentiel de faire confiance à ses conseils et de ne sous-estimer ni le temps que cela implique ni la complexité intrinsèque de ce type d'opérations.