

**M&A Contracts in the American Financial Maelstrom: have
“Reverse Break-Up Fees” and “Mac” Clauses Turned them into
mere Options? / Les contrats de fusion-acquisition dans la tourmente
fi nancière américaine: les clauses de « reverse break-up fees » et de «
mac » en font-elles de simples options ?**

By

Yves QUINTIN

Reprinted from International Business Law Journal
Issue 3, 2008

Sweet & Maxwell
100 Avenue Road
Swiss Cottage
London
NW3 3PF
(Law Publishers)

SWEET & MAXWELL

M&A CONTRACTS IN THE AMERICAN FINANCIAL MAELSTROM: HAVE “REVERSE BREAK-UP FEES” AND “MAC” CLAUSES TURNED THEM INTO MERE OPTIONS?

LES CONTRATS DE FUSION-ACQUISITION DANS LA TOURMENTE FINANCIÈRE AMÉRICAINE : LES CLAUSES DE « REVERSE BREAK-UP FEES » ET DE « MAC » EN FONT-ELLES DE SIMPLES OPTIONS ?

Yves Quintin*

Contract terms; Material adverse change clauses; Mergers; Takeovers; United States

The “subprime” financial crisis that the United States has been facing since mid-2007 has had a significant impact on the economy of the country, from the most humble home-owners to the most powerful private equity funds (PEF). While mergers and acquisitions in the United States were at their highest historical level in 2007, boosted by foreign investments and the capital and credit (then) available to PEFs, the newly prevailing financial conditions in effect in the US have contributed to the failure of many acquisitions, even after the ink had dried up on contracts. In effect, many “firm” contracts seem to have turned into mere purchase options that the purchasers decided to terminate, either because the prospects of the target dimmed or the financing of the acquisition turned out to be more complex than initially contemplated.

The legal mechanisms that enable a purchaser to terminate a contract take two key forms (excluding standard conditions where the deal is, for example, subject to a financing condition which, if not met, frees the purchaser of its obligations): on the one hand, so-called “reverse break-up fees” and, on the other hand, so-called “MAC” or “MAE” (“Material Adverse Change”

La crise financière des crédits hypothécaires (« subprime mortgages ») qu’affrontent les Etats-Unis depuis la mi-2007 n’a pas manqué d’avoir des répercussions dans la vie économique du pays, depuis les plus humbles propriétaires de maisons individuelles jusqu’aux plus puissants des « private equity funds » («PEF»). Si les fusions-acquisitions furent en 2007 à leur niveau historique le plus élevé aux Etats- Unis, favorisées en cela tant par l’ampleur des investissements étrangers aux USA que par les montants dont disposent (ou disposaient) les PEF, les nouvelles conditions financières ont contribué à faire échouer de nombreuses acquisitions, même après que l’encre eût séché sur les contrats. De fait, de nombreux contrats « fermes » semblent ainsi s’être transformés en simples options d’achat que les acquéreurs ont dénoncées, selon que les perspectives de la cible leur paraissaient compromises ou que le financement de l’acquisition s’avérait plus difficile que prévu.

Les mécanismes juridiques permettant aux acquéreurs de dénoncer un contrat prennent deux formes essentielles (hormis des clauses pures et simples de conditionnalité, où la transaction est, par exemple, soumise à une condition de financement qui, si elle n’est pas satisfaite, délivre alors l’acquéreur de ses obligations) : d’une part, les « reverse break-up fees » et, d’autre part, les clauses de « MAC » ou « MAE »

*Member of the New York and Paris Bars, Partner, Duane Morris LLP (Philadelphia); Author of *Les Fusions-Acquisitions aux USA* (Editions Bruylant (Bruxelles) and Yvon Blais (Montréal), 2005); former Lecturer at the University of Pennsylvania Law School.

(« Material Adverse Change » ou « Material Adverse Effect »). L'économie de ces deux types de clauses est différente : l'une est, par nature, une clause de dédit alors que l'autre est fondée sur la prémisse que si l'objet même du contrat, la cible, a subi une détérioration entre le moment où le contrat est signé et la date de la clôture, l'acquéreur n'a alors pas l'obligation de clore la transaction.

LES CLAUSES DE « REVERSE BREAK-UP »

Clauses traditionnelles de « break-up fee » : le vendeur paie un dédit à l'acheteur

Les clauses de « reverse break-up » sont relativement nouvelles dans l'univers US des fusions-acquisitions. Jusqu'à récemment, les seules clauses que l'on rencontrât étaient des clauses prévoyant un « break-up fee » au cas où la cible se dédirait. En réalité, les clauses de « break-up fee » étaient destinées à résoudre la quadrature du cercle dans les acquisitions de sociétés cotées : en effet, le Conseil d'Administration d'une société cotée est dans l'obligation, une fois la société mise en vente, d'obtenir le prix maximum pour les actionnaires afin de satisfaire ses « fiduciary duties » vis-à-vis des actionnaires. Par conséquent, les contrats de fusion-acquisition portant sur une société cotée prévoient toujours une « porte de sortie » permettant au Conseil d'Administration de négocier avec un autre prétendant, même en la présence d'un contrat pour la vente de la société. L'acquéreur exigera en général une clause de dédit, dite « break-up fee », si la cible décide de se vendre à un autre acquéreur. En général, les clauses de dédit se négocient aux alentours de 1 pour cent à 5 pour cent du prix d'achat de la cible. Si la clause est déclenchée c'est, en fin de compte, l'ultime acquéreur qui en supporte le coût.

Les nouvelles clauses : l'acheteur paie un dédit au vendeur

Les clauses de « reverse break-up » sont le fruit du rôle croissant des « private equity funds » dans les opérations de fusions-acquisitions : comme, d'une part, les PEF essaient, en général, d'emprunter une part significative du prix d'achat pour faire leurs acquisitions, afin de bénéficier de l'effet de levier et comme, d'autre part, la cible n'acceptera pas, en général, que l'acquisition soit soumise à une pure condition de financement, la solution est alors de prévoir un « reverse break-up fee » qui permet à l'acquéreur, et non plus au vendeur, de se dédire pour quelque raison que ce soit, au prix du versement d'un « break-up fee ». A cela s'ajoute un autre mécanisme de protection de l'acquéreur : l'utilisation de sociétés écrans qui sont des filiales sous-capitalisées du PEF et qui n'ont donc pas de « répondant » financier si le PEF décide de ne pas poursuivre la transaction.

or “Material Adverse Effect”) clauses. The regime of each of these types of clauses is different: the first one is by nature a liquidated damages clause for terminating a contract, while the second one proceeds from the premise that, if the condition of the target has deteriorated between the time the contract was signed and the closing, then the purchaser is not obligated to close the deal.

REVERSE BREAK-UP CLAUSES

Traditional break-up clauses: the seller pays a termination fee

Reverse break-up clauses are fairly new in the realm of US mergers and acquisitions. Until recently, one encountered only clauses providing for “break-up fees” in the event the target should terminate the deal. In reality, these clauses were intended to resolve the tension inherent in the acquisition of public companies and arising out of the fact that the Board of Directors of a publicly-traded company is under the obligation, once the company is for sale, to maximise the price for its stockholders in order for the directors to satisfy their fiduciary duties to the stockholders. As a result, purchase agreements or merger agreements for the acquisition of a public company always provide for an “exit” clause that allows the Board to negotiate with another bidder, notwithstanding the fact that the target is a party to a purchase or merger agreement. The buyer will generally require a break-up fee which will be triggered if the target decides to sell itself to another buyer. In general, break-up fees amount to between 1 per cent and 5 per cent of the purchase price of the target. If the clause is triggered, the ultimate purchaser ends up bearing its cost.

New break-up clauses: the buyer pays a termination fee

“Reverse break-up fees” stem from the ever larger role of private equity funds in mergers and acquisitions¹: on the one hand, PEFs usually try to borrow a significant portion of the purchase price in order to take advantage of the leverage factor while, on the other hand, targets generally do not accept that the acquisition be subject to a financing condition. As a result, the solution is to provide for a reverse break-up fee which will allow the buyer to terminate the deal, for whatever reason, upon the payment of a break-up fee. In addition, another protection mechanism used by buyers takes the form of “shell companies” interposed between the PEF and the target, which are undercapitalised subsidiaries of the

PEF and, accordingly, do not have any financial wherewithal should the PEF decide not to pursue the transaction.

A recent case, *United Rentals, Inc v RAM Holdings, Inc* (2007 WL 4496338 (Del/Ch.)), decided in December 2007 by the Chancery Court of the State of Delaware, one of the most respected courts in the United States in corporate and commercial matters, provides an example of the manner in which reverse break-up fees work, in the absence of a “material adverse change”. In that case, Cerberus, a PEF that had previously acquired Chrysler from Daimler Benz, had agreed to purchase United Rentals, an equipment leasing company, for \$7 billion (including the debt of the target).

The deal was structured with “shell companies”, subsidiaries of Cerberus, such that United Rentals entered into a sale agreement with undercapitalised companies with respect to which:

1. Cerberus only had the obligation to pay a “termination fee” of \$100 million if the shell companies/Cerberus decided not to close the deal; and
2. an affiliate of Cerberus had the obligation to capitalize the shell companies up to \$1.5 billion, except, however, that United Rentals was not a third party beneficiary of this obligation.

In other words, Cerberus had distanced itself as much as possible from the target. The shell companies undertook to obtain the financing necessary to carry out the transaction. Thereafter, Cerberus notified United Rentals that, despite the absence of any deterioration in the condition of the target (no “MAC”), Cerberus no longer wished to close the deal on the basis of the terms agreed in the contract, although it was prepared to consider closing at a lesser price and, absent a new agreement, it was ready and willing to pay the break-up fee. It seems that Cerberus took this position at the instigation of its banks which no longer wished to finance the transaction because of their inability to “unload” the debt to investors.² United Rentals then sued the shell companies in order to compel them to close the financings they had undertaken to obtain (both with the banks and with the Cerberus affiliate). The judge, after examining the terms of the contract and the negotiations that had taken place between the parties, concluded that he could not enjoin the shell companies to close the financings, as the contract specifically provided that no injunctive relief could be sought against the shell companies. As a result, the case ended with the payment of the reverse break-up fee.

La récente affaire *United Rentals, Inc v RAM Holdings, Inc* (2007 WL 4496338 (Del. Ch.)), décidée en décembre 2007 par la Chancery Court du Delaware, un des meilleurs tribunaux US en matière de droit des sociétés et de droit commercial, fournit une illustration du fonctionnement des clauses de « reverse break-up fee », en l'absence d'un « material adverse change ». Dans cette affaire, le PEF Cerberus, qui avait précédemment acquis Chrysler des mains de Daimler-Benz, avait décidé d'acquérir United Rentals, une société de location d'équipements pour \$7 milliards (y compris la dette de la cible).

La transaction fut structurée avec des sociétés écrans, filiales de Cerberus, de sorte que United Rentals passa un contrat de vente avec des sociétés coquilles pour lesquelles:

1. Cerberus n'avait que l'obligation de payer un « termination fee » de \$100 millions, si les sociétés-coquilles/Cerberus décidaient de ne pas clore la transaction ; et
2. une société affiliée à Cerberus avait l'obligation de capitaliser les sociétés écrans à hauteur de \$1,5 milliard, sans toutefois que United Rentals puisse se prévaloir de cette obligation.

Autrement dit, Cerberus avait mis le plus possible de distance entre elle-même et la cible. Les sociétés écrans se portèrent fort d'obtenir le financement nécessaire à l'acquisition. Moyennant quoi, Cerberus annonça à United Rentals que, nonobstant le fait qu'aucune détérioration de la cible ne soit intervenue (absence de « MAC »), Cerberus ne souhaitait plus clore la transaction et était prêt à payer le « break-up fee ». Il semble que Cerberus ait agi à l'instigation de ses banques qui ne souhaitaient plus financer la transaction car elles ne pouvaient revendre la dette à des investisseurs. United Rentals poursuivit alors les sociétés écrans pour les obliger à clore les financements qu'elles s'étaient engagées à obtenir (tant en dette auprès des banques, qu'en capital auprès de Cerberus). Le juge, après un examen des termes du contrat et des négociations intervenues entre les parties, conclut qu'il ne pouvait forcer les sociétés écrans à clore les financements, le contrat prévoyant expressément qu'il ne puisse faire l'objet d'une obligation de faire (« injunctive relief ») à la charge des sociétés écrans. L'affaire se termina donc par le paiement du « reverse break-up fee ».

L'intérêt de cette affaire est qu'elle illustre de manière exemplaire les mécanismes mis en place par les PEF pour transformer leurs opérations d'acquisition en options:

- protection par le biais de sociétés écrans ;
- d'une clause de MAC (non invoquée en l'occurrence) ; et
- si celle-ci ne peut raisonnablement être invoquée, protection par une clause de dédit.

D'autres affaires ont vu, à la fois, la mise en œuvre des clauses de MAC et de dédit.

LES CLAUSES DE MAC

Les clauses de MAC jouent un double rôle dans la plupart des contrats de fusion-acquisition : elles contribuent à protéger le vendeur ou l'acquéreur, selon les clauses qui sont déclenchées, contre une détérioration de la condition de la cible entre une date de référence et la date de la clôture de la transaction.

Pour comprendre leur mise en œuvre, il est nécessaire de se pencher sur la définition et les rouages d'un MAC et sur les clauses dans lesquelles un MAC intervient.

Définitions et mécanismes d'une clause de MAC

Il existe de nombreuses définitions d'un MAC ou d'un MAE. Une définition relativement classique est la suivante :

« Material Adverse Change or Material Adverse Effect means any change, effect, event, occurrence, state of facts or development which individually or in the aggregate [has resulted] [[would reasonably be expected to] [could] result] in any change or effect, that is materially adverse to the business, condition [(financial or other)] [,prospect] or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, that none of the following shall be deemed, either alone or in combination, to constitute, and none of the following shall be taken into account in determining whether there has been or will be, a Material Adverse Change or Material Adverse Effect: (A) any change, effect, event, occurrence, state of facts or development (1) in the financial or securities markets or the economy in general, (2) in the industries in which the Company or any of its Subsidiaries operates in general, to the extent that such change, effect, event, occurrence, state of facts or development does not disproportionately impact the Company or any of its Subsidiaries or (3) resulting from any Divestiture required to be effected pursuant to the terms of this Agreement or (B) any failure in and of itself by the Company to meet any internal

The significance of this case is that it illustrates in exemplary fashion the mechanisms that PEFs have put in place in order to transform their acquisitions into purchase options:

- protection by way of shell companies;
- a MAC clause (not invoked in the instant case); and
- if the MAC clause may not reasonably be invoked, protection by means of a reverse break-up fee.

Other cases have witnessed both the combined use of MAC clauses and reverse break-up fees.

MAC CLAUSES

MAC clauses play a double role in most M&A contracts: they help protect the seller or the buyer, depending upon which clause is being triggered, against a deterioration of the condition of the target between a "reference date" and the closing date of the deal.

To understand how MAC clauses function, it is necessary to first focus on the definition and the mechanics of a MAC and on the operative clauses in which a MAC concept comes into play.

Definition and mechanics of a MAC clause

There are numerous definitions of a MAC or MAE. A fairly standard definition is as follows:

"Material Adverse Change or Material Adverse Effect means any change, effect, event, occurrence, state of facts or development which individually or in the aggregate [has resulted] [[would reasonably be expected to] [could] result] in any change or effect, that is materially adverse to the business, condition [(financial or other)] [,prospect] or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, that none of the following shall be deemed, either alone or in combination, to constitute, and none of the following shall be taken into account in determining whether there has been or will be, a Material Adverse Change or Material Adverse Effect: (A) any change, effect, event, occurrence, state of facts or development (1) in the financial or securities markets or the economy in general, (2) in the industries in which the Company or any of its Subsidiaries operates in general, to the extent that such change, effect, event,

occurrence, state of facts or development does not disproportionately impact the Company or any of its Subsidiaries or (3) resulting from any Divestiture required to be effected pursuant to the terms of this Agreement or (B) any failure in and of itself by the Company to meet any internal or published projects, forecasts or revenue or earnings predictions (it being understood that the facts or occurrences giving rise or contributing to such failure may be deemed to constitute, or be taken into account in determining whether there has been or would reasonably be expected to be, a Material Adverse Effect or a Material Adverse Change)”.

A definition, however, is only as important as the operative clauses that convey its meaning. In that regard, a MAC clause may be triggered in two totally different contexts, one of which is generally favorable to the seller, and the other of which is favorable to the acquiror.

The context of a MAC clause

Representations and warranties

Generally, the representations and warranties of the seller will be subject to qualifications drafted as follows: “Except as would not cause a MAE, the Company is the owner of all of the stock of the Subsidiaries...” or “The Company is in good standing in all jurisdictions where its business requires that it be qualified, except where the failure to so qualify would not cause a MAE.”

In this case, the purpose of the MAC clause is to enable the seller to qualify its representations and warranties by indicating that their accuracy is not absolute but contingent, subject however to the fact that any inaccuracy, if it materialises, will not cause a MAE. In this context, the existence of a MAC clause is favourable to the seller since it enables it to water down its representations and warranties both at the time of signature of the agreement and at the time of closing and, accordingly, reduces the likelihood that the purchaser may argue that the seller breached the contract because of inaccurate representations and warranties and thus may terminate the contract.

Conversely, the seller may be asked to represent that, since the date of the financial statements delivered to the buyer, no MAC has occurred.³ This representation will be confirmed at the closing, such that its accuracy is a condition to the buyer’s

or published projects, forecasts or revenue or earnings predictions (it being understood that the facts or occurrences giving rise or contributing to such failure may be deemed to constitute, or be taken into account in determining whether there has been or would reasonably be expected to be, a Material Adverse Effect or a Material Adverse Change). »

Une définition ne revêt cependant d'importance, dans un contrat, qu'en rapport avec les clauses qui la mettent en œuvre. Or, une clause de MAC peut intervenir dans deux cadres totalement différents, l'un généralement favorable au vendeur, l'autre favorable à l'acquéreur.

Le cadre de la clause de MAC

Les déclarations et garanties de passif

Généralement, les déclarations et garanties de passif (« representations and warranties ») du vendeur feront l'objet d'exceptions ainsi libellées: « Except as would not cause a MAE, the Company is the owner of all of the stock of the Subsidiaries... » ou « The Company is in good standing in all jurisdictions where its business requires that it be qualified, except where the failure to so qualify would not cause a MAE ».

Dans ce cas, l'objet de la clause de MAC est de permettre au vendeur de qualifier ses déclarations et garanties de passif en indiquant que leur exactitude n'est pas absolue mais, au contraire, relative sous réserve de ce que leur inexactitude, si elle s'avère, ne causera pas un MAE. Dans ce contexte, la présence d'une clause de MAC est favorable au vendeur, puisqu'elle lui permet d'édulcorer ses déclarations et garanties tant au moment de la signature que de la clôture du contrat et, ce faisant, réduit les chances que l'acquéreur puisse arguer que le vendeur a violé le contrat par le biais de déclarations et garanties inexactes, et donc qu'il puisse résilier le contrat.

Inversement, le vendeur pourra être amené à fournir une déclaration que, depuis la date des états financiers fournis à l'acquéreur, aucun MAC n'est intervenu. Cette déclaration devra être confirmée au moment de la clôture de la transaction, de sorte que sa véracité constitue une condition de l'obligation de l'acheteur de

clôre l'affaire. Dans ce cas, la clause de MAC, qui prend la forme d'une déclaration du vendeur, est favorable à l'acquéreur.

Les conditions régissant la clôture du contrat

En général, le contrat comprendra la condition suivante qui, si elle n'est pas remplie, permet à l'acquéreur de résilier le contrat sans mettre en cause sa responsabilité : « Since [X Date], the Company shall not have suffered any MAE. » ou « Since [X Date], no event shall have occurred, and no circumstance shall exist, which, individually or in the aggregate, has had or would reasonably be expected to have a MAE. »

De manière alternative, ou cumulative, une condition de la clôture pour l'acquéreur sera que la déclaration du vendeur quant à l'absence de MAC depuis la date des états financiers (voir supra) demeure vraie à la date de la clôture de l'acquisition, faute de quoi l'acquéreur peut résilier le contrat.

Ces conditions sont généralement connues sous le nom de « MAC outs ».

Les éléments de la définition d'un MAC

La définition d'un MAC, dans sa simplicité apparente, comprend plusieurs éléments :

1. Le domaine de la définition ;
2. Les exceptions à la définition ; et
3. L'aspect temporel de la détérioration de la condition de la cible.

Le domaine de la définition

Il est de l'intérêt de l'acquéreur que le MAC ou MAE soit défini de la manière la plus large qui soit. Cela lui permettra alors d'invoquer d'autant plus facilement la survenance d'un MAC pour ne pas clore le contrat ou en renégocier les termes. Les éléments-clés de la négociation de la clause de MAC mettent en jeu les facteurs suivants :

- Le degré de certitude quant à la détérioration de la condition de la cible : cela est manifesté par l'utilisation de l'auxiliaire « could » (possibilité) ou « would » (probabilité plus élevée) ou « will » (certitude). (Voir la définition supra). Le vendeur cherchera à éviter que l'auxiliaire « could » soit utilisé, car cela favorise l'acquéreur. Inversement, il souhaitera utiliser « would » ou, au mieux, le passé composé

obligation to close the deal. In this case, the MAC clause, in the form of a representation made by the seller, is favourable to the acquiror.

The closing conditions

In general, the contract will include the following condition, the failure of which allows the buyer to terminate the contract without incurring any liability: "Since [X Date], the Company shall not have suffered any MAE" or "Since [X Date], no event shall have occurred, and no circumstance shall exist, which, individually or in the aggregate, has had or would reasonably be expected to have a MAE".

Alternatively, or additionally, a closing condition for the buyer is that the seller's representation that no MAC has occurred since the date of the financial statements (see above) must remain true and accurate on the closing date and, if not, the buyer may terminate the contract.

These conditions are generally known as "MAC outs".

The elements of the MAC definition

The MAC definition, though apparently simple, is comprised of several elements:

1. The scope of the definition;
2. The exceptions to the definition; and
3. The timing factor with respect to the deterioration of the condition of the target.

The scope of the definition

From the standpoint of the buyer, the MAC or MAE definition should be as broad as possible. If so, it will be all the easier for it to invoke the occurrence of a MAC in order not to close the deal or to renegotiate the terms. The key elements of the negotiation of a MAC clause involve the following considerations:

- The degree of certainty with respect to the deterioration of the condition of the target: this is expressed through the use of the verb "could" (which denotes a possibility) or "would" (which denotes a greater probability) or "will" (which denotes certainty) (see the MAC definition above). The seller will

attempt to avoid using “could” as it plays in favour of the buyer. Conversely, it will request that “would” be used or, better, that the past tense (“has resulted”) be used so as to demonstrate the existence of the deterioration. A study of the largest 100 transactions for the period beginning July 1, 2006 and ending June 30, 2007 shows that the “would reasonably be expected to” test appears in 64 per cent of such transactions.⁴

- The object of the deterioration: it always covers the business, the condition (financial or otherwise) and, sometimes, the prospects of the targets. In general, the seller refuses to include “prospects” as it allows the buyer to take into account the anticipated deterioration of the target (known as “forward looking”) and not just the situation as it exists at the time of closing.
- The definition of the target: the seller will want the deterioration to be measured on the basis of its aggregate impact on the target, including its subsidiaries (i.e. “the Company and its Subsidiaries, taken as a whole” or “the Company and its Subsidiaries, taken in the aggregate”), and not in an isolated fashion such as for example, at the level of a subsidiary of the target.

Exceptions that narrow the scope of the clause.

Against buyers who wish to have as broad a MAC definition as possible, sellers have tried to narrow its scope through various exceptions, the purpose of which is to exclude the impact of certain events, so that their occurrence does not, in any event, constitute a MAC. Among these exceptions are the following:

- A change in the overall condition of the economy;
- A change in interest rates or currency exchange rates;
- A change in the conditions that prevail in the target’s industry, unless the change has a disproportionate impact on the target;
- A change in the legal environment (change in laws or regulations) or a change in the interpretation of laws or regulations;
- A change in securities markets;
- A change in the stock price of the target or in the volume of sales of its stock on the stock exchange; or

(« has resulted ») pour marquer la réalité de la détérioration. Une étude des 100 plus grosses transactions pour la période du 1^{er} juillet 2006 au 30 juin 2007 indique que le test de « would reasonably be expected to » apparaît dans 64 pour cent des transactions.

- L’objet de la détérioration : il concerne toujours les affaires (« business »), la condition (financière ou autre) et parfois les perspectives (« prospects ») de la cible. En général, le vendeur refuse d’inclure les « prospects » car cela permet de faire entrer en ligne de compte la détérioration « anticipée » de la cible (« forward looking ») et non pas seulement la situation telle qu’elle se manifeste au moment de la clôture.
- La définition de la cible: le vendeur s’assurera que la détérioration est mesurée de par son effet global sur l’ensemble de la cible, y compris ses filiales (« the Company and its Subsidiaries, taken as a whole », ou « the Company and its Subsidiaries, considered in the aggregate ») et non pas de manière isolée comme par exemple au niveau d’une filiale de la cible.

Les exceptions réduisant le domaine de la définition

Face à l’acquéreur qui souhaite une définition de MAC large, les vendeurs ont tenté d’en restreindre le champ par le biais d’exceptions diverses dont l’objet est d’exclure l’effet de certains événements de façon à ce que leur survenance ne puisse en toute hypothèse constituer un MAC. Parmi ces exceptions, on retrouve :

- Un changement dans les conditions générales de l’économie ;
- Une modification des taux d’intérêt ou des taux de change ;
- Un changement dans les conditions de l’industrie de la cible, sauf à ce que le changement ait un impact disproportionné sur la cible ;
- Le fait que l’environnement juridique change (changement de lois ou de règlements) ou que l’interprétation des lois ou règlements change ;
- Le fait qu’un changement intervienne dans les marchés de valeurs mobilières (« changes in securities markets ») ;
- Le changement du cours de l’action de la cible ou du volume des ventes d’actions de la cible en bourse ; ou

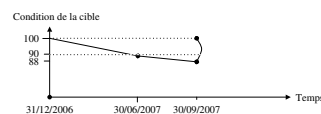
- Le fait qu'une guerre ou un acte de terrorisme intervienne.

Le risque, pour le vendeur, est qu'en adoptant une « laundry list » d'exclusions, tout événement qui n'apparaîtrait pas sur la liste des exclusions constituerait alors, a fortiori, un MAC. A cet égard, une jurisprudence récente (voir infra l'affaire *Genesco*) souligne l'importance des exceptions.

L'aspect temporel de la détérioration

Se pose ici la question: «quelle est la date de référence pour mesurer la détérioration de la condition de la cible ? » La question peut paraître simple, mais la réponse ne l'est pas nécessairement. La condition de MAE (voir supra) énonce en effet la date à l'aune de laquelle la survenance ou non d'une MAE est mesurée. Cette date est parfois celle de la signature du contrat, mais c'est aussi souvent une date précédant celle-ci (souvent plusieurs mois avant la signature), celle des derniers comptes audités de la cible publiés avant la date de signature du contrat, autrement dit la dernière « photo officielle » de la société cible. La condition de MAE diffère donc en cela des garanties de passif qui, elles, sont en général fournies à la date de la signature puis confirmées, quant à leur véracité, à la date de la clôture.

La condition de MAE, en faisant parfois intervenir une date précédant la signature, présente alors certains paradoxes. Supposons, en effet, que la cible soit dans une condition « 100 » au 31 décembre 2006, date des derniers états financiers audités, « 90 » (donc bien moins bonne) au 30 juin 2007 quand le contrat est signé et « 88 » au 30 septembre 2007 au moment de la clôture et que l'acquéreur ait négocié l'absence de MAC entre la date des états financiers et la clôture comme condition de clôture.



L'on voit, dans ce cas, qu'autant il n'y a pas eu de détérioration significative de la condition de la cible entre la signature (90) et la clôture (88), il y a bien eu une telle détérioration entre la date des états financiers (100) et la clôture (88), justifiant alors l'invocation de la clause de MAC. Cet exemple illustre l'extrême sensibilité de la clause de MAC: si le point de comparaison était,

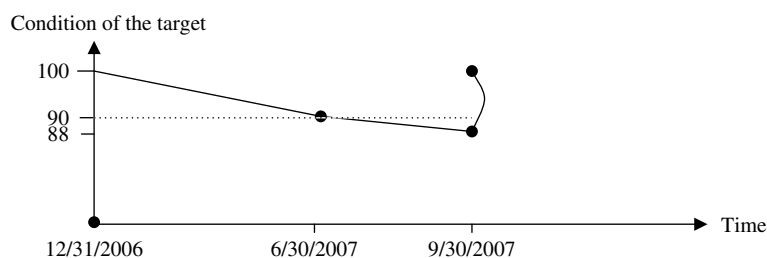
- An act of war or terrorism.⁵

The risk for the seller is that if the MAC clause includes a "laundry list" of exceptions, any event that does not appear on the list runs the risk, a fortiori, of constituting a MAC. A recent case (see the discussion of the *Genesco* case below) emphasises the significance of the MAC exceptions.

The timing element of the target's deterioration

The issue at stake is, "what is the date by reference to which the deterioration of the target is to be measured?" While the question may seem simple, the answer is less so. The MAC condition (see above) sets forth the date by reference to which the occurrence of a MAC is measured. This date is sometimes the date of execution of the contract, but it is also oftentimes a date that precedes the signing of the contract signature (often several months before the signature date), i.e. the date of the last audited financial statements, in other words the last "official picture" of the target. To that degree, the MAC condition is different than the representations and warranties which speak, in general, as of the date of signature and the accuracy of which is then confirmed as of the closing date.

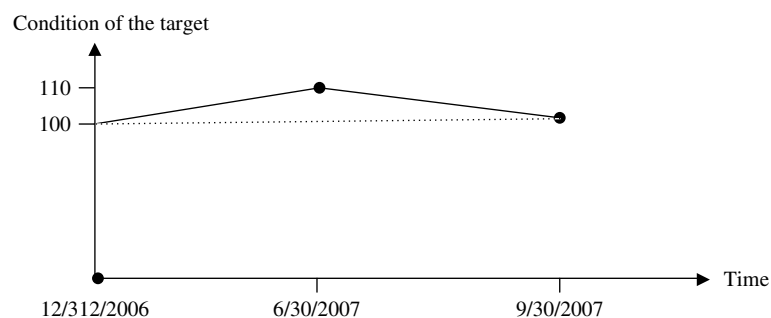
Because the MAC condition sometimes incorporates a date that precedes the signature, this entails certain paradoxical results. Let us assume that the condition of the target is "100" on December 31, 2006, the date of the most recent audited financial statements, "90" (thus worse) on June 30, 2007, when the contract is signed, and "88" on September 30, 2007, the closing date, and that the buyer negotiated a MAC condition requiring that there be no MAC between the date of the audited financial statements and the closing.



One observes, in this instance, that, although there was not much deterioration between the date of signature (90) and the closing date (88), there was indeed a significant deterioration between the date of the financial statements (100) and the closing date (88), thus justifying the triggering of the MAC

clause. This example illustrates the extreme sensitivity of a MAC clause: if the reference point had been the signature date, no MAC would have occurred since the condition of the target had only slightly deteriorated (from 90 to 88).

Conversely, let us assume that the condition of the target is "110" (thus better than on December 31, 2006) on June 30, 2007 and falls back down to "100" on September 30, 2007:



One observes, in this instance, that a significant deterioration of the target did occur between the execution of the contract (110) and the closing (100); however, no deterioration took place between the date of the financial statements and the closing, such that the MAC clause may not be triggered. Conversely, if the reference point of the MAC clause had been the signature date, the buyer could have invoked a MAC in light of the deterioration of the target.

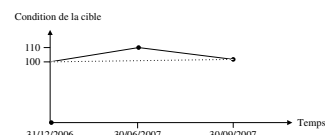
Accordingly, the choice of a reference date to measure a MAC is crucial. This choice can have significant consequences with respect to the ongoing effectiveness of the contract. A shrewd buyer will sometimes try to protect itself by including a MAC condition confirming that no deterioration of the target occurred between signing and closing and, simultaneously, a representation, made at signing and to be repeated at closing, that no MAC has occurred since the date of the financial statements. Another solution is to include a representation that covers both dates, the accuracy of which is a condition of closing in favour of the buyer.⁶

The application of MAC clauses

One must distinguish between the application of MAC clauses to strategic investors, which has resulted in a small number of court cases that are not favourable to such investors, and the application of MAC clauses to financial investors, which seems to have been a bit more favourable, at least in real life, particularly when backed up by a reverse break-up clause.

à l'inverse, la date de signature du contrat, aucun MAC ne serait intervenu, la condition de la cible s'étant seulement légèrement détériorée (de 90 à 88).

Inversement, supposons que la cible soit dans une condition « 110 » (donc meilleure qu'au 31/12/2006) au 30/06/2007 et retombe à « 100 » au 30/09/2007 :



Dans ce cas, l'on voit qu'il y a eu une détérioration significative de la condition de la cible entre signature (110) et clôture (100), mais aucune détérioration entre la date des états financiers et la clôture, de sorte que la clause de MAC ne peut être déclenchée. A l'inverse, si le point de comparaison de la clause de MAC était la date de signature du contrat, l'acquéreur pourrait invoquer un MAC au vu de la détérioration de la condition de la cible.

D'où l'importance de choisir la date de référence pour mesurer l'existence d'un MAC. Ce choix peut emporter des conséquences très importantes quant à la pérennité du contrat. Un acquéreur habile essaiera parfois de se prémunir en ayant dans le contrat une condition de MAC confirmant l'absence de détérioration de la condition de la cible entre la signature et la clôture et, parallèlement, une déclaration faite à la signature et devant être confirmée à la clôture, qu'aucun MAC n'est intervenu depuis la date des états financiers. Une autre solution est d'avoir une déclaration qui couvre les deux dates et dont la véracité est une condition de la clôture pour l'acquéreur.

La mise en œuvre des clauses de MAC

Il faut distinguer ici leur mise en œuvre par des investisseurs stratégiques/industriels, qui a engendré une jurisprudence parsemée peu favorable à ces investisseurs et leur mise en œuvre par des investisseurs financiers qui semble avoir eu plus de succès, tout au moins en pratique, surtout lorsqu'elle s'est trouvée adossée à une clause de dédit.

Clauses de MAC et investisseurs stratégiques

La jurisprudence est, dans l'ensemble, peu favorable au déclenchement des clauses de MAC, plaçant en effet la barre relativement haut avant de permettre à un acquéreur de refuser de clore la transaction sur la base d'une détérioration de la cible. Les tribunaux voient les clauses de MAC comme l'expression du remords de l'acquéreur (« buyer's remorse ») après qu'il se soit engagé. Cependant, la jurisprudence est intervenue dans le cadre de transactions dites stratégiques, et non financières et, ce faisant, suggère que l'analyse pourrait être différente si l'acquéreur est un acquéreur financier, comme un PEF, et non industriel.

L'affaire phare est *IBP, Inc v Tyson Foods, Inc*, décidée en 2001 par la Chancery Court du Delaware (789 A.2d 14). Tyson Foods, un géant de l'équarrissage et de la distribution de la viande de poulet, avait courtoisé IBP, dont la spécialité était l'équarrissage et la distribution de la viande de bœuf, et remporté une vente aux enchères pour IBP (« auction »), signant alors un contrat d'acquisition qui contenait une déclaration que, depuis la date des états financiers de IBP, n'était intervenu aucun événement ou circonstance qui a eu ou dont on pourrait raisonnablement s'attendre à ce qu'il ou elle ait un « Material Adverse Effect » (« any event, occurrence or development of a state of circumstances or facts which has had or reasonably could be expected to have a Material Adverse Effect »). Or, après la signature du contrat, les résultats financiers de IBP se détériorèrent et IBP dut effectuer une dépréciation de certains actifs d'une activité peu importante pour IBP. Tyson, qui commençait à avoir des doutes sur le bien-fondé de l'acquisition, essaya donc de résilier le contrat en arguant qu'IBP avait violé certaines déclarations et garanties de passif concernant ses états financiers mais sans arguer qu'un MAE était intervenu. Ce n'est qu'une fois qu'IBP poursuivit Tyson Foods pour obtenir l'exécution du contrat que Tyson Foods invoqua le MAE.

En rejetant l'existence d'un MAE, le juge mit l'accent sur le fait que Tyson Foods était un investisseur stratégique et non un spéculateur financier. Après avoir rappelé l'histoire des négociations entre la cible et l'acquéreur, le juge indiqua :

“These negotiating realities bear on the interpretation of §5.10 and suggest that the contractual language must be read in the larger context in which the parties were contracting. To a short-term speculator, the failure of a company to meet analysts' projected earnings for a quarter could be highly material. Such a failure is less important to an acquiror who seeks to purchase the company as part of a long-term strategy. To such acquiror, the important thing is whether the company has suffered a Material Adverse Effect in its business or results of operations

MAC clauses and strategic investors

The case law is, overall, not favourable to the triggering of a MAC clause, setting the bar fairly high before a buyer may be allowed to back out of a transaction on the ground of the deteriorating condition of the target. Courts view MAC clauses as the expression of “buyer's remorse” after it became contractually bound. However, the case law was decided in the context of strategic acquisitions, not financial ones, and suggests that the analysis might be different if the acquiror is a financial one, like a PEF, and not a strategic one.

The key decision is *IBP, Inc v Tyson Foods, Inc* (789 A.2d 14) which was decided in 2001 by the Delaware Chancery Court. Tyson Foods, a giant company in the field of chicken processing and distribution, had engaged in discussions with IBP, a company specialising in beef processing and distribution, and won an auction for IBP. Tyson then entered into an agreement which included a representation that, since the date of the financial statements of IBP, there had not been:

“any event, occurrence or development of a state of circumstances or facts which has had or reasonably could be expected to have a Material Adverse Effect”.

However, after the agreement was signed, the financial results of IBP began deteriorating and IBP had to write off certain assets of a business line that was not very significant to IBP. Tyson, which was harbouring doubts concerning the acquisition, then tried to terminate the contract by arguing that IBP had breached certain representations and warranties concerning its financial statements, without, however, raising the argument that a MAE had occurred. It was only after IBP sued Tyson in order to obtain an injunction to compel it to close the deal that Tyson invoked the MAE.

In rejecting the existence of a MAE, the judge emphasised the fact that Tyson Foods was a strategic investor and not a financial speculator. After summarising the history of the negotiations between the target and the acquiror, the judge stated:

“These negotiating realities bear on the interpretation of §5.10 and suggest that the contractual language must be read in the larger context in which the parties were contracting. To a short-term speculator, the failure of a company to meet analysts' projected earnings for a quarter could be highly material. Such a failure is less important to an acquiror who seeks to purchase the company as part of a long-term strategy. To such acquiror, the important

thing is whether the company has suffered a Material Adverse Effect in its business or results of operations that is consequential to the company's earnings power over a commercially reasonable period, which one would think would be measured in years rather than months. *It is odd to think that a strategic buyer would view a short-term blip in earnings as material, so long as the target's earnings-generating potential is not materially affected by that blip or the blip's cause.*"

He then added:

"Practical reasons lead me to conclude that a New York court would incline toward the view that a buyer ought to have to make a strong showing to invoke a Material Adverse Effect exception to its obligation to close. Merger contracts are heavily negotiated and cover a large number of specific risks explicitly. As a result, even where a Material Adverse Effect condition is as broadly written as the one in the Merger Agreement, that provision is best read as a backstop protecting the acquiror from the occurrence of unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durational-significant manner. *A short-term hic-cup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquiror.*"

The implication of the decision is that a strategic investor, even with the benefit of a favourable MAC clause like the one in effect in the IBP/Tyson contract, is in a less favourable situation than a financial investor like a PEF.

The *IBP* case law was further confirmed in another case decided by the Delaware Chancery Court in 2005, *Frontier Oil Corp v Holly Corp* (2005 WL 1039027 (Del.Ch.)), in which the buyer, Frontier, argued that certain environmental litigation risks affecting the target, Holly, constituted a MAE, this in a context where MAE was broadly defined since it included the target's "prospects". But the test was not simply that the litigation "could have an MAE" but, instead that it "would have or reasonably be expected to have a MAE". The judge, after analysing the nature of the case and after citing *IBP* as a favourable precedent, concluded that Frontier had not demonstrated that a MAE had occurred. Here, again, the buyer was a strategic investor.

The difficulty faced by strategic investors who invoke a MAC clause was confirmed in the *Johnson & Johnson (J&J)/ Guidant* case in 2006.⁸ J&J, one of the largest pharmaceutical companies in the United States, had launched a tender offer

that is consequential to the company's earnings power over a commercially reasonable period, which one would think would be measured in years rather than months. *It is odd to think that a strategic buyer would view a short-term blip in earnings as material, so long as the target's earnings-generating potential is not materially affected by that blip or the blip's cause.*"

Puis il ajouta:

"Practical reasons lead me to conclude that a New York court would incline toward the view that a buyer ought to have to make a strong showing to invoke a Material Adverse Effect exception to its obligation to close. Merger contracts are heavily negotiated and cover a large number of specific risks explicitly. As a result, even where a Material Adverse Effect condition is as broadly written as the one in the Merger Agreement, that provision is best read as a backstop protecting the acquiror from the occurrence of unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durational-significant manner. *A short-term hic-cup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquiror.*"

L'implication de la décision est qu'un acquéreur stratégique/industriel, même bénéficiant d'une clause de MAC favorable comme celle en vigueur dans le contrat IPB/Tyson est dans une situation moins favorable qu'un investisseur financier comme un PEF.

La jurisprudence *IBP* fut confirmée par une autre affaire décidée par la Chancery Court du Delaware en 2005, *Frontier Oil Corp v Holly Corp* (2005 WL 1039027 (Del. Ch.)), dans laquelle l'acquéreur, Frontier, argua que certains risques de litiges environnementaux pesant sur Holly constituaient un MAE, alors même que le MAE était défini de manière large puisque incluant les perspectives (« prospects ») de la cible. Mais le test n'était pas simplement que les litiges puissent avoir un MAE (« could have a MAE ») mais, au contraire, qu'il soit vraisemblable qu'ils aient un MAE (« would have or reasonably be expected to have a MAE »). Le juge, après avoir examiné la nature du litige et cité l'affaire *IBP* de manière approbative, conclut que Frontier n'avait pas démontré qu'un MAE était intervenu. Là aussi, l'acquéreur était un investisseur stratégique.

La difficulté pour un acquéreur industriel d'invoquer une clause de MAC fut confirmée par l'affaire *Johnson & Johnson (« J&J »)/Guidant* en 2006. J&J, une des plus grosses entreprises pharmaceutiques américaines, avait fait une OPA sur Guidant, un fabricant de défibrillateurs et de « pacemakers ». Après que le

contrat ait été signé, Guidant fit l'objet de nombreuses poursuites en responsabilité du fait des produits, suite aux décès de certains patients, et à des investigations par les autorités boursières. J&J argua alors qu'un MAC était intervenu. Guidant poursuivit alors J&J pour forcer J&J à clore l'affaire et, en l'espace de quelques jours, les parties se mirent d'accord pour renégocier le prix à la baisse. Ceci permit alors à un concurrent, Boston Scientifics, de faire une OPA sur Guidant et de remporter la mise. L'affaire *J&J/Guidant* illustre donc l'utilisation d'une clause de MAC à des fins tactiques (négocier le prix à la baisse) et non aux fins de résilier le contrat. Il est vraisemblable que la jurisprudence *IBP* avec son emphase sur les investisseurs industriels constitue un frein à l'invocation des clauses de MAC par de tels investisseurs.

La jurisprudence *IBP*, avec les implications différentes qu'elle suggère pour les investisseurs financiers, a-t-elle permis aux PEF de résilier leurs contrats ?

Clauses de MAC et investisseurs financiers

La crise des « subprimes » a en effet laissé de nombreuses cibles récemment fiancées à des PEF au pied de l'autel, après que ces derniers aient invoqué un MAC ou un MAC adossé à une clause de dédit. Certaines de ces affaires sont encore devant les tribunaux tandis que d'autres ont été résolues à l'amiable, soit avec une réduction de prix, soit avec le paiement d'un dédit.

La plus grosse affaire est sans doute celle concernant Sallie Mae, une société qui fait des prêts aux étudiants. Elle illustre parfaitement le double niveau de protection fourni par une clause de « reverse break-up fee » et une clause de MAC. Un consortium de banques (JP Morgan Chase et Bank of America), associé à un PEF, J.C. Flowers & Co, s'était engagé à acquérir Sallie Mae pour \$26 milliards. Le contrat contenait une clause de dédit de \$900 millions si le consortium devait ne pas clore la transaction. Le consortium invoqua la clause de MAC, arguant :

- qu'une loi passée par le Congrès U.S. pour réduire les subventions fédérales aux prêts fournis par des prêteurs comme Sallie Mae avait un effet particulièrement négatif sur la condition financière de la cible et, en toute hypothèse, plus négatif que certains projets de loi qui étaient devant le Congrès U.S. au moment de la signature et avaient été exclus de la définition de MAC ; et

for Guidant, a manufacturer of pacemakers and defibrillators. After the contract was signed, Guidant was the target of many product liability lawsuits in the wake of the deaths of several patients and of investigations launched by securities regulators. J&J then argued that a MAC had occurred. Guidant then sued J&J so as to compel it to close the deal and, in a matter of a few days, the parties agreed to negotiate a reduced price. This enabled a competitor, Boston Scientifics, to launch a competing tender offer for Guidant and to win the prize. The *J&J/Guidant* case illustrates the use of a MAC clause for tactical purposes (renegotiating the price) and not for the purpose of terminating the contract. It is likely that the *IBP* case law, with its emphasis on strategic investors, represents an obstacle to the triggering of MAC clauses by such investors.

Conversely, has *IBP*, with its seemingly different implications for financial investors, enabled PEF to terminate their contracts?

MAC clauses and financial investors

The subprime crisis has left many targets recently engaged to PEF jilted at the foot of the altar, after the PEFs invoked a MAC clause or a MAC clause backed up by a reverse break-up clause. Some of these cases are still being litigated, while others have been settled, either by means of a price reduction or the payment of a break-up fee.

The most significant case is in all likelihood that involving Sallie Mae, a lender that specialises in student loans. It illustrates perfectly the double level of protection offered by a reverse break-up fee clause and a MAC clause. A bank syndicate (JP Morgan Chase and Bank of America), working together with a PEF, JC Flowers & Co, had agreed to purchase Sallie Mae for \$26 billion. The agreement included a break up fee of \$900 million if the purchasers failed to close the deal. The purchasers invoked a "MAC out" arguing that:

- a new law passed by Congress in order to reduce federal subsidies for student loans granted by companies like Sallie Mae had a significantly adverse effect on the financial condition of the target and, in any event, a much more adverse impact than certain bills that were pending before Congress at the time the agreement was signed and that had been excluded from the MAC definition: and

- the credit crisis prevented Sallie Mae from securitising its loans, which had an adverse and disproportionate impact on Sallie Mae's access to credit, in comparison to other financial companies.

If no MAC had taken place, then the fallback for the syndicate would be the reverse break-up clause, with each member of the syndicate having guaranteed payment of a portion of the break-up fee. Sallie Mae then sued the members of the syndicate when they advised that they wished to reduce the purchase price by about one-sixth. Ultimately, the matter was settled amicably, with the banks agreeing to refinance the debt of Sallie Mae (approximately \$30 billion) and Sallie Mae agreeing to give up on the break-up fee.⁹

The resolution of the case exemplifies the delicate position that financial investors and sellers face in light of the *IBP* case law: the buyer may have an argument based on the fact that it is a financial investor and not a strategic one, such that the MAC clause should be easier to trigger. Conversely, if this argument does not prevail, the buyer then runs the risk of having to close the deal (in the absence of a break-up clause) or having to pay a break-up fee, which may be significant (\$900 million in the Sallie Mae case). The seller, on the other hand, runs the risk that a court may set the bar lower for a financial investor, with the result that the investor will have the right to terminate the contract, without even paying a break-up fee. It is therefore not surprising that, with such high stakes for each party, most cases are settled, after a few salvos in court.

Most other cases of large acquisitions that were jeopardised by the financial turmoil have thus been resolved outside of court: the sale by Home Depot of one of its divisions was closed after a "MAC out" was invoked and the price renegotiated under the pressure of the banks that were providing the financing (from \$10.3 billion down to \$8.5 billion); the sale of Harman, a manufacturer of high fidelity electronic equipment for \$8 billion was cancelled after the PEF, which had invoked a "MAC out", accepted to buy \$400 million of convertible notes issued by Harman in exchange for Harman agreeing to give up on the payment of a break-up fee of \$225 million; the acquisition by Blackstone and General Electric for \$1.8 billion of a mortgage lender, PHH, was cancelled after the lenders, JP Morgan and Lehman Brothers, refused to finance the deal and the purchasers agreed to pay a \$50 million break-up fee. Another case involves the purchase of another mortgage lender, Accredited Home Lenders, by a PEF for \$400 million, in which the parties agreed to reduce the purchase price by 20 per cent

- que la crise du crédit empêchait Sallie Mae de titriser ses prêts, ce qui avait un effet négatif sur l'accès de Sallie Mae à des sources de crédit, effet disproportionné par rapport à d'autres entreprises financières.

Si un MAC n'était pas intervenu, la position de repli du syndicat était alors la clause de dédit, chacun des membres du consortium ayant garanti le paiement d'une portion du dédit. Sallie Mae poursuivit donc les membres du consortium lorsqu'ils souhaitèrent réduire le prix d'achat en liquide d'environ 1/6. Finalement, l'affaire fut résolue à l'amiable, le consortium évitant de payer le dédit en échange du refinancement par les banques de la dette bancaire de Sallie Mae (environ \$30 milliards).

La résolution de l'affaire Sallie Mae illustre la position délicate des acquéreurs financiers et des vendeurs face à la jurisprudence *IBP* : l'acquéreur dispose peut-être d'un argument fondé sur le fait qu'il est un investisseur financier et non stratégique, de sorte que la clause de MAC devrait être plus facile à déclencher ; inversement, si cet argument ne prévaut pas, l'acquéreur court alors le risque soit de devoir clore l'affaire (en l'absence d'un « reverse break-up fee ») soit de payer le « break-up fee » dont le montant peut être conséquent (\$900 millions dans l'affaire Sallie Mae). Le vendeur, quant à lui, court le risque qu'un tribunal place la barre plus bas pour un investisseur financier, de sorte que celui-ci pourra résilier le contrat, sans même payer le dédit. Il n'est donc pas surprenant que, l'enjeu étant très élevé pour chacune des parties, la plupart de ces dossiers sont résolus à l'amiable, après quelques salves devant les tribunaux.

C'est ainsi que la plupart des autres gros dossiers d'acquisitions mises à mal par la tourmente financière ont été résolus par le biais de solutions extra-judiciaires : la vente par Home Depot d'une de ses divisions fut consommée après qu'un MAC ait été invoqué et le prix renégocié sous la pression des banques qui s'étaient engagées à fournir le financement (de \$10,3 milliards à \$8,5 milliards) ; la vente de Harman, un fabricant d'électronique haute fidélité, pour \$8 milliards fut annulée après que les PEF, qui avaient invoqué une clause de MAC, aient accepté d'acheter \$400 millions de « convertible notes » émises par Harman, moyennant quoi ils n'eurent pas à payer un dédit de \$225 millions ; l'acquisition par Blackstone et General Electric, pour \$1,8 milliard, d'une société de financement immobilier, PHH, fut annulée après que les banques JP Morgan et Lehman Brothers aient refusé de financer l'affaire et que les acquéreurs aient accepté de payer un « break-up fee » de \$50 millions. L'on peut également citer l'acquisition d'une autre société de financement immobilier, Accredited Home Lenders, par un PEF, pour \$400 millions où, après invocation de la clause de MAC par le PEF, les parties ont réduit le prix d'environ 20 pour cent. Hormis quelques exceptions (telles que Home Depot et Accredited Home Lenders), la plupart des transactions ont été résiliées, moyennant un paiement par l'acquéreur au vendeur.

De manière paradoxale, mais somme toute logique, la seule acquisition « ratée » de 2007 qui ait donné lieu à jurisprudence jusqu'à présent est une acquisition industrielle, qui s'est terminée par une décision qu'aucun MAC n'était intervenu, forçant donc l'acquéreur à clore l'acquisition. Cette affaire, *Genesco, Inc v The Finish Line, Inc* (Chancery Court for the State of Tennessee—décision du 27 décembre 2007—affaire No 07-2137—II (III)), concernait deux sociétés dans l'industrie de la chaussure. Après que les résultats de la cible, Genesco, se soient détériorés, l'acquéreur essaya d'arguer qu'un MAC était survenu. Le tribunal conclut qu'un MAC était bien intervenu, mais qu'il tombait sous le coup d'une exception contenue dans la définition de MAC, à savoir que la détérioration de la cible était le résultat du climat économique général. Le tribunal ordonna donc à l'acquéreur industriel de procéder à l'acquisition.

CONCLUSION

Un effet peut parfois cacher une cause : le recours par les investisseurs financiers aux clauses de MAC et aux « reverse break-up fees » pour dénoncer des contrats d'acquisition trouve son origine dans la crise du crédit et l'incapacité des banques, qui jusqu'alors finançaient de manière très profitable les opérations des PEF, à revendre ou syndiquer les prêts ainsi générés à des investisseurs ou à d'autres banques. Il y aurait ainsi, selon le *Wall Street Journal*, plus de \$152 milliards de prêts destinés à financer des acquisitions que les banques ont dû garder dans leurs comptes. Or, l'absence de liquidité pour ces prêts entraîne l'obligation faite aux banques de déprécier immédiatement les prêts qui restent dans leurs comptes, parfois de 15 pour cent à 20 pour cent, entraînant une perte immédiate de dizaines ou de centaines de millions de dollars, voire de milliards de dollars, dès que la transaction sous-jacente est clôturée. Face à ce problème, les banques ont fait pression sur les PEF pour qu'ils renoncent à faire leurs acquisitions, ou en réduisent le prix d'achat, et ces derniers ont alors eux-mêmes fait pression sur les vendeurs en invoquant une détérioration de la condition des cibles. Le résultat en est que les contrats de fusion-acquisition ressemblent de plus en plus à des options. Nul doute cependant que les vendeurs, échaudés par ces développements, examineront désormais avec beaucoup plus d'attention les « portes de sortie » dont disposent les acquéreurs dans les contrats.

after a “MAC out” was invoked.¹⁰ With the exception of a few cases (such as Home Depot and Accredited Home Lenders), most of the deals have been cancelled upon payment of a termination fee by the buyer to the seller.¹¹

In a somewhat paradoxical but ultimately logical twist, the only ill-fated acquisition of 2007 that resulted in a court decision involves a strategic acquisition, which ended up in a judgment that no MAC had occurred, thus forcing the buyer to close the deal. This case, *Genesco, Inc v The Finish Line, Inc* (Chancery Court for the State of Tennessee—judgment of December 27, 2007—case No. 07-2137 - II (III)), involved two companies in the shoe industry. After the results of the target, Genesco, deteriorated, the buyer attempted to argue that a MAC had taken place. The court concluded that a MAC had indeed occurred, but that it fell within an exception contained in the MAC definition i.e that the deterioration of the target was the result of general economic conditions.¹² Accordingly, the court ordered the strategic acquiror to proceed with the closing of the deal.

CONCLUSION

An effect can sometimes hide a cause: the use of “MAC outs” and of reverse break-up fees by financial investors to terminate M&A transactions finds its source in the credit crisis and the inability of banks, which until recently had bankrolled in a very lucrative fashion the operations of PEF, to resell or syndicate their loans to investors or other banks. According to the *Wall Street Journal*, banks have had to keep on their books more than \$152 billion in acquisition loans.¹³ The lack of liquidity for these loans requires that the banks immediately depreciate the loans they keep on their balance sheet, with “haircuts” of sometimes 15 per cent to 20 per cent, thus triggering an immediate loss of tens or hundreds of millions or even billions of dollars as soon as the underlying acquisition closes.¹⁴ Faced with this problem, banks pressured the PEF to forego their acquisitions or to reduce the purchase price; as a result, PEF put pressure on sellers by claiming that the condition of the targets had deteriorated.¹⁵ The end-result is that M&A agreements look more and more like options. There is no doubt, however, that sellers, aware of these developments, will from now on scrutinise with much more attention the “outs” available to buyers in acquisition agreements.¹⁶

Notes

1. See, generally, Richard Cohen, "Buyer's Remorse—Reverse breakup fees can get potential buyers off the hook, but at what cost?", *The Legal Intelligencer*, March 2008, p-MA4.
2. "Cerberus seeks to renegotiate United Rentals LBO", November 14, 2007, available at www.bloomberg.com/apps/news [Accessed April 24, 2008].
3. For example, in the *IBP* case (see below), the contract included a representation to the effect that: "... since the Balance Sheet Date, the Company and the Subsidiaries have conducted their business in the ordinary course consistent with past practice and there has not been: (a) any event, occurrence or development of a state of circumstances or facts which has had or reasonably could be expected to have a Material Adverse Effect ..."
4. See "Sixth Annual MAC Survey" (A Nixon Peabody study of current negotiation trends of MAC clauses in M&A transactions—2007, available at www.nixonpeabody.com/publications.asp [Accessed April 24, 2008]).
5. "Sixth Annual MAC Survey" available at www.nixonpeabody.com/publications.asp.
6. For example: "(i) Since December 31, 2006, through the date of this Agreement [April 26, 2007], there has not been any facts, circumstances, events or occurrences that, individually or in the aggregate, would be reasonably expected to have a Company Material Adverse Effect; and (ii) since the date of this Agreement there shall not have occurred any event, change, effect or occurrence that, individually or in the aggregate, would be reasonably expected to have a Company Material Adverse Effect." See, "Agreement and Plan of Merger—Harman International Industries/KKR", in *Report on Form 8K* of Harman International, dated April 27, 2007 (available at www.sec.gov/edgar).
7. The Delaware court had jurisdiction, but decided the case under New York law, which was the governing law of the contract.
8. Yves Quintin, "Faites attention à vos vœux, ils pourraient être exaucés" ou les clauses de 'Material Adverse Change' dans les contrats américains de fusions-acquisitions", *Fusions & Acquisitions Magazine*, March–April 2006.
9. "Sallie Mae gains \$31 bn financing", *Financial Times*, January 28, 2008.
10. "Accredited Home Lenders, Lone Star settle pending lawsuit", *Financial Wire*, September 19, 2007.
11. Steven Davidoff, "The Big MAC", March 10, 2008, available at <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/03/10/the-big-mac>.
12. The exception provided: "No event, circumstance, change or effect resulting from or arising out of any of the following shall constitute, a Company Material Adverse Effect: [...] (B) changes in the national or world economy or financial markets as a whole or changes in general economic conditions that affect the industries in which the Company and the Company Subsidiaries conduct their business, so long as such changes or conditions do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate."
13. "Anyone for some used corporate debt?", *The Wall Street Journal*, p.C1 (U.S. Edition), February 6, 2008. The *Financial Times* estimated that buy-out loans (extended and committed) amount to \$200 billion in the books of commercial banks and investments banks. See, "Wall Street braced for buy-out loan pains", *Financial Times*, March 16, 2008.
14. "Banks urged to drop buy-outs", *Financial Times*, February 15, 2008, p.13. Deutsche Bank estimated that US investment firms and commercial banks would report more than \$9 billion in *additional* losses on leveraged loans in the first half of 2008. "Wall Street braced for buy-out loan pains", *Financial Times*, March 16, 2008.
15. See, for the most extreme example, the Home Depot case in which Lehman Brothers represented Home Depot in connection with the sale of one of its divisions and, simultaneously, financed the purchase price for the acquiring private equity funds. Though acting as Home Depot's investment bankers, Lehman pressured Home Depot, after the sale agreement was signed, into reducing the transaction price by approximately \$2 billion. "Home Depot unit sees price plunge in tight market", *New York Times*, August 27, 2007. Lawsuits filed in late March, 2008 in New York and Texas by a PEF and its target company against a syndicate of major international banks further illustrate the high stakes of buy-out financings. In that case a PEF had agreed, in November 2006 (before the credit crisis began), to purchase Clear Channel, a media company, for \$26 billion, \$22.2 billion of which were to be financed by the syndicate. Subsequent to the onset of the credit crisis, the banks apparently attempted to renegotiate the loans (including, according to the lawsuit, threats to not finance other unrelated buy-out deals sponsored by the PEF) for fear they would immediately lose \$2.65 billion because of their "mark-to-market" accounting obligations. This led to a lawsuit by the PEF and Clear Channel, with a view to enjoining the banks to finance the transaction.
16. See Davidoff, "The Big MAC" (2008), available at <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/03/10/the-big-mac>, who suggests that MAC clauses be simply done away with in transactions involving PEF since they already enjoy the benefit of reverse break-up clauses.