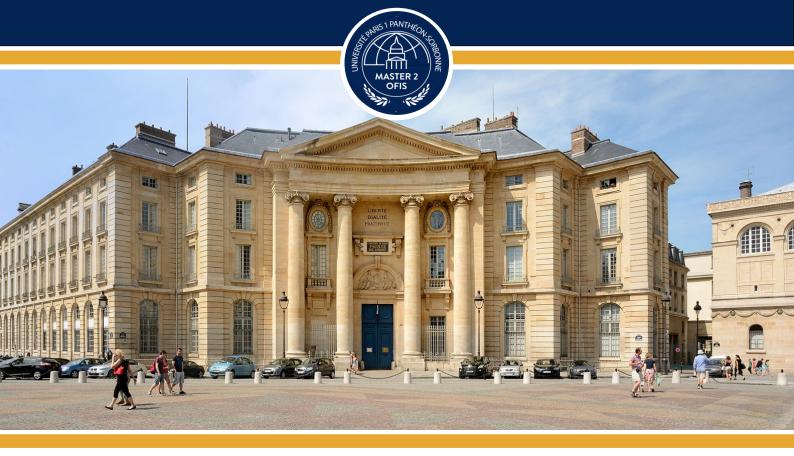
### UNIVERSITÉ PARIS I PANTHÉON-SORBONNE

# REVUE OFIS



Le Master 2 Opérations et Fiscalité Internationales des Sociétés est fier de vous présenter :

# M&A: LE GRAND BOOM DES FUSIONS-ACQUISITIONS, ATTRACTIVITÉ ET PERSPECTIVES DU DROIT FRANÇAIS



### Lola Modena

Étudiante du Master 2 Opérations et Fiscalité Internationales des Sociétés



## Hélène Simonet

Étudiante du Master 2 Opérations et Fiscalité Internationales des Sociétés





En plein essor! Loin d'avoir été abattues par la pandémie de Covid-19, les fusions-acquisitions ont marqué un retour fulgurant lors de la reprise économique. Ces derniers mois, elles ont été le terrain de tous les records. Une étude du cabinet PwC a d'ailleurs démontré que la crise du Covid-19 n'a pas freiné le phénomène des fusions-acquisitions mais au contraire, l'a décuplé. En France ou à l'échelle mondiale, les raisons de cette explosion sont nombreuses.

En tout état de cause, pour une meilleure appréhension de cet écrit, des propos liminaires se sont imposés.

L'étude sera orientée à titre principal sur le droit français des fusions-acquisitions. Or, l'expression « fusions-acquisitions » ou « M&A » pour « Mergers & Acquisitions » n'a pas reçu de définition légale par le législateur français, faisant ainsi l'objet d'un large débat doctrinal.

Les notions de « fusions » et d'« acquisitions » communément sont regroupées - voire confondues - en un même terme, pourtant, celles-ci désignent deux concepts juridiques bien distincts. Pour preuve, le régime juridique de droit français opère une distinction entre la notion de fusion et celle d'acquisition suivant la survivance ou non de la personnalité juridique des sociétés en cause.

En outre, sans faire preuve d'exhaustivité, s'attache à présenter les ce propos spécificités du régime des fusionsacquisitions prévu par le droit français. Ces spécificités sont marquées par autant d'avantages que d'inconvénients permettent d'expliquer l'attractivité mais aussi les points faibles des fusionsacquisitions. Par ailleurs, la montée en puissance des M&A s'explique par divers

phénomènes indépendants du cadre normatif qui les réglemente. Tous ces points sont alors abordés dans ce propos afin d'en tirer des perspectives d'avenir.

### I / LA NOTION DE FUSIONS-ACQUISITIONS EN DROIT FRANÇAIS

Les dispositions sur les fusionsacquisitions se retrouvent dans le Livre II, Titre III du code de commerce, dans le Chapitre VI relatif à la fusion et la scission<sup>1</sup>. Impulsé par la transposition de la Troisième directive<sup>2</sup>, le régime juridique de la fusion a été introduit en droit français à la fin des années 80<sup>3</sup>. Depuis, et sous l'égide du droit européen<sup>4</sup> et de la loi PACTE<sup>5</sup>, des modifications ont été apportées au régime notamment pour favoriser la compétitivité des sociétés ressortissantes des Étatsmembres de l'Union européenne. Directive mobilité du 27 novembre 2019<sup>6</sup> dont la transposition doit intervenir avant 2023 est la dernière directive en date relative aux fusions.

Le régime juridique de droit français opère une distinction entre la notion de fusion et celle d'acquisition suivant la survivance ou non de la personnalité juridique des sociétés en cause.

1/ Une fusion implique l'absorption d'une société absorbante par une société absorbée pour ne former qu'une seule et même entité. Plus précisément, la fusion est une opération par laquelle une ou plusieurs sociétés, par suite de leur dissolution sans liquidation, transmettent leur patrimoine à une tierce société nouvellement constituée (fusion-constitution) ou préexistante (fusion-absorption)<sup>7</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Articles L. 236-1 à L236-32 et articles R. 236-1 à 236-20

 $<sup>^2</sup>$  Directive n° 78/855/CEE du 9 oct. 1978, modifiée par la directive 2009/109/CE du 16 septembre 2009

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Loi n°88-17 du 5 janvier 1988 complétée par le décret n°88-418 du 22 avril 1988

 $<sup>^4</sup>$  Directive n° 2009/109/CE du 16 septembre 2009 ; Directive n° 2017/1132/UE du 14 juin 2017

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Lois n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises et n°2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés <sup>6</sup> Directive n° 2019/2121/UE du 27 novembre 2019 sur la mobilité des sociétés

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Article L. 236-1 du code de commerce

Une fusion peut ainsi prendre deux formes différentes, aboutissant à deux situations distinctes. Dans un premier cas, celui de la **fusion avec création d'une société nouvelle**, les deux sociétés parties à l'opération seront dissoutes et laisseront place à une nouvelle société. Dans un second cas, celui de la **fusion-absorption** où une société fait l'acquisition de toutes les parts sociales ou actions d'une autre société. Une fois cette acquisition terminée, seule la société acquisitrice (l'absorbante) persiste, la société vendeuse (l'absorbée) est dissoute de plein droit. Cette dernière méthode est la plus rencontrée en pratique.

Enfin, la fusion se distingue de deux opérations aux régimes voisins : la scission et l'apport partiel d'actifs.

2/ Une acquisition s'observe via l'obtention d'un pouvoir de décision, qu'il soit en droit ou en fait8. Trois modalités d'acquisition du contrôle d'une société sont prévues par le droit français. Tout d'abord, l'achat de parts sociales conditionné au respect d'un formalisme particulier et à l'obtention d'un agrément dans les sociétés de personnes. Ensuite, l'achat d'actions non cotées librement cessibles mais éventuellement subordonné à un agrément suivant les stipulations des statuts. Enfin, l'achat d'actions cotées qui peut se traduire par l'achat d'actions en bourse, ou par des acquisitions via des offres publiques d'achat (OPA) ou des offres publiques d'échange d'actions (OPE). Ces offres publiques sont dites amiables en cas d'accord du conseil d'administration de la société cible, à défaut, elles sont appelées offres publiques hostiles. Ces trois types d'acquisition jouissent chacune d'un régime propre qui ne fera pas l'objet d'une discussion dans ce présent article.

Bien que l'expression « fusionsacquisitions » englobe tous les mécanismes précités, l'étude sera concentrée sur les fusions au sens propre du terme, tel que défini par l'article L. 236-1 du Code de commerce, et de façon moins exhaustive sur les acquisitions.

### II / LES FUSIONS-ACQUISITIONS, UN MODE DE DÉVELOPPEMENT OUI SÉDUIT LES SOCIÉTÉS

Le recours aux fusions-acquisitions est loin d'être une technique récente pour les sociétés. Tout au long de leur vie, elles se trouvent confrontées à un problème de taille : comment se développer? comment acquérir de nouveaux investissements?

Pour répondre à cette question, trois solutions s'offrent à elle. La première est celle d'une croissance dite naturelle, où les espoirs sont fondés sur la continuité de l'activité de l'entreprise. La seconde formation comprend la d'alliances stratégiques. Ces deux premières solutions portent en elles des inconvénients non négligeables pour une jeune société : des coûts relativement importants, une lenteur de développement et un risque qui demeure, celui de ne pas faire de bénéfice. Enfin, une troisième solution existe et suscite l'intérêt des dirigeants de sociétés du fait de ses nombreux attraits : passer par la croissance externe via des opérations de fusionsacquisitions. Quand bien même coûteuse et complexe à réaliser, la croissance externe a parmi ses avantages celui d'une rapidité de développement.

En choisissant cette troisième possibilité, une société peut opter soit pour une acquisition verticale (acquisition différents niveaux de la chaine production) soit une acquisition horizontale (acquisition dans une branche d'activité similaire). Ce choix se fait en prenant en compte les objectifs des différentes sociétés concernées, que ce soit du côté de la société vendeuse (acquérir du financement afin de favoriser la recherche. se développer, remplacer des machines, payer les nouveaux salariés du fait de

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Article L. 233-3 du code de commerce

l'expansion de l'activité...) ou du côté de la société acquisitrice (accéder à de nouveaux marchés, faire des économies d'échelles avec notamment l'élimination de coûts d'intermédiaire, renforcer une position sur un marché...).

Du fait de ces objectifs et avantages, les fusions-acquisitions n'ont eu de cesse de se multiplier si bien que leurs conséquences ont pu se répercuter jusque dans la sphère publique. En effet, au-delà d'opérations de fusions-acquisitions opérées entre des acteurs publiques clés (à titre d'exemple la fusion entre Air France et KLM), le consommateur final se voit parfois impacté par de telles opérations. Par exemple, la Facebook fusion entre Messenger, Instagram et WhatsApp a regroupé trois des principaux réseaux sociaux du monde aux milliards d'utilisateurs. Les effets de cette fusion ont été ressentis au plus proche des consommateurs notamment lors d'une panne mondiale, comme celle qui s'est produite en octobre 2021.

Cependant, si ces opérations sont un réel vecteur de développement pour les sociétés, leur mise en place est largement réglementée. Reste à savoir si cette réglementation est davantage de nature à encourager les dirigeants souhaitant réaliser une opération de fusion-acquisition, ou à les décourager.

### III / ATTRACTIVITÉ DU DROIT FRANÇAIS DES FUSIONS-ACQUISITIONS

Au regard de l'attractivité économique des fusions-acquisitions, chaque État a cherché à aménager sa législation afin de favoriser l'essor de telles opérations sur leur territoire. Ces dernières sont vectrices de conséquences positives sur leur économie : perception de plus d'impôts, hausse de l'emploi, sauvetage d'entreprises, hausse de la compétitivité internationale... Les États souhaitent ainsi tirer leur épingle du jeu et pouvoir tirer profit de la réalisation de telles opérations.

À ces fins, le régime français a dû s'adapter à la compétitivité des régimes des autres États, notamment des États tiers à l'Union européenne, pour créer ce qui sera appelée « l'attractivité française ». À titres illustratifs, plusieurs aspects attractifs du droit français méritent d'être relevés.

En **matière fiscale**, les fusions-acquisitions bénéficient d'avantages non négligeables. Afin de favoriser la neutralité fiscale en matière d'impôt sur les sociétés et dans le cadre de l'harmonisation européenne opérée par la directive 2009/133 du 19 octobre 2009, le droit français a prévu un régime fiscal spécial<sup>9</sup>, optionnel et conditionnel<sup>10</sup>. Ce nouveau régime définit strictement les fusions entrant dans son champ d'application<sup>11</sup>, les exclusions<sup>12</sup> – qui relèvent du dispositif anti-abus - ainsi que les sociétés concernées<sup>13</sup>.

Le régime spécial permet une exonération des plus-values perçues par la société absorbante sur les éléments d'actif apportés par la société absorbée sous conditions<sup>14</sup>. Sont également exonérées les provisions inscrites à son bilan (si celles-ci conservent leur objet des suites de l'opération). L'impôt sur les sociétés à payer par la société absorbée comprendra donc, en principe, les bénéfices d'exploitation réalisés depuis l'ouverture de l'exercice en cours à la date de la fusion et les provisions sans objet.

À noter cependant qu'il est fréquent que les projets de fusion prévoient une rétroactivité fiscale de leur opération : la fusion prendra effet à la date du dernier bilan de la société absorbée et non à la date de la réalisation définitive de l'opération. Concernant les



 $<sup>^9</sup>$  L. fin. Rect. 2017, n° 2017-1775, 28 déc. 2017, JO 29 déc., art.23 ; Loi n° 2019-744 du 19 juillet 2019, dite « loi Soilihi » ; L. fin. 2019, n° 2019-1479, 28 déc. 2019

<sup>10</sup> Articles L. 210-0 A et suivants du code général des impôts

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Article 210-0 A, I, 1° du code général des impôts

<sup>12</sup> Article 210-0 A, II et III du code général des impôts

<sup>13</sup> Article 210 C, 1 du code général des impôts

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Article L. 210-A 3 du code général des impôts

déficits de la société absorbée, ceux-ci seront déductibles des bénéfices de la société absorbante sous condition d'obtenir l'agrément spécial<sup>15</sup> de celle-ci. En contrepartie de cette exonération, la société absorbante devra respecter des obligations fiscales et comptables.

Entre autres, le régime français prévoit aussi une règlementation fiscale incitative relative aux groupes de sociétés (quasi-exonération des dividendes distribués entre une société filiale et sa société mère<sup>16</sup>), à la TVA (dispense de TVA<sup>17</sup>), et aux crédits d'impôt recherche. De la même façon, la richesse du panel de conventions fiscales conclues par la France participe à l'attractivité du régime français des fusions-acquisitions.

À côté de cette attractivité fiscale se trouve règlementation particulièrement intéressante en matière de droit des sociétés. Un premier régime avait été institué par la loi du 24 mai 1966<sup>18</sup> afin de faciliter les fusions dès lors que la société absorbante détenait 100% du capital social de la société absorbée<sup>19</sup>. Depuis la directive sur les fusions du 16 septembre 2009, ont été créés deux nouveaux régimes de fusion, plus rapides et plus efficaces. Ces deux modèles, introduits par la loi du 15 mai 2011, sont ceux des fusions hyper simplifiées à 100% (l'assemblée générale de la société absorbante n'a pas à se réunir) et des fusions simplifiées à 90% (limitée aux fusions entre sociétés par actions)<sup>20</sup>.

À ces régimes s'ajoutent une particularité française : le régime des fusions simplifiées entre sociétés sœurs issu de la loi du 19 juillet 2019<sup>21</sup>. Par ce régime, une société mère détenant 100% du capital social des filiales sœurs fusionnantes et au moins 90%

de leurs droits de vote, peut les fusionner de manière rapide et simplifiée. Enfin, de façon générale, les opérations de fusion peuvent être réalisées entre des sociétés de formes légales différentes<sup>22</sup> ce qui assouplit nettement le régime.

La nullité de toutes les opérations de fusion est prescrite au-delà de 6 mois, une prescription largement dérogatoire au droit commun<sup>23</sup>.

À ces attractivités fiscales et de droit des sociétés s'ajoutent des prérogatives propres au droit des fusions. Celle-ci en entraine transmission universelle patrimoine<sup>24</sup> – ce qui inclut autant l'actif que le passif – des sociétés apporteuses aux sociétés bénéficiaires dans l'état où il se trouve à la date de réalisation définitive de l'opération<sup>25</sup>. Il est important de souligner que le transfert intervient sans novation : chaque obligation de la société absorbée est transmise sans modification et comprend toutes les garanties réelles ou personnelles qui lui sont assorties. Certains contrats nécessitent toutefois 1'accord contractants notamment les contrats conclus intuitu personae. La fusion implique également la dissolution sans liquidation des sociétés ayant vocation à disparaitre<sup>26</sup>.

Un des grands principes régissant la fusion demeure l'échange de droits sociaux entre les associés de la société apporteuse et les associés de la société bénéficiaire<sup>27</sup>. Celuici se produit suivant les conditions déterminées par le contrat de fusion. Cet échange de droits sociaux connait des exceptions : si la société absorbante détient des titres de la société absorbée, si la société qui disparait détient une partie de ses propres titres ou bien si la société détient la

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Article 209, II du code général des impôts

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Directive mère-fille du 30 novembre 2011, n° 2011/96

<sup>17</sup> Article 257 bis du code général des impôts

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> Loi du 24 mai 1966, n°66-537

<sup>19</sup> entrainant la non réunion des associés de la société absorbée, la non désignation d'un commissaire à la fusion ni d'un commissaire aux apports

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Article L. 236-11-1 du code de commerce

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> Loi du 19 juillet 2019, n° 2019-744

 $<sup>^{22}</sup>$  Articles L. 326-2, alinéa  $1^{\rm cr}$  du code de commerce et article 1844-4 alinéa 3 du code civil

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> Article L. 235-9 alinéa 2 du code de commerce

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> Article L. 236-3 du code de commerce

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> Article L. 236-3 du code de commerce

Article L. 236-3 I du code de commerce
Article L. 236-3 du code de commerce

totalité des droits sociaux de la société absorbante.

En outre, la liberté contractuelle occupe une place primordiale dans le processus de fusion, laissant ainsi une place de choix au pragmatisme et à l'efficacité.

Le droit de l'Union européenne participe sans conteste à l'attractivité du régime français des fusions-acquisitions. La garantie des libertés d'établissement, de circulation des marchandises et des capitaux simplifie l'implantation, l'activité et les échanges entre États-membres.

En matière d'investissement, grâce aux principes de liberté des investissements<sup>28</sup> et de non-discrimination des investisseurs, les opérations de fusions-acquisitions se sont vues octroyer un terrain propice à leur développement.

Le régime français des M&A présente des avantages de choix pour les sociétés. Toutefois, il prévoit en contrepartie des contraintes que celles-ci ne doivent ignorer et qui freinent nécessairement l'attractivité du régime français.

### IV / CONTRAINTES DU DROIT FRANÇAIS DES FUSIONS-ACQUISITIONS

À titre liminaire mais non exhaustif puisqu'il s'agit d'une caractéristique partagée par tous les États: les opérations de M&A sont extrêmement coûteuses. Elles engendrent de nombreux frais notamment ceux liés au recours à des activités de conseil pour mener à bien les opérations ou ceux liés à la réorganisation des sociétés (transferts de sièges et de personnels, frais administratifs).

En se concentrant sur le droit français, d'un **point de vue fiscal**, toute opération de

fusion-acquisition doit prendre en compte certains éléments dont le paiement de l'impôt français sur les sociétés en cas d'établissement de la société sur le territoire français (le taux normal étant actuellement de 26,5%) et les risques de double imposition des prix de transferts (les accords préalables en matière de prix de transfert, c'est-à-dire des accords bilatéraux permettant la résolution à priori des conflits, étant insuffisants en nombre).

Des restrictions aux acquisitions sont également prévues, la liberté d'investissement n'est pas absolue. En effet, en matière de droit des sociétés, les opérations de fusions sont certes simplifiées pour certains cas<sup>29</sup> mais toute opération de fusion n'est pas nécessairement réalisée en intragroupe. De ce fait, les sociétés doivent revenir au principe de base où les associés des deux sociétés doivent délibérer et voter, conformément aux règles de quorum et de majorité inscrites dans les statuts, en assemblée générale extraordinaire. De plus, 1'intervention représentants des personnel est souvent imposée et ce, en amont des opérations. L'opération de fusion doit aussi être réalisée dans l'intérêt social des sociétés concernées. Il s'agit là d'une condition à l'origine de nombreux contentieux, notamment lors de fusions rapides ou de LBO occasionnant un remboursement du prêt du repreneur par la société nouvellement acquise.

À ces complexités techniques s'ajoute un problème de taille pour la société absorbante : le transfert de la responsabilité pénale de la société absorbée. Récemment, la Cour de cassation est venue asseoir le principe du transfert de la responsabilité pénale à la société absorbante<sup>30</sup>, transfert auquel elle s'était opposée jusqu'alors<sup>31</sup>. Néanmoins, ce transfert reste limité aux sanctions d'ordre patrimonial.

 $<sup>^{31}</sup>$  À titre d'exemple : Cass. Com., 15 juin 1999 et Cass. Crim., 25 oct. 2016,  $n^{\circ}16\text{-}80.366$ 



<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> Article L. 151-1 du code monétaire et financier

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> Voir supra.

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> Cass. Com., 25 novembre 2020, n°18-86955

En outre, conséquence directe du principe de transmission universelle du patrimoine de la société absorbée à la société absorbante, en cas de fusion absorption d'une société caution, la société absorbante deviendra débitrice des dettes de caution à la place de la société absorbée<sup>32</sup>.

De plus, en droit des investissements étrangers, un investissement<sup>33</sup> peut être soumis à une autorisation préalable délivrée par le Ministre de l'Économie et des Finances si ledit investissement est de nature à porter atteinte « à l'ordre public, la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale » ou relèverait de la recherche, production ou commercialisation d'armes, munitions, poudre et substances explosives<sup>34</sup>. Ce garde-fou contre les investissements abusifs ou illégaux peut frein constituer un réel pour investisseurs dans la réalisation de leurs fusions-acquisitions en termes de sécurisation de l'opération (le Ministre non consulté pouvant sanctionner l'investissement).

D'autres problématiques interpellent dès lors qu'elles peuvent constituer un frein au développement des fusions-acquisitions.

En quête de croissance externe, notamment sous la forte influence des actionnaires, les entreprises cherchent à se développer au travers de restructurations mettant en jeu des montants chaque jour plus importants. Toutefois, la règle n'est pas à l'autonomie totale des entreprises dans ce domaine. Les réglementations nationales<sup>35</sup> européennes<sup>36</sup>, ainsi que les acteurs de la régulation et du contrôle concurrence jouent un rôle fondamental dans le maintien d'un jeu économique sain.

Le contrôle des autorités françaises et européennes s'est progressivement intensifié ces dernières décennies. La notification d'une opération de M&A au titre du contrôle des concentrations, obligation de « stand still », est exigée lors du dépassement de certains seuils. Il ne s'agit pas d'un contrôle sur le seul impact concurrentiel de l'opération mais d'une réelle analyse fonctionnelle des rôles de chaque entité dans celle-ci. Au-delà du pouvoir de véto des autorités régulatrices sur les opérations qui leur sont soumises, celles-ci peuvent infliger des amendes<sup>37</sup> notamment dans l'hypothèse négligence dans la notification, « gun jumping », ou dans le contenu des déclarations<sup>38</sup>.

fusions-acquisitions Les rencontrent également des obstacles liés au droit à l'information et à la transparence. En effet, l'acquéreur a besoin d'informations pour valoriser la société cible. Cependant, si l'opération n'aboutit pas, les sociétés en cause pourraient être sanctionnées<sup>39</sup> sur le terrain des ententes pour échange d'informations anticoncurrentiel. Les échanges d'informations donc sont strictement encadrés<sup>40</sup> et ont encouragé les équipes de M&A à s'entourer de clean teams soumises à une obligation de confidentialité.

Les fusions-acquisitions se confrontent également à un mouvement croissant d'amélioration de la transparence des marchés dont témoignent plusieurs lois récentes<sup>41</sup>. Ces dernières sont notamment venues étendre le régime des franchissements de seuils à certains produits financiers dérivés.

 $<sup>^{32}\ \</sup>mbox{\normalfont\AA}$  titre d'exemple : Cass. Com., 17 juillet 2001

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> Au sens de l'article R. 151-2 du code monétaire et financier

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup>Article L. 151-3 du code monétaire et financier

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> En France : la réglementation sur les concentrations est prévue aux articles L. 430-1 et suivants du Code de commerce

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Au niveau du droit de l'UE: Règlement (CE) n° 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises

 $<sup>^{37}</sup>$  Amende pouvant aller de 5% à 10% du chiffre d'affaires du groupe auquel peut être ajouté le chiffre d'affaires de la cible

 $<sup>^{38}</sup>$  À titre d'exemple : l'amende de 110 millions d'euros infligée dans l'opération Facebook / WhatsApp

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> Une sanction pouvant aller jusqu'à 10% du chiffre d'affaires consolidé des sociétés concernées.

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> Les échangent sont restreints aux informations strictement nécessaires à l'opération, de façon anonyme et agrégée.

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> Loi NRE du 15 mai 2001 n° 2001-420; Loi Breton du 26 juillet 2005 n° 2005-842; Ordonnance du 30 janvier 2009

Néanmoins, ces freins découlant du régime français pourraient avoir un impact moindre s'ils étaient partagés dans tous les États. Une brève étude de droit comparé a permis de démontrer que chaque État avait finalement ses propres avantages et inconvénients, aussi différents soient-ils de ceux rencontrés en France.

### V / APPROCHE COMPARÉE DES FUSIONS-ACQUISITIONS

À titre illustratif et comparatif, sont ici évoqués certaines spécificités des régimes allemands, américains et japonais relatifs aux fusions-acquisitions.

L'Allemagne, pourtant un pays européen et frontalier à la France, possède des caractéristiques particulières lui permettant d'être l'un des pays les plus attractifs en termes de fusions-acquisitions<sup>42</sup>. Comme tout État de l'Union Européenne, ce dernier est soumis au droit européen. Toutefois, son modèle économique et son dynamisme issu de la stabilité du Mittlestand (l'équivalent des petites et moyennes entreprises en droit français) constituent des atouts de choix pour les investisseurs : l'absence de nombreuses taxes et la forte implication de ces PME dans la recherche favorisent l'essor de fusions-acquisitions Allemagne.

En outre, si les processus opérationnels français et allemands sont semblables, l'environnement comptable allemand rend leurs opérations plus fluides et plus attractives que celles de ses homologues en France.

Enfin, en termes de contrôle des investissements étrangers, l'Allemagne opère une distinction entre les investisseurs membres de l'Union Européenne et ceux hors Union (où le contrôle sera davantage systématique). Cette politique favorise les investissements intra-Union européenne.

Les États-Unis quant à eux ne sont pas soumis au droit européen. Ils ont ainsi une règlementation des opérations de fusionsacquisitions différente des États européens mais dont les lignes directrices restent similaires. En effet, ils ont construit leur législation autour du principe de libre concurrence afin d'empêcher l'émergence de monopoles. Toutefois, cela n'a pas pour autant freiné ni même empêché le développement des fusions-acquisitions sur leur territoire. En effet, une étude a démontré que les États-Unis seraient le premier marché mondial en termes de recherche de croissance. L'originalité de leur modèle de fusion triangulaire a également joué un rôle dans leur attractivité mondiale puisque celui-ci se distingue des fusions bilatérales utilisées en français.

Le régime américain ne présente pas pour autant que des avantages. La fiscalité américaine est complexe et des techniques de pre offer et post offer antitaeover tactics peuvent venir freiner le recours aux fusionsacquisitions (à titre d'exemple : sont prévus des seuils de majorités élevés pour empêcher les takeover, les techniques de Greenmail ou de Lockup agreement). De plus, toute acquisition supérieure à 5% du capital social d'une société doit être contrôlée par le SEC<sup>43</sup> et de nombreux domaines sont interdits aux investissements étrangers comme l'aviation l'immobilier.

Enfin, les opérations de fusionsacquisitions sont approchées différemment au **Japon**. Une des différences observées concerne le concept de *due diligence*. À l'inverse de celles requises par les pays occidentaux, la règlementation japonaise sollicite des informations moins vastes. Cette différence de perception pourra ainsi avoir pour conséquence de freiner un acquéreur japonais souhaitant réaliser des opérations hors du Japon, ce dernier étant

 $<sup>^{42}</sup>$ 3<br/>ème pays au monde d'après l'étude « Anuual Gobal CEO Survey »

<sup>43</sup> Securities and Exchange Commission: organisme fédéral américain en charge du contrôle des marchés financiers

habitué à se voir imposer une réglementation moins stricte.

Par conséquent, chaque État a appréhendé les fusions-acquisitions suivant ses propres traditions et présente chacun ses avantages et ses contraintes. Si les différences entre les États-membres de l'Union européennes se sont amoindries avec l'harmonisation opérée par le droit de l'UE, chaque État conserve néanmoins certaines spécificités qui peuvent encourager les investissements ou à l'inverse, les décourager.

# VI / QUEL AVENIR POUR LES FUSIONS-ACQUISITIONS?

Ces derniers mois de reprise économique et financière ont été le témoin d'un développement de grande ampleur pour les fusions-acquisitions. Toutefois, ces dernières restent confrontées difficultés relevant de divers domaines dont certains ont été évoqués précédemment, mais surtout, elles restent confrontées à des problématiques directement soulevées par la crise du Covid-19.

À titre liminaire, les opérations de M&A sont confrontées à des obstacles inhérents à leur fonctionnement. En effet, une opération de fusion-acquisition est souvent loin d'être un long fleuve tranquille. Tout d'abord, nombreuses sont les opérations qui connaissent une multitude d'épisodes houleux<sup>44</sup> avant d'atteindre un accord, allant même jusqu'à engendrer des actions judiciaires<sup>45</sup>.

Des études ont estimé à 30% la part de fusions-acquisitions soldées d'un succès. Pour expliquer les 70% restants, le Professeur Dr. Thomas Straub a relevé 3 raisons principales. Une raison financière : une surévaluation de la valeur de la société cible (ou des surenchères excessives pour cause d'une multitude d'acquéreurs) ; une

raison liée à la stratégie : des effets de synergies trop optimistes, la société cible n'a pas apporté la création de valeur envisagée ; et enfin une raison liée à l'intégration de la société cible dans la société absorbante, notamment au regard de l'état d'esprit des services réaménagés – voire réduits – des suites de l'opération. Au demeurant, la cohabitation entre des associés issus d'entités différentes peut s'avérer être un réel défi pour mener à bien l'opération.

À l'instar des autres secteurs de l'économie, le marché des fusions-acquisitions n'a pas été épargné par la pandémie de Covid-19. En France, au premier semestre 2020, les volumes liés à des opérations de M&A ont reculé de 26,5%.

Les praticiens ont dû adapter leurs pratiques. Une importance particulière a été accordée aux analyses de due diligence pour anticiper des évaluer et risques éminemment imprévisibles. En outre, certaines pratiques contractuelles ont fait l'objet de discussions telles que les clauses MAC/MAE<sup>46</sup> et celles relatives à la force majeure ou à l'imprévision. Les clauses de prix ont également suscité des difficultés avec la remise en cause de mécanismes de prix de type *locked-box* ou d'ajustement de prix post-closing. Une autre difficulté survient depuis la période du Covid-19 : la nécessaire adaptation dans la gestion de la cible lors de la période intercalaire. En effet, bien que la gestion de la société cible doive être menée dans le cours normal des affaires, les opérations de fusionsacquisitions se sont retrouvées impactées par des évènements extérieurs imprévisibles (fermetures temporaires ou définitives d'établissements, confinements, défauts d'approvisionnement, mesures d'aides étatiques aux entreprises...).

 $<sup>^{44}</sup>$  À titre d'exemple : l'acquisition de Suez par Véolia

<sup>45</sup> À titre d'exemple : l'acquisition de Tiffany & Co par LVMH

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Les clauses de material adverse change permettent à un acquéreur de se libérer d'un contrat de cession lors de la survenance d'évènements susceptibles d'affecter la situation de la société cible.

Pour autant, il semblerait que toutes ces difficultés rencontrées pendant la crise sanitaire soient surmontées aujourd'hui et le bouleversement de la pandémie de Covid-19 semble avoir été davantage un vecteur de nouvelles pratiques plutôt qu'un frein à l'expansion des fusions-acquisitions.

Au demeurant, les opérations de fusionsacquisitions connaissent depuis la sortie de crise du Covid-19 un essor sans précédent. Et ce n'est pas seulement le nombre de transactions qui augmente mais également leurs montants qui atteignent des records.

En 2021, en huit mois, 35.000 rapprochements de sociétés ont été décomptés dans le monde pour un montant de 3.600 milliards de dollars. Les fusions-acquisitions ont su tirer le meilleur du contexte pandémique : un excès de liquidités, des taux d'intérêts faibles, des reconversions dans les emplois notamment les cadres. de nombreux investissements dans des secteurs clés : la santé, la tech. Les États-Unis, le private equity, les SPAC et les géants de la tech sont en grande partie à l'origine de ce rebond post-covid. Stimulé par des levées de fonds des fonds de capital-investissement, le pouvoir d'achat des sociétés est renforcé.

De même, des sociétés affaiblies par la crise du Covid-19 seront davantage sujettes à fusionner pour survivre, ce qui devrait stimuler là-encore les fusions.

Ainsi, les opérations de fusions-acquisitions demeurent un vecteur de développement pour les sociétés : réduction des coûts de production, des coûts fiscaux et d'infrastructures, économies d'échelle, effet de synergie, diversification des risques et des secteurs d'activités, autant d'objectifs qui séduisent et vont séduire encore longtemps.

Des réformes pourraient également intervenir pour encourager cette dynamique (avec notamment une intégration en droit européen du *scheme of arrangement* de droit anglais). En outre, l'impact du plan France Relance<sup>47</sup> pourrait avoir un impact à long terme sur les investissements : plus la situation économie est favorable, plus les sociétés sont prédisposées à rechercher à effectuer de telles opérations.

Aujourd'hui tout semble sourire aux fusions-acquisitions. L'avenir confirmera cet essor.

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> À titre d'exemple, la possibilité d'obtenir un prêt garanti par l'État, des exonérations de cotisations sociales pour les TPE et PME fermées du fait de la crise Covid-19.

# **BIBLIOGRAPHIE**

### **OUVRAGES**

Mémento Francis Lefebvre, Fusions-acquisitions 2021

Le Lamy - Sociétés commerciales, 2021; Le Lamy Fiscal, 2021

Les fusions-acquisitions aux USA, Bruylant, Editions Yvon Blais, Bruxelles, 2005, p.335 Y. Ouintin

### ARTICLES

« Pour une réforme du droit français des fusions », H. Le Nabasque, O. Diaz, A. Bonnasse, Bulletin Joly Sociétés - n°04 - page 236

Fusions-acquisitions magazine n°303 - mai / juin 2019, A. Fabre

- « Les fusions-acquisitions dans la nouvelle économie », E. Cohen, Sociétal, n°28, mars 2000
- « Les fusions-acquisitions et l'analyse économique du droit : approche comparée France États-Unis », G. Cavalier et T. Straub
- « Fusions-acquisitions : vers une année record en 2021 », M. Hodouin, 19 oct. 2021, Le Courrier Financier
- « Les fusions et acquisitions atteignent un record historique dans le monde », A. Drif, 3 mai 2021, Les Échos
- « La fièvre des fusions et acquisitions propulse le marché vers un pic de 6.000 milliards de dollars », A. Drif, 30 sept. 2021, Les Échos
- « Quels enseignements du M&A en période de pandémie Covid-19 ? », Ch. Sauer, cabinet Bryan Cave Leighton Paisner, 25 janv. 2021, daf-mag.fr
- « Fusions / acquisitions : L'année 2021 est véritablement très active », V. Juguet et N. Dendri, 21 juill. 2021, Actu-Juridique.fr
- « Explosion des fusions-acquisitions en France et dans le monde », J. Grelier, 24 oct. 2021, L'Usine Nouvelle

# RAPPORTS, COMMUNIQUÉS, SITES INTERNET

« La valeur des fusions-acquisitions explose au deuxième semestre 2020 malgré les effets du Covid-19 sur l'économie », Communiqué de presse du 29 mars 2021, PwC

Global M&A Industry Trends: 2021 Mid-year Update, PwC

Fusions et acquisitions en Allemagne, Chambre de Commerce et d'Industrie France Allemagne



# **CONTACTS**



## École de Droit, Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Adresse: 12 place du Panthéon, 75231 Paris cedex 05

Téléphone: 01 44 07 80 00



# Master 2 Opérations et Fiscalité Internationales des Sociétés

Email: ofismaster2@gmail.com

Linkedin: <a href="https://www.linkedin.com/in/m2ofis/">https://www.linkedin.com/in/m2ofis/</a>



#### Lola Modena

 ${\it Email: lola.modena@gmail.com}$ 

Linkedin : Lola Modena



### Hélène Simonet

Email : hn.simonet@gmail.com Linkedin : Hélène Simonet