



**HAL**  
open science

## Les fusions-acquisitions et l'analyse économique du droit

Georges Cavalier, Thomas Straub

► **To cite this version:**

Georges Cavalier, Thomas Straub. Les fusions-acquisitions et l'analyse économique du droit : Approche comparée France - États-Unis. 2008. hal-00335087

**HAL Id: hal-00335087**

**<https://univ-lyon3.hal.science/hal-00335087>**

Preprint submitted on 14 Nov 2008

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**LES FUSIONS-ACQUISITIONS  
ET L'ANALYSE ÉCONOMIQUE DU DROIT :  
APPROCHE COMPARÉE FRANCE – ÉTATS-UNIS**

Georges Cavalier  
*Maître de conférences*  
Université Lyon 3 – Jean Moulin

Thomas Straub<sup>1</sup>  
*Professeur de Management*  
Haute Ecole de Gestion, Fribourg

**Recherche réalisée avec le soutien de la Mission de recherche Droit et Justice dans le  
cadre du programme *Attractivité Economique du Droit***

---

<sup>1</sup> Merci d'adresser tout commentaire à : [cavalier@univ-lyon3.fr](mailto:cavalier@univ-lyon3.fr) ou [thomas.straub@hec.unige.ch](mailto:thomas.straub@hec.unige.ch). Les auteurs tiennent à remercier les Professeurs O. Moréteau (Louisiana State University) et Y. Reinhard (Université Lyon 3 – Jean Moulin) pour leur support et supervision continues, de même que C. Baker et X. Legendre pour leurs remarques et apports pertinents.

## Résumé

« *D'un point de vue économique, la common law est plus efficace que le droit civil* ». Cette affirmation récente d'un rapport économique est-elle valide s'agissant des fusions-acquisitions ?

L'objectif principal de cet article est de comparer la performance juridique des fusions-acquisitions en France et aux Etats-Unis, en quantifiant l'impact de chacun des systèmes juridiques sur la performance à long terme des opérations de fusions-acquisitions.

Afin de mener à bien cette recherche, une méthodologie spécifique a été développée, et ses résultats sont ici évalués. Deux méthodes juridiques de réalisation des fusions-acquisitions ont été retenues : l'achat d'actions, et l'achat d'actifs. Chacune de ces structures d'acquisition a été divisée en onze étapes décomposant le processus, par exemple l'échange d'information préliminaires, la lettre d'intention, l'audit, le contrat d'acquisition, le *closing*, les litiges.

La performance a été ensuite mesurée par les facteurs *temps, coût* et *degré de satisfaction*. Le facteur temps a été scindé en jours-hommes, et temps d'exécution (jours, semaines, mois) des étapes de la transaction. Des répondants français et américains ont rempli un questionnaire en fonction d'une transaction spécifique. A titre d'exemple, une des questions posées était : *Quelle est votre estimation de jours-hommes pour réaliser cette étape ?* Des graphiques en forme de radar ont été utilisés pour comparer la moyenne de chacun des facteurs de performance. Afin de vérifier les corrélations entre ces facteurs de performance, une analyse interfactorielle (régression) a été menée.

Les résultats de la recherche sont présentés dans cet article. Ces résultats montrent qu'un achat d'actions est généralement moins onéreux en France et plus satisfaisant qu'aux Etats-Unis. Toutefois, pour le facteur temps, les résultats varient. La conclusion est que l'application du Code civil plutôt que de la *common law* ne révèle pas de différences majeures en ce qui concerne les fusions-acquisitions. Une des raisons est que les fusions-acquisitions sont conduites selon des procédures standardisées, et suivant des pratiques contractuelles largement communes en France et aux Etats-Unis.

## Sommaire

Résumé.....	2
I INTRODUCTION.....	3
II IDENTIFICATION DES AMELIORATIONS AU MODELE EXISTANT.....	6
III DEVELOPPEMENT DU MODELE PERTINENT.....	7
IV RESTITUTION ET VALORISATION DES RÉSULTATS .....	11
A. Principaux résultats.....	12
B. Détail des résultats selon la nature de l’opération .....	14
1. Achats d’actions.....	15
2. Achats d’actifs.....	17
C. Analyse interfactorielle.....	18
V Conclusion.....	19
A. Possibles explications des résultats de la recherche.....	19
B. Limites inhérentes à la présente recherche.....	23
C. Futurs axes de recherche .....	23
Annexe 1 : Année de l’opération (en %)......	26
Annexe 2 : Extraits de la version anglaise du questionnaire.....	27
Annexe 3 : Compétences du répondant : sa fonction.....	36
Annexe 4 : Compétences du répondant : années d’expérience.....	37
Annexe 5 : Compétences du répondant : implication .....	38
Annexe 6 : Explication des barèmes.....	39
Annexe 7 : Analyse interfactorielle.....	41

## I INTRODUCTION

1.« *La common law est plus efficace au plan économique que le Code civil* ». C’est le message qui transparaît, de manière brutale et peu nuancée, à la lecture des rapports *Doing business* publiés par la Banque Mondiale<sup>2</sup>. Celle-ci s’est intéressée à des

<sup>2</sup> V. les rapports depuis 2004 sur <http://www.doingbusiness.org>. V. aussi ASSOCIATION HENRI CAPITANT, LES DROITS DE TRADITION CIVILISTE EN QUESTION – A PROPOS DES RAPPORTS DOING BUSINESS DE LA BANQUE MONDIALE, Société de législation comparée, 2006 ; S. Valory, *Promouvoir le droit français*, Droit & Economie 2005, n° 93, p. 6, et l’entretien de Mme E. Filiberti (p. 9) ; rappr. *Entretien avec Bertrand du Marais*, Rev. Lamy

opérations élémentaires de la vie des affaires (constitution de société, licenciement d'un salarié, etc...) en examinant le temps et le coût nécessaires à leur réalisation. En 2007, la France a gagné 4 places pour se situer au 31<sup>ème</sup> rang, juste après la Corée<sup>3</sup>. Dans ce sillage, un consortium composé de partenaires publics – sous l'égide du Ministère français de la justice – et de l'ensemble des professions juridiques françaises, placé sous la direction de B. du Marais, professeur associé à l'Université Paris 10 Nanterre, a lancé une série de recherches visant à évaluer l'attractivité économique du droit français comparée au droit américain et relativement à des opérations plus complexes<sup>4</sup>. Ainsi, une équipe réunissant des chercheurs français et étrangers s'est vue confier la mesure de l'attractivité économique des opérations de fusions-acquisitions. L'augmentation du volume et de la valeur des fusions-acquisitions au cours de la dernière décennie est rapportée fréquemment dans les journaux économiques. Selon le journal *Neue Zürcher Zeitung*<sup>5</sup>, le carrousel des fusions-acquisitions n'a jamais tourné aussi rapidement au cours des 5 dernières années.

2.L'affirmation selon laquelle « *La common law est plus efficace au plan économique que le Code civil* » est-elle également pertinente lorsque sont en cause les fusions-acquisitions ? L'objectif principal de cette étude est de comparer la performance juridique des fusions-acquisitions en France et aux Etats-Unis. L'étude avait également pour objectif de comparer entre ces deux pays d'une part, la performance juridique des achats d'actions, et d'autre part, celle des achats d'actifs.

3.Ce sont les objectifs que l'équipe de recherche dirigée par les Professeurs Y. Reinhard (Université Lyon 3 – Jean Moulin) et O. Moréteau (Louisiana State University) s'est attaché à atteindre<sup>6</sup>. Certes, lorsque l'on aborde les règles françaises régissant les

---

dr. aff. 2005, n° 79, p. 3, et F. Rouvillois (dir.), *Le modèle juridique français, un obstacle au développement économique ?*, Paris, Dalloz, 2005 ; B. du Marais (dir.), *Des indicateurs pour mesurer le droit ? Les limites méthodologiques des rapports Doing Business*, La Documentation Française, Paris, 2006, 153 p

<sup>3</sup> La France n'a pas progressé en 2008, se plaçant en 31<sup>e</sup> position, juste avant la Slovaque : v. le rapport *Doing Business 2008*.

<sup>4</sup> V. le programme de recherches « Attractivité économique du droit » sur <http://www.gip-recherche-justice.fr/aed/publications.htm>.

<sup>5</sup> *Mächtiger werdende Wellen von Fusionen und Übernahmen. Nach den "Mega-Deals" kommen in Amerika die kleineren Fälle aufs Tapet.* Neue Zürcher Zeitung, 15 oct. 2005.

<sup>6</sup> L'équipe était localisée en Suisse (Universités de Bern et de Genève – Prof. Thomas Straub), aux Etats-Unis (Louisiana State University – Prof. Olivier Moréteau), et en France (Université Lyon 3 – Prof. Yves Reinhard et Georges Cavalier ; Christopher L. Baker, Associé, Skadden, Arps, Slate Meagher and Flom

fusions-acquisitions, on voit poindre ici et là des raisonnements économiques qui ne sont pas purement légalistes. Ainsi, et concernant un contrat d'acquisition de société, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a approuvé une cour d'appel qui avait reconnu une « cause réelle » à la cession de 90 % des actions d'une société en difficulté pour un prix négatif correspondant à la prise en charge d'un excédent de passif<sup>7</sup>. En effet, même si le prix était absorbé par le passif à assumer, l'intérêt des cédants demeurerait puisque la cession leur avait été avantageuse.

4. Mais une chose est d'affirmer que le droit français utilise l'analyse économique pour interpréter un concept contractuel, comme celui de cause ou de bonne foi, une autre est de dire qu'il existe une analyse économique, menée *a priori* et de façon générale, des contrats portant sur les fusions-acquisitions<sup>8</sup>. En définitive, et même si les considérations économiques ne sont pas étrangères au juriste français confronté à une acquisition d'entreprise, elles demeurent accessoires, et n'ont pas donné lieu à une étude conduite à titre principal. Plus précisément, l'un des objectifs de cette étude est de quantifier l'impact des systèmes juridiques français et américains sur la performance à long terme des achats d'actions et d'actifs<sup>9</sup>.

5. Pour ce faire, des améliorations susceptibles d'être apportées à la méthodologie des rapports *Doing Business* ont d'abord été suggérées (II) avant que ne soit développé un modèle propre aux opérations de fusions-acquisitions (III), dont les résultats sont finalement présentés, analysés et, le cas échéant, critiqués (IV).

---

LLP bureau de Paris, et Xénia Legendre, Associée, Hogan & Hartson bureau de Paris).

<sup>7</sup> Cass. com., 22 fév. 1983, Bull. civ. IV, n° 72, p. 61 ; JCP G 1983 IV 150, rejet du pourvoi contre Paris, 3<sup>ème</sup> ch., 24 juin 1981, D. 1983, somm. comm. 71, J.-C. Bousquet ; rappr. parmi une littérature abondante C. Freyria, *Le prix de vente symbolique*, D. 1997, p. 51.

<sup>8</sup> Rappr. J. Mestre, *La distinction du fait et du droit en matière économique*, Droit et technique de cassation, Cour de cassation, oct. 2005, invitation disponible sur <<http://www.courdecassation.fr/manifestations/manifestations.htm>> ; O. Favereau, *Qu'est-ce qu'un contrat ? La difficile réponse de l'économie*, dans LE CONTRAT, Dalloz, 2008, sous la dir. C. Jamin.

<sup>9</sup> Seule la performance à long terme (ou *efficacité*) est considérée ici, pas la performance à court terme (ou *efficience*). *L'efficacité* est la capacité d'arriver à ses buts. Être efficace, c'est produire les résultats escomptés et réaliser les objectifs fixés dans les domaines de la qualité, de la rapidité et des coûts. *L'efficience* est la capacité d'arriver à ses buts avec le moins de moyens.

## II IDENTIFICATION DES AMELIORATIONS AU MODELE EXISTANT

6. La méthodologie des rapports *Doing Business* se limite aux facteurs *temps* et *coût* pour mesurer la performance économique des opérations juridiques retenues<sup>10</sup>. Or MM. Datta<sup>11</sup> et Straub<sup>12</sup>, avec d'autres auteurs, ont montré – s'agissant des opérations de fusions-acquisitions – que bien d'autres variables influencent la création de valeurs dans l'entreprise, et impactent la performance de cette dernière<sup>13</sup>. Plus généralement, les « *changements dans l'environnement de l'entreprise au cours du temps, y compris les changements réglementaires, jouent un rôle essentiel dans le choix de la stratégie de l'entreprise et déterminent les conséquences de diverses décisions stratégiques* »<sup>14</sup>.

7. D'abord, le facteur *temps*, à lui seul, est insuffisamment représentatif. Par exemple, 5 personnes peuvent effectuer une tâche en un jour, mais la même tâche nécessitera 5 jours pour être effectuée par une personne. C'est pourquoi, l'équipe de recherche a décomposé le facteur *temps* en *jours-hommes* et *temps d'exécution* (*person-days* et *step-time* en anglais). Cette dernière mesure évalue le nombre de jours, semaines, ou mois nécessaires pour achever chaque étape, sans prendre en compte le nombre de personnes assignées à l'exécution de l'étape.

8. Ensuite, bien que les facteurs *temps* et *coûts* soient assurément nécessaires pour mesurer la performance économique d'une entreprise, il est possible qu'ils ne soient pas suffisants pour déterminer le niveau de succès de telles opérations. Plus simplement, une opération « longue » et « chère » peut être un succès économique, et inversement. Aussi M. Veiga, avec d'autres auteurs, mesure-t-il la performance économique en interrogeant des dirigeants et responsables de fusions-acquisitions pour connaître leurs perceptions du niveau de performance depuis (et à cause de) la fusion ou l'acquisition<sup>15</sup>.

<sup>10</sup> Le rapport *Doing Business 2008* a légèrement modifié cette approche : v. *Doing Business 2008* (version française), p. 72.

<sup>11</sup> D. K. Datta, G. Pinches, *Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: a Meta-analysis*, Strategic Management Journal, 1992.

<sup>12</sup> T. Straub, *Reasons for frequent failure in Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Analysis*, Gabler Verlag 2007.

<sup>13</sup> D. K. Datta, G. Pinches, *Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: a Meta-analysis*, Strategic Management Journal 1992,

<sup>14</sup> *Idem*.

<sup>15</sup> J. Veiga, M. Lubatkin, R. Calori, P. Very, *Measuring Organizational Culture Clashes: A Two-Nation Post-hoc Analysis of a Cultural Compatibility Index*, Human Relations, Sage Publications, Ltd. 2000, vol. 53, p. 539

9. Enfin, les rapports *Doing Business* se fondent exclusivement sur une poignée de questionnaires pour chacun des pays considérés, adressés à des experts<sup>16</sup>. Ces résultats sont néanmoins subjectifs et ne sont pas suffisamment représentatifs. Une méthode quantitative pourrait mener à des résultats plus objectifs et statistiquement représentatifs. Telles sont les améliorations auxquelles aspirait le modèle développé par l'équipe dirigée par les professeurs Y. Reinhard et O. Moréteau.

### III DEVELOPPEMENT DU MODELE PERTINENT

10. Le modèle développé par l'équipe s'est inspiré d'un modèle existant, utilisé par la Banque Mondiale dans ses rapports, mais en l'améliorant sur certains aspects. La méthodologie suivante a été adoptée.

11. S'agissant des fusions-acquisitions, trois méthodes juridiques pour réaliser ces opérations économiques ont d'abord été recensées : « l'achat d'actions », « l'achat d'actifs » et « la fusion ». Toutefois, aux Etats-Unis, la fusion est considérée comme un achat d'actions<sup>17</sup>. Il a donc été jugé opportun d'inclure la fusion dans les achats d'actions. En conséquence, la distinction retenue est celle entre *achat d'actions* et *achat d'actifs*. Chacune de ces méthodes a ensuite été artificiellement décomposée en onze étapes principales : (1) la phase d'information préliminaire, (2) la lettre d'intention, (3a) l'audit financier, (3b) l'audit juridique, (4) le contrat d'acquisition, (5) les documents annexes, (6) les autorisations réglementaires, (7) la réalisation des conditions suspensives ou « closing », (8) la phase post-closing, (9a) les litiges sans assignation formelle, et (9b) les litiges avec assignation formelle.

12. La phase d'information préliminaire (1) débute par les premiers contacts informels avec la Cible (mais aussi, et de façon non exhaustive, par les instructions données aux consultants, les contacts initiaux avec la banque d'affaires, l'identification des contraintes de calendrier, etc...) jusqu'à la signature de l'accord de confidentialité (y compris).

13. La période entourant la lettre d'intention (2) débute par la signature de l'accord de confidentialité (mais aussi, et de façon non exhaustive, la discussion sur la communication externe, les premières implications juridiques, les propositions de

---

<sup>16</sup> Le nombre d'experts interrogés a toutefois augmenté dans le rapport *Doing Business 2008*.

<sup>17</sup> Selon nos entretiens avec des professionnels américains.

structuration de l'opération) et se termine avec la signature de la lettre d'intention (y compris).

**14.**La phase d'audit comprend l'envoi des demandes de renseignements (y compris le processus d'audit, la *data room*) jusqu'à la signature du contrat d'acquisition (exclu). Il faut ici distinguer les audits financier et juridique. L'audit financier (3a) porte par exemple sur la vérification des comptes, le contrôle financier, l'examen du bilan et du compte de résultat, etc. L'audit juridique (3b) consiste notamment en l'audit des contrats, l'évaluation des litiges en cours, l'estimation des problèmes environnementaux, etc.

**15.**La phase du contrat d'acquisition (4) a pour objectif d'évaluer la période débutant avec la négociation du contrat d'acquisition d'actions (ou d'actifs) (incluant, mais de façon non exhaustive, la discussion des projets, la négociation de la garantie de passif et, le cas échéant, des garanties financières, le calendrier de l'acquisition, la consultation du comité d'entreprise, si nécessaire) jusqu'à la signature du contrat d'acquisition/de fusion (y compris).

**16.**La phase des documents annexes (5) débute avec la négociation de ces documents (tels que la convention de séquestre, les pactes d'actionnaires, les procès-verbaux de l'assemblée générale, les contrats de financement, les contrats de travail, les contrats de licence, etc.) et s'achève avec leur signature.

**17.**L'étape des autorisations réglementaires (6) comprend les procédures nécessaires à l'obtention de diverses autorisations administratives exigées pour réaliser la transaction (autorisation de l'autorité de concurrence, autres autorisations réglementaires, etc...).

**18.**La phase de réalisation des conditions suspensives/*closing* (7) débute la semaine précédant la date du closing et se termine à la date du closing lui-même, où la propriété des actions/actifs est transférée, et le paiement opéré.

**19.**La phase *post-closing* (8) s'ouvre après la réalisation des conditions suspensives avec, par exemple, les ajustements sur le prix, la mise en œuvre de la garantie de passif, l'application de la clause de *earn-out*. Toutefois, les litiges ne doivent pas être pris en compte dans cette étape, car les étapes 9a et 9b traitent spécifiquement de l'évaluation des litiges.

**20.** La phase des litiges a pour objectif de rechercher si des litiges sont nés après la transaction. Sont distingués ci-dessous les litiges *sans* assignation formelle devant un tribunal ou une juridiction arbitrale et les litiges *avec* assignation formelle. Cette première série de questions (9a) permet de déterminer si des contentieux *sans* assignation formelle devant un tribunal ou une juridiction arbitrale se sont développés. La seconde série de questions (9b) vise à évaluer si des litiges sont nés *avec* une assignation formelle devant un tribunal ou une juridiction arbitrale.

**21.** La performance économique a été mesurée compte tenu de chacune de ces étapes et en fonction des facteurs *coûts*, *temps (jours-hommes et temps d'exécution)*, et *satisfaction*<sup>18</sup>. Les réponses ont été reportées sur une échelle de type « Likert », numérotée de 1 (« très bas ») à 5 (« très élevé »), chaque chiffre correspondant le mieux à la perception des répondants. Le critère de l'auto-perception est principalement utilisé parce que les informations et objectifs secondaires concernant les fusions et acquisitions sont rarement disponibles<sup>19</sup>. De plus, la recherche démontre que les mesures de performance par l'auto-perception sont fiables, en particulier quand elles sont faites par des « *top managers* »<sup>20</sup>.

**22.** A titre d'exemple, les questions suivantes ont été posées :

- Quelle est votre évaluation du nombre de jours-hommes nécessaires à la réalisation de cette étape ?
- Quelle est votre évaluation du temps d'exécution de cette étape (« semaines ») ?
- Quelle est votre évaluation actualisée (euros) du coût de réalisation de cette étape ?

---

<sup>18</sup> J. Veiga, M. Lubatkin, R. Calori, P. Very, *Measuring Organizational Culture Clashes: A Two-Nation Post-hoc Analysis of a Cultural Compatibility Index*, Human Relations, Sage Publications, Ltd. 2000, vol. 53, p. 539.

<sup>19</sup> Les informations primaires permettent au lecteur d'accéder à l'information originale non transformée. L'information secondaire est une « information primaire éditée », c'est-à-dire une information de seconde-main. Elle représente la pensée de quelqu'un d'autre. Par exemple, les auteurs décrivant la fusion entre Mercedes et Chrysler fournissent des informations « secondaires » au sujet de cette opération. Les informations « primaires » sur la fusion seraient celles communiquées directement par les parties à l'opération elles-mêmes.

<sup>20</sup> P. R. Nayyar, *On the Measurement of Corporate Diversification Strategy: Evidence from Large U.S. Firms*, Strategic Management Journal 1992, vol. 13, p. 219

- Quel degré de satisfaction cette étape vous a-t-elle apporté ?

**23.** Il a été demandé aux interlocuteurs de se prononcer sur un projet d'acquisition spécifique (« l'opération »), de préférence intervenu entre le 1<sup>er</sup> janvier 2000 et le 31 décembre 2004<sup>21</sup>, où l'acquéreur et la Cible étaient des sociétés dont les actions ne sont pas cotées, situées soit aux Etats-Unis, soit en France. Ainsi, ont été exclues du champ de cette recherche les opérations transnationales ou les opérations mettant en jeu une Cible dont les actions seraient cotées sur un marché réglementé.

**24.** Enfin et bien entendu, le type d'entreprises visé par ces opérations (notamment du point de vue de l'activité, du chiffre d'affaires, du nombre de salariés) a été soigneusement précisé dans les hypothèses de départ de l'étude. Le type de sociétés examinées a été spécifié dans les hypothèses. Les informations suivantes ont été demandées : le secteur économique (services, industrie, mixte) de l'acquéreur et de la Cible ; le type d'activité, le nombre de salariés, le chiffre d'affaires annuel (avant impôt) de l'acquéreur *après* la transaction ; le chiffre d'affaires (avant impôt) de la Cible *avant* la transaction ; la complexité de la transaction en fonction du nombre de sites d'implantation de la Cible, de produits vendus par la Cible, de marchés nationaux sur lesquels opère la Cible ; le nombre de salariés de l'entité *après* la transaction.

**25.** Dans le cadre de cette étude, une méthode de recherche transsectorielle, basée sur un questionnaire type, a été utilisée afin d'évaluer un modèle exhaustif. Selon Churchill (1999), les études transsectorielles sont les plus connues et constituent le principal outil descriptif lorsque l'on mesure la fréquence de son utilisation par rapport à celle d'autres méthodes. Il s'agit du moyen d'analyse prédominant en matière de recherche économique empirique (*Bowen et Wiersema 1999*).

**26.** Un questionnaire a été développé incluant deux phases de pré-test. Plus de 1.000 répondants en France et aux Etats-Unis ont été contactés par méls<sup>22</sup>. Le questionnaire a été rendu disponible sur Internet<sup>23</sup> et les données ont été récoltées directement sur un

<sup>21</sup> En France comme aux Etats Unis, environ 60% des transactions étudiées ont été effectuées, d'un point de vue juridique, en 2004 : v. graphique en Annexe 1, p 26.

<sup>22</sup> En France, en coopération avec l'Association Française des Juristes d'Entreprise (<http://www.afje.org>) et l'Association des Avocats Conseils d'Entreprises (<http://www.avocats-conseils.org/>).

<sup>23</sup> Le questionnaire est disponible en français et en anglais à l'adresse Internet suivante : <http://fdv.univ-lyon3.fr/fusac/>, et quelques extraits sont reproduits en Annexe 2 p. Annexe 2 : Extraits de la version anglaise du questionnaire<sup>27</sup>.

tableau Excel. Selon la méthodologie adoptée, les facteurs juridiques représentent des variables, *indépendantes* les unes des autres, qui influencent la performance économique post-fusion ou acquisition.

#### IV RESTITUTION ET VALORISATION DES RÉSULTATS

27. Le présent chapitre présente les résultats de la recherche au regard de ses objectifs. Il a paru opportun de restituer ces résultats sous forme de graphiques en radar identifiant. Chaque étape du processus de l'opération est abrégée comme suit :

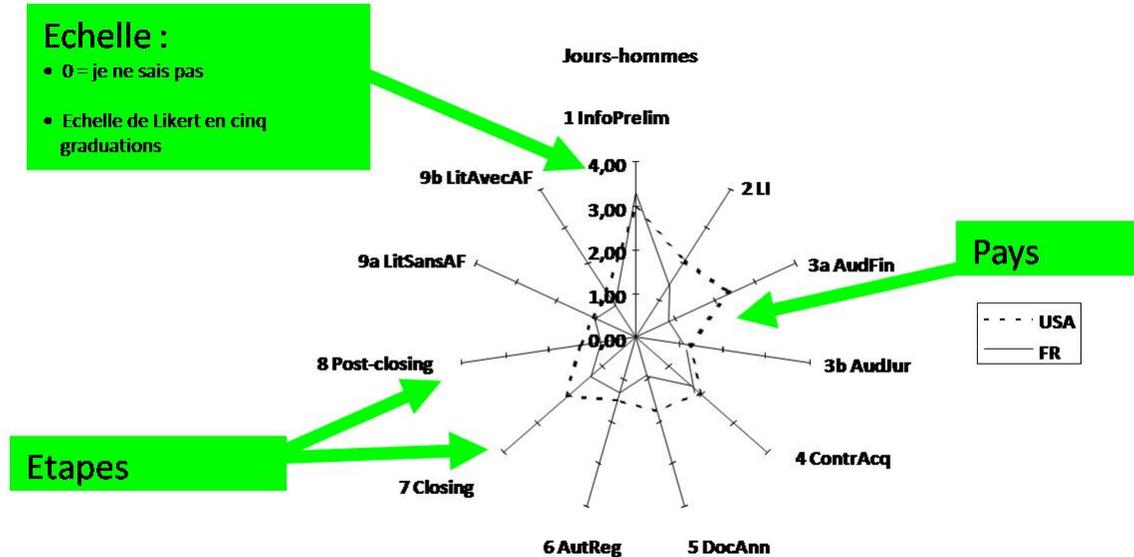
- *InfoPrelim* (phase 1): information préliminaire ;
- *LI* (phase 2) : lettre d'intention ;
- *AudFin* (phase 3a) : audit financier ;
- *AudJur* (phase 3b) : audit juridique ;
- *ContrAcq* (phase 4) : contrat d'acquisition ;
- *DocAnn* (phase 5) : documents annexes ;
- *AutReg* (phase 6) : autorisations réglementaires ;
- *Closing* (phase 7) : réalisation des conditions suspensives ;
- *Post-closing* (phase 8) : phase suivant la réalisation des conditions suspensives ;
- *LitSansAF* (phase 9a) : litiges *sans* assignation formelle ;
- *LitAvecAF* (phase 9b) : litiges *avec* assignation formelle.

28. Comme évoqué plus haut (voir *supra* § 20), les résultats de l'étude ont été gradués sur une échelle de 1 à 5<sup>24</sup>, le chiffre « 1 » signifiant « très insatisfaisant », et le chiffre « 5 » « très satisfaisant ». Par conséquent, un résultat de 5 est excellent lorsqu'il mesure le degré de satisfaction, mais très mauvais lorsqu'il mesure les facteurs « coût » et « temps » (« jours-hommes » et « semaines »). Pour chaque pays, les résultats obtenus ont été transcrits sous forme d'un graphique en radar, la ligne interrompue représentant

<sup>24</sup> Pour une explication plus détaillée des échelles, v. Annexe 6, p. 39.

les résultats obtenus pour les Etats-Unis (-----) et la ligne ininterrompue matérialisant les résultats obtenus pour la France (——). Le graphique affiche les résultats suivants :

Schéma 1 : Comment interpréter les résultats ?

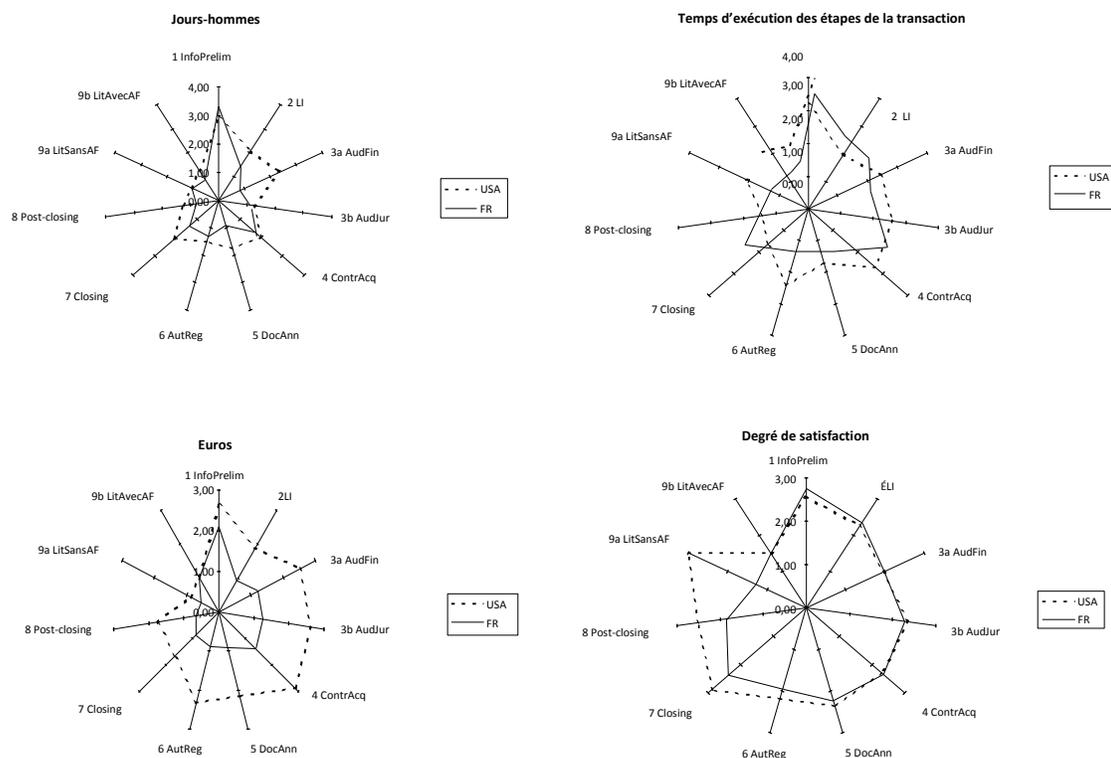


29. les résultats commentés ci-dessous se rapportent d'abord à l'objectif principal de cette étude (A), à savoir l'analyse comparée de l'efficacité des législations applicables en matière de fusions-acquisitions en France et aux Etats-Unis indépendamment de la nature de la transaction. Des résultats plus détaillés, fondés cette fois sur la structure juridique de la transaction (B), renvoient à l'étude comparée de l'attractivité du droit applicable en France et aux Etats-Unis aux opérations de fusions-acquisitions. Une analyse interfactorielle (régression) a enfin été effectuée afin de déterminer l'exactitude des résultats (C).

### A. Principaux résultats

30. L'objectif premier de la recherche résidait dans la comparaison des opérations de fusions-acquisitions indépendamment de leur nature juridique. L'approche comparative dans ces deux pays a conduit aux résultats suivants :

Schéma 2 : Résumé des conclusions de la recherche : jours-hommes, semaines, coût (en euros) et degré de satisfaction



**31.** Les résultats démontrent que, de manière générale, les opérations de fusions-acquisitions sont moins chères en France, où elles requièrent moins de *jours-hommes*. Toutefois, les résultats varient selon les phases considérées. Les fusions-acquisitions en France impliquent moins de *jours-hommes* pour chaque phase, à l'exception de la phase des *litiges sans assignation formelle* (9a), pour laquelle le nombre de jours-hommes est équivalent aux Etats-Unis et en France. En ce qui concerne le facteur *coût*, toutes les étapes des opérations de fusions-acquisitions sont sensiblement moins onéreuses en France, la phase des *litiges avec assignation formelle* (9b) mise à part, dont les coûts se valent dans les deux pays.

**32.** S'agissant du degré de *satisfaction* et des *semaines*, les résultats se révèlent moins uniformes. En effet, le degré de satisfaction lié aux étapes allant de l'échange d'*informations préliminaires* (1) à la rédaction des *documents annexes* (5) est, à quelques détails près, le même en France qu'aux Etats-Unis. Il en va de même concernant la phase des *litiges avec assignation formelle* (9b). Toutefois, le degré de satisfaction est sensiblement plus élevé aux Etats-Unis s'agissant des étapes allant de la phase des *autorisations réglementaires* à la phase des *litiges sans assignation formelle* (6 à 9a). Eu égard aux *délais* (*jours, semaines, mois*), les résultats démontrent qu'aucun des deux pays n'affiche des procédures plus économes en temps que l'autre pour franchir chaque étape.

Aux Etats-Unis, les phases de rédaction des contrats d’acquisition, des documents annexes, et de la réalisation des conditions suspensives/closing (phases 6, 7 et 8) sont plus courtes qu’en France. En revanche, le temps de réalisation de l’échange d’*information préliminaire*, de la rédaction et de la négociation de la *lettre d’intention*, de l’*audit* et des *litiges* (phases 1, 2, 3, et 9) s’avère être moins longue en France.

**33.**En résumé, les conclusions suivantes s’imposent :

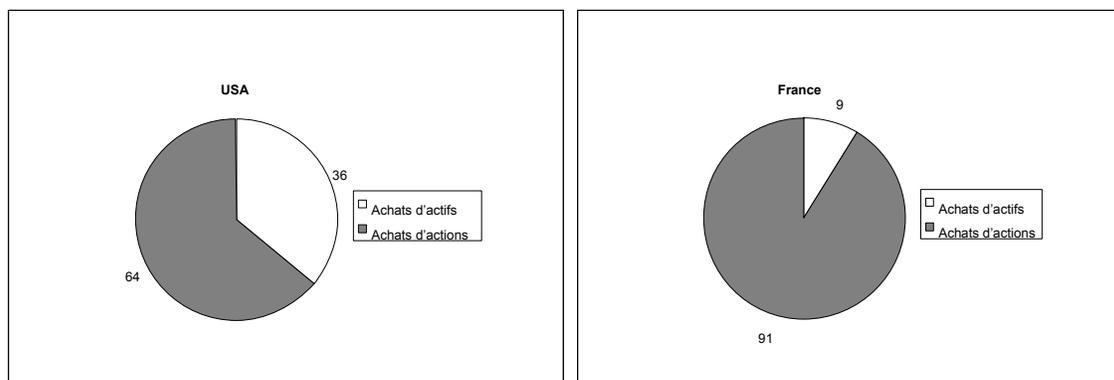
1. Il n’y a pas de divergences notoires quant à l’efficacité des législations relatives aux fusions-acquisitions en France et aux Etats-Unis ;
2. Les opérations de fusions-acquisitions semblent être plus économiques en France, mais ce constat peut dépendre de l’importance de la transaction (voir la régression *infra* § s.).

**34.**Sont détaillés ci-dessous les résultats de l’étude fondés sur la nature juridique de l’opération.

## B. Détail des résultats selon la nature de l’opération

**35.**Les résultats exposés ci-après sont détaillés selon que l’opération prend la forme d’un contrat d’acquisition d’actions (1) ou d’actifs (2). Pour commencer, il est important de relever les divergences induites par le type d’opération utilisé :

Schéma 3 : Nature de l’opération : Contrat d’acquisition d’actifs (« AD ») et Contrat d’acquisition d’actions (« SD ») – (en pourcentage)

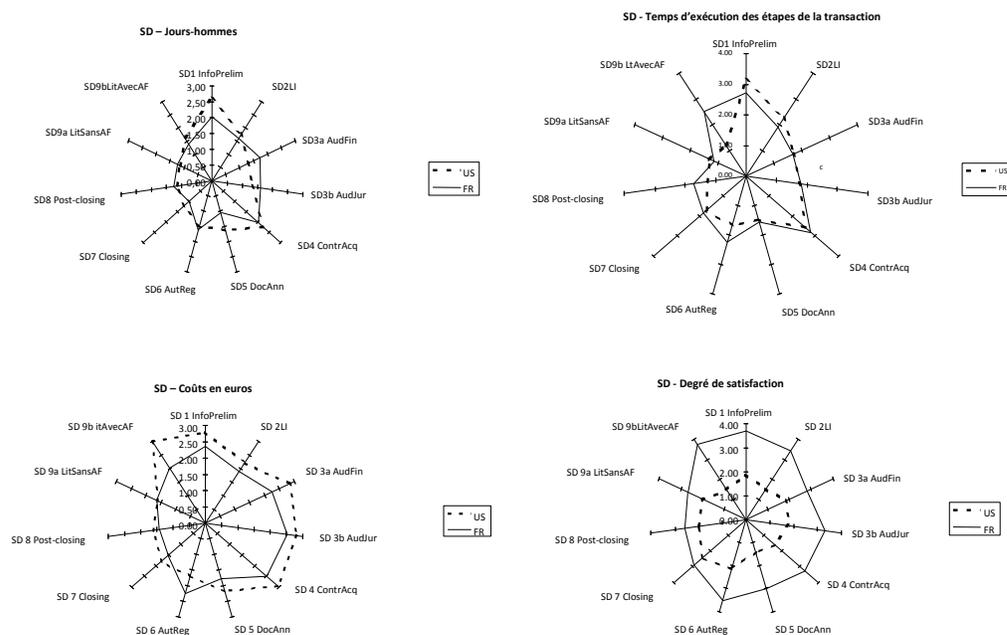


**36.**Dans les deux pays, les transactions prennent majoritairement la forme de contrats d’acquisition d’*actions*. Quant au nombre de contrats d’achats d’*actifs*, il est sensiblement

moins important en France (9%) qu'aux Etats-Unis (36%). Nous nous pencherons donc d'abord sur les contrats d'acquisition d'actions.

## 1. Achats d'actions

Schéma 4 : Présentation des résultats relatifs aux achats d'actions (« SD ») : Jours-hommes, temps d'exécution des étapes de l'opération, coût en euros, degré de satisfaction



37. Lorsque l'on considère les seuls contrats d'acquisition d'actions, les résultats démontrent qu'une telle transaction est en général moins coûteuse en France et que les personnes interrogées affichent un degré de satisfaction largement supérieur en France qu'aux Etats-Unis pour ce type d'opération. Toutefois, s'agissant des jours-hommes et du temps d'exécution des étapes de la transaction, les résultats varient selon les étapes. En France, un contrat d'acquisition d'actions requiert moins de jours-hommes pour l'échange des *informations préliminaires*, la négociation et la rédaction de la *lettre d'intention*, du *contrat d'acquisition* et des *documents annexes* (phases 1, 2, 4, et 5). En revanche, la durée de l'audit (phases 3a et 3b) nécessite moins de jours-hommes aux Etats-Unis. S'agissant des étapes du closing, du post-closing, et des litiges (phases 7 à 9b), le nombre de jours-hommes est le même en France qu'aux Etats-Unis. Concernant la durée de chaque phase, un contrat d'acquisition d'actions conclu en France est plus

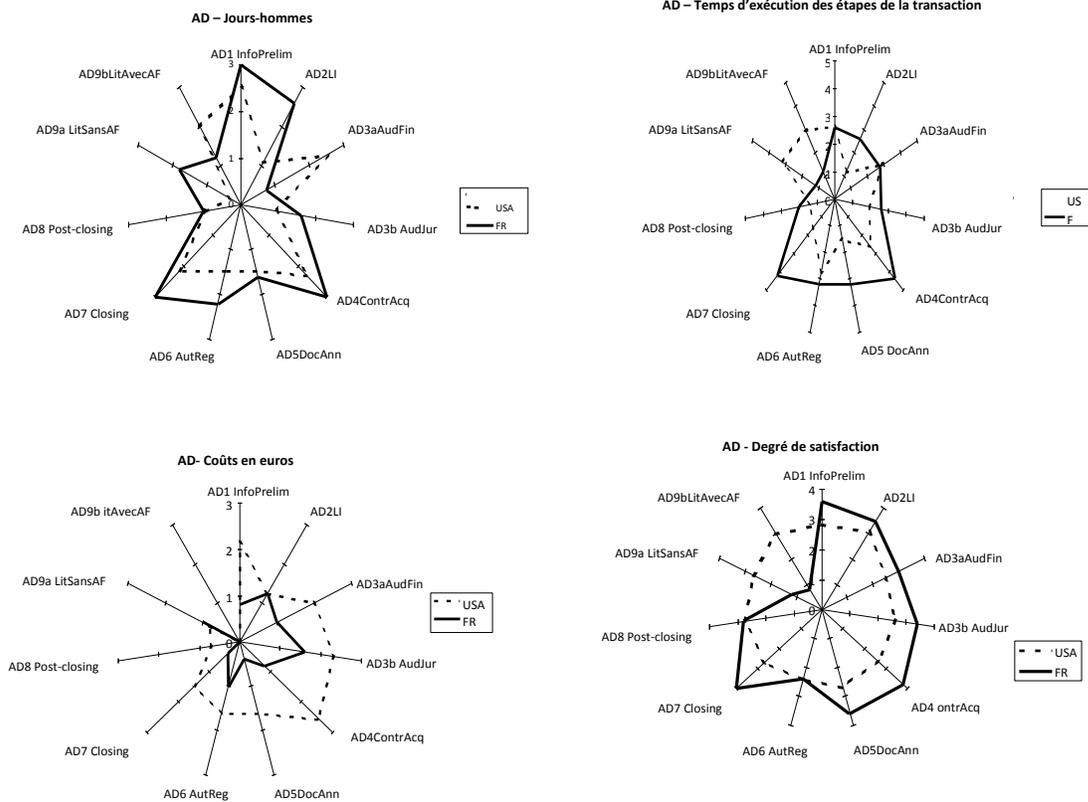
économique en temps au début de la procédure seulement (phases 1, 2, et 3), alors qu'aux Etats-Unis, toutes les phases suivantes sont plus brèves.

**38.** A ce stade s'imposent donc les conclusions suivantes :

1. S'agissant des contrats d'achat d'actions, les résultats ne présentent aucune différence majeure entre les deux pays ;
2. Les contrats d'acquisition d'actions sont en général relativement moins onéreux en France ;
3. Les contrats d'acquisition d'actions sont en général plus satisfaisants en France ;
4. Le temps nécessaire à la conclusion d'une opération d'acquisition d'actions est sensiblement le même en France qu'aux Etats-Unis.

## 2. Achats d'actifs

Schéma 5 : Présentation des résultats relatifs aux achats d'actifs (« AD ») : jours-hommes, temps d'exécution des étapes de la transaction, coût en euros, degré de satisfaction



**39.** Les résultats liés aux achats d'actifs sont particulièrement intéressants car les graphiques ne présentent pas les mêmes ressemblances que dans l'analyse précédente. Un achat d'actifs est moins coûteux en France (ce qui est également vrai pour les achats d'actions), mais il implique davantage de jours-hommes et les étapes d'exécution de la transaction sont plus longues. Un achat d'actifs en France réclame un nombre plus important de jours-hommes pour toutes les phases de l'opération, exception faite de la phase d'*audit financier* (3a) et de celle des *litiges sans assignation formelle* (9b). L'exécution de chaque étape est plus longue en France, sauf pour les litiges (9a et 9b). Alors même que les achats d'actifs en France exigent en général plus de jours-hommes et davantage de temps d'exécution dans leur ensemble, le degré de satisfaction des intéressés y est supérieur, sauf en matière de contentieux (9a et 9b).

**40.**Ces observations mènent tout naturellement aux conclusions suivantes :

1. Les divergences entre les deux pays se creusent (par rapport aux achats d'actions) s'agissant des achats d'actifs ;
2. Les achats d'actifs sont en général moins onéreux en France ;
3. Les achats d'actifs sont en général plus satisfaisants en France ;
4. Néanmoins, les achats d'actifs durent en moyenne plus longtemps en France.

**41.**Il a fallu vérifier l'exactitude des constatations exposées ci-dessus à l'aide d'une analyse interfactorielle afin de déterminer si, par exemple, le délai d'exécution d'une opération dépendait de la nature de la transaction, ou si le coût de l'opération était dépendant de la taille de la Cible.

### **C. Analyse interfactorielle**

**42.**Une analyse interfactorielle a permis de vérifier la véracité des conclusions tirées plus haut. Elle s'est fondée sur le concept de régression, mais aussi sur la mise en perspective de moyennes. En ce qui concerne les facteurs de performance économique, les corrélations suivantes ont été examinées :

1. La corrélation entre le *coût* (variable dépendante) et la *taille de l'entreprise* (variable indépendante) a été vérifiée à l'aide de régression linéaire ;
2. La corrélation entre le degré de *satisfaction* (variable dépendante) et le *coût* de (variable indépendante) a été vérifiée à l'aide de régression linéaire ;
3. La comparaison des *jours-hommes* en fonction de la nature de l'opération a été étudiée à travers la comparaison de moyennes.

**43.**Une régression révèle le lien entre deux variables ou plus. Plus spécifiquement, elle se réfère aux méthodes employées pour dériver une équation qui met en corrélation la variable critère avec une ou plusieurs variables prédictives ; elle examine la distribution de la fréquence de la variable critère, lorsqu'une ou plusieurs variables prédictives sont maintenues à différents niveaux<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Churchill, G.A. 1999 Marketing research: Methodological Foundations. Harcourt : New York.

44. Les résultats<sup>26</sup> démontrent qu'il existe une corrélation positive notable entre le coût de l'opération et la taille de l'entreprise (+0,34/6,64). Cela prouve que le coût de réalisation de l'opération est fonction de la taille de l'entreprise.

45. En outre, il apparaît qu'il n'y a pas de lien significatif entre le degré de satisfaction et le coût de l'opération, le degré de satisfaction ne pouvant par conséquent être considéré comme étant fonction du coût (-0,04/0,66). Ce résultat prouve qu'il ne suffit pas de mesurer le coût de la transaction pour évaluer sa valeur économique, mais que d'autres facteurs doivent également entrer en ligne de compte, notamment le degré de satisfaction. La satisfaction constitue ainsi une dimension essentielle de cette étude.

46. Un autre résultat démontre que l'achat d'actifs (2,9)<sup>27</sup> nécessite plus de jours-hommes qu'un achat d'actions (2,2) dans les deux pays<sup>28</sup>. Ce constat indique que la réalisation d'un achat d'actifs est en tant que telle plus complexe que celle d'un achat d'actions. Elle implique, à titre d'exemple, que soient (i) identifiés les actifs, et (ii) appliquées les règles spécifiques à chaque actif afin de le transmettre séparément, contrairement aux achats d'actions qui, eux, n'exigent pas d'identification des actifs sous-jacents et permettent l'application d'un seul régime juridique uniforme.

## V Conclusion

47. En guise de conclusion, seront proposées quelques pistes de lecture des résultats de la recherche (A) et exposées les limites de ces conclusions (B). Sur ce fondement, une feuille de route sera proposée pour de futures recherches (C).

### A. Possibles explications des résultats de la recherche

48. La présentation des résultats, limités à l'analyse économique du droit régissant les opérations de fusions-acquisitions de sociétés non cotées, démontre que ni le système français, ni le système en vigueur aux Etats-Unis ne semble l'emporter sur l'autre. Cette conclusion est corroborée par la similitude de la configuration des principaux graphiques<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> V. Annexe 7, p. 41 (pour le traitement des données résultant de l'analyse de régression, le logiciel SPSS a été utilisé).

<sup>27</sup> En vertu de l'échelle Likert: 1 = très bas, 5 = très élevé. Pour des détails, v. Annexe 6, p. 39.

<sup>28</sup> V. Annexe 7 (3).

<sup>29</sup> V. *supra* § .

**49.** S'agissant des résultats obtenus en fonction de la nature de l'opération<sup>30</sup>, les deux pays affichent une préférence pour les achats d'actions plutôt que pour les achats d'actifs<sup>31</sup>. Toutefois, les achats d'actifs sont deux fois plus fréquents aux Etats-Unis (36% des transactions) qu'en France (18% des transactions)<sup>32</sup>. La préférence française pour les achats d'actions par rapport aux achats d'actifs peut s'expliquer par la pression fiscale pesant sur cette dernière opération : les achats d'actifs sont en effet assujettis à des droits d'enregistrement s'élevant à 5%, alors que les achats d'actions sont soumis à des droits d'enregistrement de 1,1% seulement, plafonnés à 4.000 euros. Par conséquent, un acquéreur potentiel préférera généralement un achat d'actions pour des raisons fiscales. En revanche, les Etats-Unis pratiquent une fiscalité beaucoup plus faible (quand elle existe) s'agissant des achats d'actifs. Cette observation va dans le sens d'une nécessaire réduction de l'imposition en France en matière d'achats d'actifs afin de laisser aux acquéreurs et aux vendeurs potentiels un libre choix entre les deux types d'opérations, uniquement fondé sur leurs avantages juridiques respectifs.

**50.** Une première recommandation pouvant être déduite de ces divergences fiscales est que le législateur français pourrait entreprendre d'uniformiser la fiscalité applicable aux acquisitions d'actifs et d'actions. Le projet de loi de modernisation de l'économie, dont l'adoption devrait intervenir au cours de l'été 2008, entérine une telle harmonisation en alignant les droits de mutation frappant la cession de la majorité des fonds de commerce (qui constitue l'archétype d'une cession d'actifs) sur ceux frappant les cessions d'actions à un taux standardisé de 3% plafonné à 5.000 euros pour toute cession d'actions et toute cession d'actifs n'excédant pas 200.000 euros<sup>33</sup>. Si toutefois cette disposition réduit les droits d'enregistrement exigibles en matière d'achats d'actifs (de 5% à 3%), elle augmente les droits d'enregistrement dus en matière d'achats d'actions (de 1,1% plafonné à 4.000 euros à 3% plafonnés à 5.000 euros).

**51.** Une autre différence entre les deux pays réside dans le régime fiscal américain plus favorable aux entreprises, fondé sur l'article 338 du Code général des impôts

<sup>30</sup> V. question 15 du questionnaire en Annexe 2.

<sup>31</sup> V. *supra* § .

<sup>32</sup> *Idem*

<sup>33</sup> L'article 15 du Projet de loi de modernisation de l'économie. V. Rev. droit fiscal, n° 19-20, 8 mai 2008, comm. 312, p. 15 ; cf. P. Serlooten, *Observations sur la difficulté de légiférer en matière fiscale, l'exemple des cessions de droits sociaux*, in LIBER AMICORUM CYRILLE DAVID, LGDJ, 2005, p. 53.

américain, en assimilant un achat d’actions à un achat d’actifs, une réévaluation de la base, ainsi que, dans certaines circonstances, l’amortissement partiel du *goodwill*<sup>34</sup>. Par conséquent, la législation américaine permet une réévaluation, non seulement pour les achats d’actifs, mais également pour les achats d’actions<sup>35</sup>. Une telle réévaluation n’est toutefois pas envisageable en France en matière d’achat d’actions.

**52.**En résumé, les Etats-Unis ont entrepris une harmonisation partielle du régime fiscal applicable aux achats d’actions et d’actifs. Cette relative neutralité fiscale est une explication possible au plus grand nombre d’achats d’actifs aux Etats-Unis qu’en France. Toutefois, d’un point de vue *juridique*, la France dispose d’un incontestable avantage en matière d’achats d’actifs, notamment à travers le concept unique de fonds de commerce, lequel simplifie les implications juridiques d’un achat d’actifs pour les acquéreurs et vendeurs potentiels. A ce dernier est également associé un régime fiscal de faveur, limité cependant à *l’apport* de cet actif ; on pourrait aisément imaginer l’extension de ce régime dans le but de promouvoir la *vente* de cet actif.

**53.**Le concept unique de fonds de commerce englobe un ensemble composé des principaux actifs d’une entreprise, corporels et incorporels. Son principal élément constitutif est la clientèle attachée à un ensemble spécifique d’actifs (c’est-à-dire le fonds même où l’activité commerciale est exploitée). En dehors de sa clientèle, le fonds de commerce peut consister en un droit au bail, un ensemble d’équipements, d’outils, de marchandises, etc. Ce concept est utile car il réduit le nombre de normes potentiellement applicables à chaque actif constituant le fonds de commerce à un seul régime juridique, uniformisé.

**54.**Parallèlement à ce régime juridique plus favorable, la France étend la possibilité d’exonérer la plus-value dans les cas où un fonds de commerce – y compris l’ensemble

---

<sup>34</sup> Le *goodwill*, ou survaleur en français, représente la différence positive entre le prix d’achat et la valeur de marché de l’actif et du passif assumés lors de l’acquisition d’une société. Une survaleur est engendrée lorsque la valeur des actifs inscrits au bilan d’une société est supérieure à leur valeur historique, ou lorsque le rapprochement de la société-cible avec l’acquéreur crée une synergie, soit sous forme d’une réduction des dépenses soit/et sous forme d’une augmentation des bénéfices.

<sup>35</sup> En vertu de l’article 338(h)(10), la société-cible reconnaît un bénéfice comme si elle vendait ses actifs à l’acquéreur. Toutefois, il n’y a pas lieu de reconnaître l’existence d’un bénéfice ou d’une perte lorsque les actionnaires de la cible cèdent les actions cotées en bourse de la société-cible à l’acquéreur. Ce dernier acquiert dans ce cas la société-cible avec une assiette fiscale réévaluée, applicable à l’actif de la société-cible.

du passif y étant attaché – fait l’objet d’un apport à une société récemment immatriculée, en contrepartie d’actions<sup>36</sup>. Cette incitation fiscale s’applique en effet aux apports partiels d’actifs, qui représentent l’apport d’une branche complète d’activité. Une branche complète d’activité comprend *l’ensemble des éléments d’actif et de passif d’une division d’une société qui constituent, du point de vue de l’organisation, une exploitation autonome, c’est-à-dire un ensemble capable de fonctionner par ses propres moyens*<sup>37</sup>.

**55.**Le Code général des impôts français exonère les contribuables de certaines conséquences onéreuses de telles cessions : les plus-values réalisées lors d’un apport partiel d’actif sont exonérées d’impôts lorsque certaines conditions sont réunies<sup>38</sup>. En outre, l’évaluation de l’apport est réalisée sur la base de sa valeur réelle (et non comptable) lorsqu’il est suivi de la vente des actions reçues en contrepartie à un tiers acquéreur. Cependant, ce régime favorable s’applique uniquement aux actifs ayant fait l’objet d’un *apport* à une société en contrepartie d’actions, et ne s’applique donc pas à une *cession* d’actifs (et du passif) pour un prix payable en argent.

**56.**Pour cette raison, les praticiens français ont pris l’habitude de conseiller à leurs clients d’apporter un fonds de commerce à une société récemment immatriculée, et de vendre les actions reçues en contrepartie, afin de réduire les droits d’enregistrement non plafonnés de 5% (vente d’un fonds de commerce) à 4.000 euros plafonnés, frappant les ventes d’actions. Toutefois, la Cour de cassation a récemment qualifié d’abus de droit cette pratique consistant en (i) l’apport d’un fonds de commerce à une société récemment immatriculée et contrôlée par le cédant, (ii) suivi de la revente immédiate des actions de la société par le vendeur à l’acquéreur avec pour but exclusif de réduire les droits d’enregistrement<sup>39</sup>. Autrement dit, l’apport partiel d’actif ne constitue pas une procédure régulière pour obtenir des liquidités à travers une cession d’actifs, mais seulement un moyen de faire un apport à une société en contrepartie d’actions<sup>40</sup>. Il est par conséquent

<sup>36</sup> Les avantages *juridiques* restent applicables et permettent la transmission directe, non seulement de l’ensemble de l’actif, mais également de l’ensemble du passif (transmission universelle de patrimoine) sans devoir appliquer un régime de transmission spécifique à chaque catégorie d’actif ou de passif.

<sup>37</sup> CGI, art. 210 B.

<sup>38</sup> En particulier, engagement de la société bénéficiaire de calculer les plus-values, quand elle cédera les biens apportés, d’après leur valeur d’origine et non d’après leur valeur d’apport.

<sup>39</sup> Cass. com. 20 mars 2007, *SAS Distribution Casino France*.

<sup>40</sup> Cela explique pourquoi l’exonération des plus-values n’est possible qu’à la condition d’un engagement de la société apporteuse de conserver pendant au moins trois ans les titres reçus en échange.

envisageable de proposer une extension du régime de l'apport partiel d'actif aux *ventes* d'actifs. Un tel aménagement rendrait certainement la France plus compétitive en matière d'opérations de fusions-acquisitions.

57. Dans ce cadre, une deuxième recommandation adressée au législateur consisterait à étendre les mécanismes juridiques et fiscaux régissant l'apport d'actif et de passif décrits ci-dessus, afin d'y inclure la *vente* d'actifs. Ainsi, les achats d'actifs seraient soumis au même régime que les achats d'actions, non seulement d'un point de vue juridique, mais aussi d'un point de vue fiscal (droits d'enregistrement et plus-values).

58. Cette synthèse finale incline à penser que, si les conclusions des rapports *Doing Business* ne sont pas dénuées d'objectivité, l'impact économique, dans le domaine particulier des opérations de fusion ou d'acquisition, de l'application d'un droit issu d'un système de Code civil plutôt que d'un droit issu d'un système de *common law* est au fond relatif. En effet, les opérations de fusions-acquisitions sont conduites selon des procédures standardisées, et suivant des pratiques contractuelles largement communes aux deux systèmes : s'il subsiste certainement quelques différences entre les deux pays, en raison notamment de règles impératives, elles demeurent à la marge, y compris dans leur impact économique.

## **B. Limites inhérentes à la présente recherche**

59. Tous les facteurs déterminants et toutes les dimensions pouvant affecter l'efficacité économique d'une opération de fusion ou d'acquisition, comme par exemple l'aspect financier et comptable, ou le comportement organisationnel, n'ont pas été pris en compte. En outre, cette étude n'a pas saisi toutes les corrélations pouvant exister entre les différentes variables. Elle s'est limitée à certaines sociétés, deux pays, et un échantillon spécifique d'informateurs. Les limitations générales propres aux méthodes statistiques et à la conception même de l'enquête (par exemple les questions posées pour certaines variables) peuvent enfin constituer autant de limites supplémentaires à cette étude.

## **C. Futurs axes de recherche**

60. De nouveaux modèles présentant une approche plus interdisciplinaire pourraient être développés et évalués. En outre, des modèles innovants comportant un degré de

complexité supérieur (interdépendance des différents facteurs) pourraient voir le jour et être testés. Une recherche ultérieure pourrait examiner davantage les différences entre achat d'actifs et achat d'actions dans chaque pays. Une étude d'impact en fonction de chaque branche d'industrie mériterait également d'être considérée à l'aide d'une analyse intersectorielle. Aussi est-il envisageable de renouveler cette étude dans d'autres pays. Enfin, d'autres chercheurs sont encouragés à reproduire la présente analyse dans le même contexte, afin de confirmer la solidité de nos conclusions.

## **Annexes**

Annexe 1 : Année de l'opération (en %).....

Annexe 2 : Extraits de la version française du questionnaire.....

Annexe 3 : Compétences du répondant : sa fonction.....

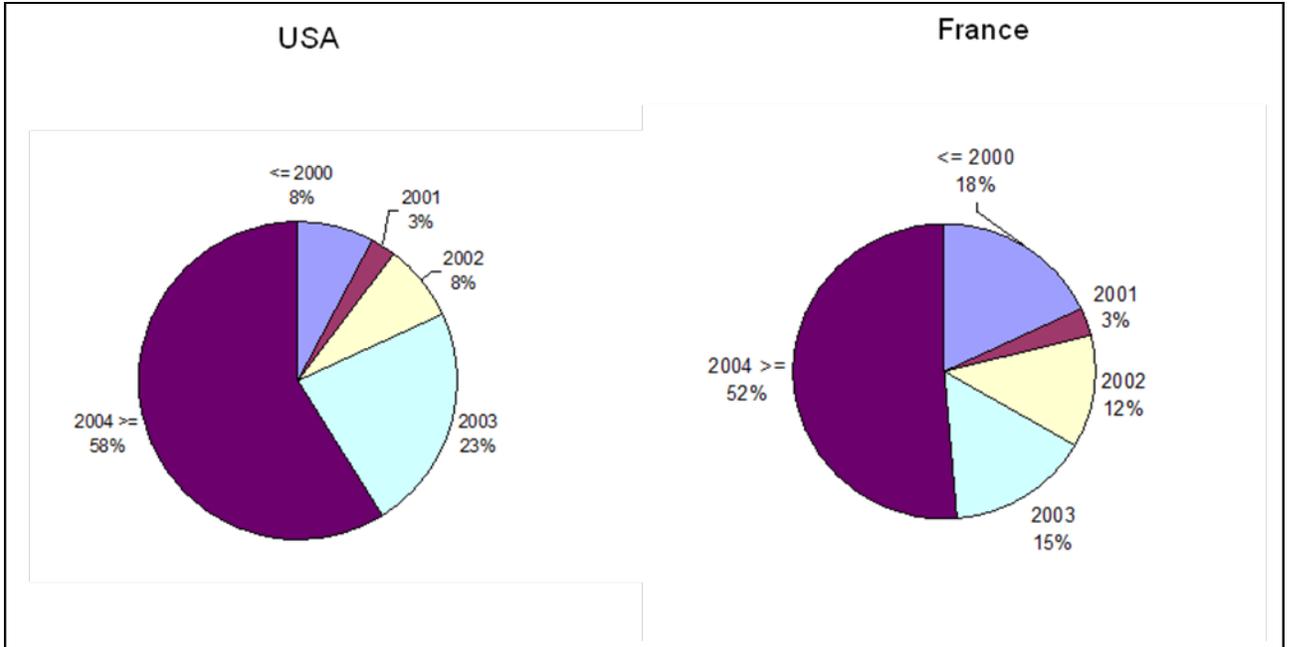
Annexe 4 : Compétences du répondant : années d'expérience.....

Annexe 5 : Compétences du répondant : implication.....

Annexe 6 : Explication des barèmes.....

Annexe 7 : Analyse interfactorielle.....

**Annexe 1 : Année de l'opération (en %)**



## Annexe 2 : Extraits de la version anglaise du questionnaire

### Annexe: Questionnaire

Source : <http://fdv.univ-lyon3.fr/fusac/>

#### The Differentiated Approach to Contracts in Merger or Acquisition Operations

This study is designed to produce a better understanding of how the execution of an M&A transaction is impacted by the legal context. Completing the survey should not take more than 10-15 minutes.

**ALL INFORMATION WILL BE MAINTAINED AS STRICTLY CONFIDENTIAL.**

Start the questionnaire



12.11.2007

#### Conditions:

Please answer this questionnaire with reference to:

- a specific acquisition project (the "Deal") that occurred preferably between Jan. 1, 2000 and Dec. 31, 2004, and
  - a Deal where both the acquirer and the target company are located in the United States.
- Do not consider a transnational Deal, or a Deal where the target company is listed on a stock exchange.

Please indicate the year when the Deal was legally completed:  
2000 or before / 2001 / 2002 / 2003 / 2004 or after

2 - Please indicate the turnover of the acquirer company in euros (turnover before tax) after the Deal:  
≤ 50 million / ≤ 100 million / ≤ 200 million / ≤ 500 million / > 500 million

3 - Please indicate the turnover of the target company in euros (turnover before tax) before the Deal:  
≤ 50 million / ≤ 100 million / ≤ 200 million / ≤ 500 million / > 500 million

4 - Please indicate the economic sector (services, industry, or both) in which the acquirer company operates:  
services / industry / mixed

5 - Please indicate more specifically the type of activity of the acquirer company:

6 - Please indicate the economic sector (services, industry, or both) in which the target company operates:  
services / industry / mixed

7 - Please indicate more specifically the type of activity of the target company:

8 - Please, based on your own judgment, assess the complexity of the Deal:  
Very complex / Complex / Average / Simple / Very simple / Don't know

12.11.2007

**Step 1 Preliminary Information:**

The purpose of these questions is to estimate the preliminary phase of the Deal, starting from the first informal contacts with target (but also, and not limited to, instructing consultants, establishing initial contacts with business bank, identifying constraints such as time table, etc...) up to the signing of the confidentiality agreement (included).

16 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

17 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

18 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

19 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

20 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / dissatisfaction:

21 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

9 - To help us to assess the complexity of the Deal in a comparative manner, please indicate the number of sites of the target company:  
≤ 1 / ≤ 4 / ≤ 8 / ≤ 12 / > 12 / Don't know

10 - To help us to assess the complexity of the Deal in a comparative manner, please indicate the number of type of products sold by the target company:  
≤ 1 / ≤ 4 / ≤ 8 / ≤ 12 / > 12 / Don't know

11 - To help us to assess the complexity of the Deal in a comparative manner, please indicate the number of national markets in which the target company operates:  
≤ 1 / ≤ 4 / ≤ 8 / ≤ 12 / > 12 / Don't know

12 - Please indicate the number of employees of the combined company after the Deal:  
≤ 10 / ≤ 25 / ≤ 50 / ≤ 100 / > 100

13 - Please indicate the number of Deals you (the Informant) have been involved in your professional career:  
≤ 2 / ≤ 5 / ≤ 10 / ≤ 25 / > 25

14 - Please indicate the number of people (internal and external) who work on the Deal:  
≤ 2 / ≤ 5 / ≤ 10 / ≤ 25 / > 25

**Questions:**

**Step 0 Deal structure:**

The purpose of this question is to identify the type of M&A transaction you have been involved into.

- 15 - What is the type of M&A transaction you have in mind in answering this questionnaire?
- Your company acquired or sold a majority interest (>50%) of the shares of a business ("Share Deal")
  - Your company acquired or sold a business in an asset deal ("Asset Deal")
  - Your company absorbed through merger a target company ("Merger Deal")

12.11.2007

9 - To help us to assess the complexity of the Deal in a comparative manner, please indicate the number of sites of the target company:  
≤ 1 / ≤ 4 / ≤ 8 / ≤ 12 / > 12 / Don't know

10 - To help us to assess the complexity of the Deal in a comparative manner, please indicate the number of type of products sold by the target company:  
≤ 1 / ≤ 4 / ≤ 8 / ≤ 12 / > 12 / Don't know

11 - To help us to assess the complexity of the Deal in a comparative manner, please indicate the number of national markets in which the target company operates:  
≤ 1 / ≤ 4 / ≤ 8 / ≤ 12 / > 12 / Don't know

12 - Please indicate the number of employees of the combined company after the Deal:  
≤ 10 / ≤ 25 / ≤ 50 / ≤ 100 / > 100

13 - Please indicate the number of Deals you (the Informant) have been involved in your professional career:  
≤ 2 / ≤ 5 / ≤ 10 / ≤ 25 / > 25

14 - Please indicate the number of people (internal and external) who work on the Deal:  
≤ 2 / ≤ 5 / ≤ 10 / ≤ 25 / > 25

**Questions:**

**Step 0 Deal structure:**

**The purpose of this question is to identify the type of M&A transaction you have been involved into.**

- 15 - What is the type of M&A transaction you have in mind in answering this questionnaire?
- Your company acquired or sold a majority interest (>50%) of the shares of a business ("Share Deal")
  - Your company acquired or sold a business in an asset deal ("Asset Deal")
  - Your company absorbed through merger a target company ("Merger Deal")

12.11.2007

**Step 2 Phase Surrounding the Letter of Intent:**

**The purpose of these questions is to estimate the phase surrounding the letter of intent, starting from the signing of the confidentiality agreement (but also, and not limited to, discussion on the planning of external communication, first legal implications, Deal structure proposal) and ending with the signing of the letter of intent (included).**

22 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

23 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

24 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

25 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

26 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
27 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 3 Due Diligence:**

**The purpose of these questions is to estimate the phase starting from the sending of the due diligence request list (including the audit-investigating process, the data room) to the signing of the asset purchase agreement (excluded). Below are distinguished the financial and the legal steps of the due diligence process.**

**Sub-Step 3-1 Financial Due Diligence:**

**The purpose of this first set of questions is to estimate the financial due diligence process only, such as accounting verifications, financial audit, balance sheet and profit and loss account checking, etc.**

28 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

29 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

30 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

31 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

32 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
33 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Sub-Step 3-2 Legal Due Diligence:**

**The purpose of this second set of questions is to estimate the legal due diligence process only, such as reviewing contracts, evaluating litigations, assessing environmental issues, etc.**

34 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 30 / ≤ 60 / ≤ 120 / ≤ 180 / > 180 / Don't know

35 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 2 / ≤ 8 / ≤ 16 / ≤ 24 / > 24 / Don't know

36 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

37 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

38 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
39 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 4 Asset Purchase Agreement:**

**The purpose of these questions is to estimate the phase starting from the negotiation of the asset purchase agreement (including, and not limited to, discussing over the drafts, the time table for execution, consulting the work council, if necessary) to the signing of the asset purchase agreement (included).**

40 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

41 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

42 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

43 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

44 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
45 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 5 Ancillary Documents:**

**The purpose of these questions is to estimate the phase starting from the negotiation of the ancillary documents (such as escrow agreement, shareholders agreement, minutes of shareholders meeting, financing contracts, labor contracts, license contracts, etc...) to the signing of these ancillary documents (included).**

46 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

47 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

48 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

49 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

50 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
51 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 6 Regulatory Approvals:**

**The purpose of these questions is to estimate the process of obtaining various regulatory approvals necessary to complete the transaction (competition authority approval, other regulatory approvals, etc...).**

52 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

53 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

54 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

55 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

56 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
57 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 7 Closing:**

**The purpose of these questions is to estimate the phase starting from the week preceding the closing date to the closing date itself, where proof of ownership or other documents are delivered, and payment transferred.**

58 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

59 - What is your estimate of time to complete this step (days)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 4 / > 4 / Don't know

60 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

61 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

62 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
63 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 8 Post-Closing:**

**The purpose of these questions is to estimate the post-closing phase, after the closing date: typically, this is - for instance - where price adjustment occurs, indemnification requests are made, earn-out follow-up is carried out. However disputes must not be considered in this step, as step 9 is specifically dedicated to disputes assessments.**

64 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 10 / ≤ 20 / ≤ 30 / ≤ 50 / > 50 / Don't know

65 - What is your estimate of time to complete this step (weeks)?  
≤ 1 / ≤ 2 / ≤ 3 / ≤ 5 / > 5 / Don't know

66 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

67 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

68 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
69 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Step 9 Disputes:**

The purpose of these questions is to estimate if disputes occurred after the Deal. Below are distinguished disputes without any formal summons before a court or an arbitration tribunal, and disputes with such formal litigation.

**Sub-Step 9-1 Disputes without formal litigation:**

The purpose of this first set of questions is to estimate if disputes, without any formal summons before a court or an arbitration tribunal, occurred.

70 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 30 / ≤ 60 / ≤ 120 / ≤ 180 / > 180 / Don't know

71 - What is your estimate of time to complete this step (months)?  
≤ 6 / ≤ 12 / ≤ 24 / ≤ 48 / > 48 / Don't know

72 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

73 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

74 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
75 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**Sub-Step 9-2 Disputes with formal litigation:**

The purpose of this second set of questions is to estimate if disputes arising after formal summons before a court or an arbitration tribunal, occurred.

76 - What is your estimate of working days to complete this step (Person-Days)?  
≤ 30 / ≤ 60 / ≤ 120 / ≤ 180 / > 180 / Don't know

77 - What is your estimate of time to complete this step (months)?  
≤ 6 / ≤ 12 / ≤ 24 / ≤ 48 / > 48 / Don't know

78 - Your estimation of cost to complete this step nowadays (euros)?  
≤ 10.000 / ≤ 20.000 / ≤ 30.000 / ≤ 100.000 / > 100.000 / Don't know

79 - How satisfactory was this step for you?  
Very satisfactory / Satisfactory / Average / Unsatisfactory / Totally unsatisfactory / Don't know

80 - Please, explain the reason for this level of satisfaction / unsatisfaction:  
81 - Do you have any specific comments on this step?

12.11.2007

**SECTION IV: Personal information (confidential, for classification purpose only)**

82 - What is your current position?

Attorney (partner) / Attorney (associate) / C Level: CEO / C Level: COO / C Level: CFO / C Level: General Counsel / Head / responsible for M&A / Management / Other

83 - If you are in the above category "other," please specify your current position and your level of responsibility:

84 - How long have you worked for this company (years)?

1-5 / 6-10 / 11-15 / 16 or more

85 - How involved are you in M&A activities?

Not at all / A bit / Average / Much / Very much

86 - How clear was this questionnaire?

Not at all / A bit / Average / Much / Very much

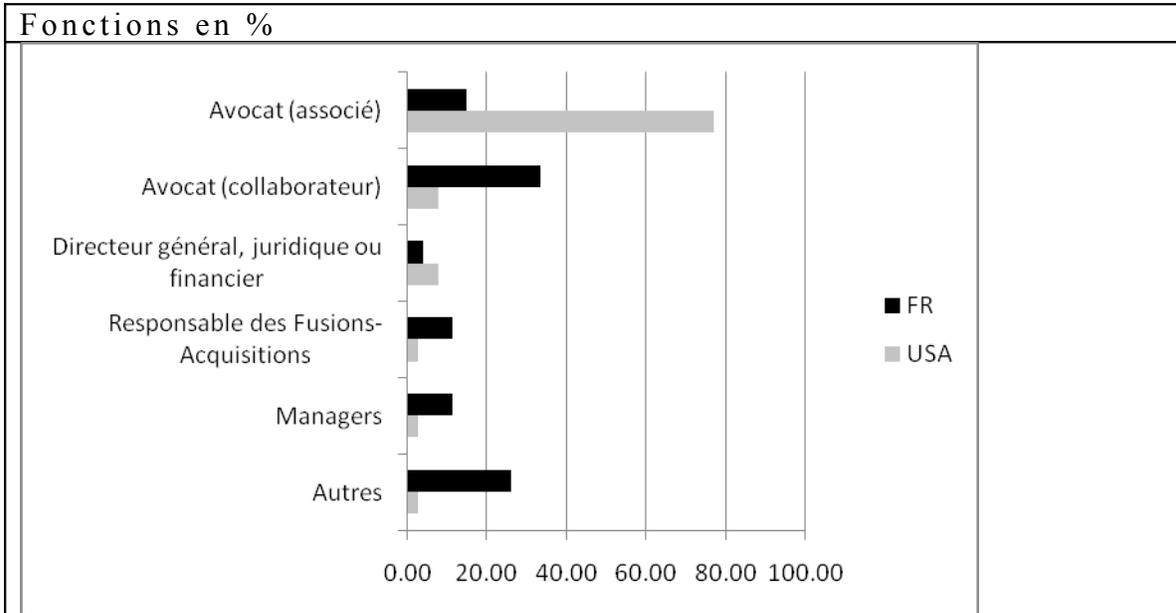
87 - Thanks a lot for your contribution! If you are interested in a summary of the findings, check this box.

88 - Would you like to add any additional comments?

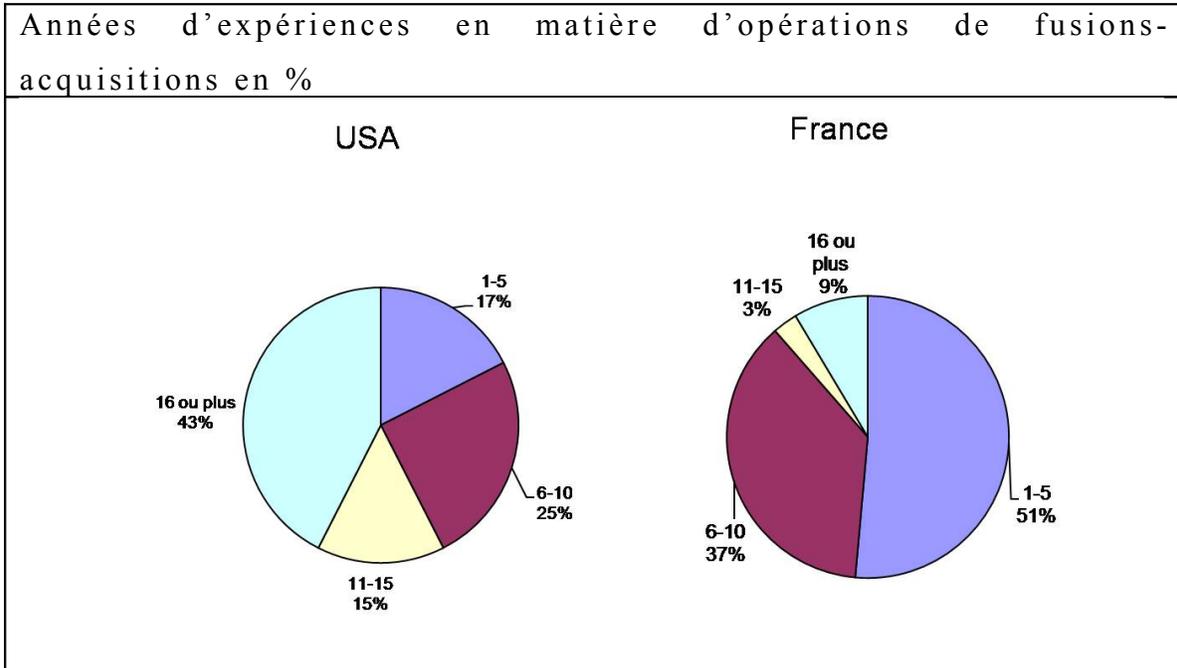
89 - Would you like to inform us about your email address?

12.11.2007

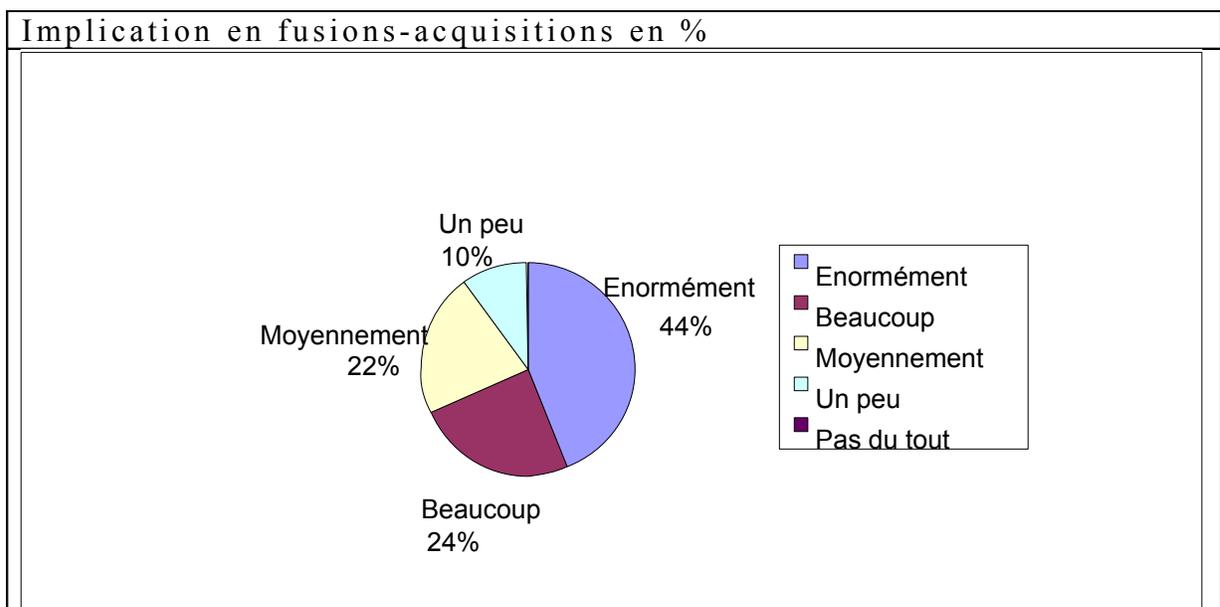
**Annexe 3 : Compétences du répondant : sa fonction**



**Annexe 4 : Compétences du répondant : années d'expérience**



**Annexe 5 : Compétences du répondant : implication**



## Annexe 6 : Explication des barèmes

Euros & Satisfaction	
<u>Euros:</u>	<u>Degré de satisfaction:</u>
0 = ne sais pas	0 = ne sais pas
1 = <= 10.000 €	1 = complètement insatisfaits
2 = <= 20.000 €	2 = insatisfaits
3 = <= 30.000 €	3 = moyennement satisfaits
4 = <= 100.000 €	4 = satisfaits
5 = > 100.000 €	5 = très satisfaits

Jours-hommes						
<b>Echelle : Jours-hommes</b>						
Etapas	0	1	2	3	4	5
	ne sais pas	←	←	←	←	>
1 <i>InfoPrelim</i> : information préliminaire	ne sais pas	10	20	30	50	50
2 <i>LI</i> : lettre d'intention	ne sais pas	10	20	30	50	50
3a <i>AudFin</i> : audit financier	ne sais pas	10	20	30	50	50
3b <i>AudJur</i> : audit juridique	ne sais pas	30	60	120	180	180
4 <i>ContrAcq</i> : contrat d'acquisition	ne sais pas	10	20	30	50	50
5 <i>DocAnn</i> : documents annexes	ne sais pas	10	20	30	50	50
6 <i>AutReg</i> : autorisations réglementaires	ne sais pas	10	20	30	50	50
7 <i>Closing</i> : réalisation des conditions suspensives	ne sais pas	1	2	3	5	5
<i>Post-closing</i> : phase suivant la réalisation des conditions suspensives	ne sais pas	10	20	30	50	50
8	ne sais pas	10	20	30	50	50
9a <i>LitSansAF</i> : litiges <i>sans</i> assignation formelle	ne sais pas	30	60	120	180	180
9b <i>LitAvecAF</i> : litiges <i>avec</i> assignation formelle	ne sais pas	30	60	120	180	180

Temps d'exécution des étapes de l'opération						
<b>Echelle : Temps d'exécution des étapes de l'opération</b>						
Etapes	0	1	2	3	4	5
	←	←	←	←	←	>
1 <i>InfoPrelim</i> : information préliminaire	ne sais pas	1	2	3	5	5
2 <i>LI</i> : lettre d'intention	ne sais pas	1	2	3	5	5
3a <i>AudFin</i> : audit financier	ne sais pas	1	2	3	5	5
3b <i>AudJur</i> : audit juridique	ne sais pas	2	8	16	24	24
4 <i>ContrAcq</i> : contrat d'acquisition	ne sais pas	1	2	3	5	5
5 <i>DocAnn</i> : documents annexes	ne sais pas	1	2	3	5	5
6 <i>AutReg</i> : autorisations réglementaires	ne sais pas	1	2	3	5	5
7 <i>Closing</i> : réalisation des conditions suspensives	ne sais pas	1	2	3	4	4
<i>Post-closing</i> : phase suivant la réalisation des conditions suspensives	ne sais pas	1	2	3	5	5
8	ne sais pas	1	2	3	5	5
9a <i>LitSansAF</i> : litiges <i>sans</i> assignation formelle	ne sais pas	6	12	24	48	48
9b <i>LitAvecAF</i> : litiges <i>avec</i> assignation formelle	ne sais pas	6	12	24	48	48

**Annexe 7 : Analyse interfactorielle****7 (1-a) Analyse de régression des cessions d'actions : facteurs « coût » et « satisfaction »**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3.862	.144		26.858	.000
SD_1_preliminary_nfo_4_Your_estimation_of_cost_to_complete	-.027	.042	-.049	-.657	.512

a. Dependent Variable: SD\_1\_preliminary\_nfo\_5\_How\_satisfactory\_was\_this\_step\_for\_

**7 (1-b) Analyse de régression des cessions d'actifs : facteurs « coût » et « satisfaction »**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3.537	.152		23.329	.000
AD_1_Preliminary_nfo_4_Your_estimation_of_cost_to_complete	.058	.050	.109	1.165	.246

a. Dependent Variable: AD\_1\_Preliminary\_nfo\_5\_How\_satisfactory\_was\_this\_step\_for\_

**7 (2) Analyse de régression : facteurs « coût » et « taille de l'entreprise »**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2.271	.137		16.549	.000
Company_size	.002	.000	.343	6.638	.000

a. Dependent Variable: Cost

7 (3) Comparaison des jours-hommes : cession d'actifs (gauche) et cession d'actions (droite)

