



ARTICLE

ANALYSE COMPARATIVE DES TERMINATION FEES / BREAK-UP FEES DANS LES OPÉRATIONS DE M&A EN FRANCE ET AUX USA



Corporate - M&A Droit boursier – Marchés de capitaux | 08/01/26 | Jérôme Brosset

La récente bataille boursière opposant Netflix et Paramount Skydance visant à s'emparer de Warner Bros Discovery (WBD) est intéressante à plus d'un titre, et pas seulement par l'ampleur stratosphérique des montants en jeu.

Elle permet aussi de s'attarder sur un des aspects cruciaux de l'accord (*Agreement and Plan of Merger*) conclu entre Netflix et WBD le 4 décembre 2025 : les *termination fees* pouvant être dus par l'une ou l'autre des parties en cas d'échec du rapprochement.

Cette pratique est courante aux USA mais l'est encore beaucoup moins en France. Une brève analyse comparative s'impose.

Présentation générale du mécanisme des break-up fees

Pour rappel, les *termination fees* (aussi définis de manière générique « *break-up fees* ») sont des stipulations contractuelles fixant à l'avance et forfaitairement les conséquences des actes d'un cocontractant le conduisant à ne pas réaliser l'opération envisagée ou à ne pas exécuter l'obligation contractée. Elles servent notamment à compenser les coûts engagés par le candidat acquéreur (frais d'audit, honoraires de conseils,...) dans l'hypothèse de l'échec du projet de rapprochement et à dissuader les comportements opportunistes de la cible objet de l'offre ou d'éventuels concurrents qui pourraient venir s'interposer. Ces clauses sont aussi structurées de manière à indemniser l'une ou l'autre des parties dans le cas d'un risque de rejet du projet par les autorités réglementaires ou concurrentielles.

Dans les opérations de grande taille, la négociation autour ces clauses devient un instrument de répartition du risque et un signal stratégique adressé au marché dans le cas d'opérations impliquant des sociétés cotées.

On distingue principalement :

- Break-up fee : indemnité due par la cible (*target termination fee*) ou par le vendeur lorsqu'elle ou il décide de ne pas conclure l'opération, ou lorsqu'une offre concurrente supérieure (« *superior proposal* ») est préférée;
- Reverse break-up fee : indemnité due par l'acquéreur s'il est à l'origine de l'échec (défaut de financement, non obtention des autorisations réglementaires, vote négatif des actionnaires ; non volonté de poursuivre l'opération sans motif valable).

Pratique des break-up fees aux USA

Aux Etats Unis la pratique des *termination fees* est ancienne et fortement structurée. Les juridictions du Delaware en particulier encadrent ces dispositifs à travers l'examen du respect des *fiduciary duties* des administrateurs, notamment le devoir de maximiser la valeur pour les actionnaires.

C'est une pratique courante dans les LBO et les « large-cap private deals ». Pour ce qui concerne les opérations visant des sociétés cotées, la pratique est également relativement usuelle (et les obligations de communication et de transparence au marché permettent évidemment d'en connaître la structuration et les montants).

Ainsi, dans le cas du projet de rapprochement entre Netflix et WBD, le mécanisme bilatéral de *termination fees* est structuré comme suit :

- a) Break up fee de Netflix vers WBD



Si l'accord n'est finalement pas réalisé pour des raisons externes ou spécifiques (notamment, blocage de l'opération par les autorités de la concurrence), Netflix serait tenue de verser un break-up fee de 5,8 milliards de dollars à WBD.

Ce montant représente une fraction significative de la valeur du deal (environ 8 % de la valeur d'offre de WBD, soit bien supérieur aux moyennes observées dans d'autres transactions de taille similaire). Il démonte que Netflix s'est engagée à porter le risque réglementaire (« *regulatory hell or high water commitment* »)

b) Break up fee de WBD vers Netflix

L'accord prévoit également un *termination fee*, qui serait payable par WBD à Netflix (2,8 milliards de dollars) dans les cas suivants:

- Rejet de l'accord par WBD malgré un vote favorable des actionnaires ;
- Acceptation par WBD d'une offre concurrente supérieure (par exemple de Paramount ou d'un autre acquéreur) alors qu'un engagement ferme avait été pris envers Netflix.

Au-delà du cas Netflix/ WBD, la pratique américaine montre que les opérations publiques comportent en moyenne des break-up fees de l'ordre de 2,5 à 3% de la valeur de l'opération[1] tandis que les *reverse break up fees* peuvent atteindre 4 à 7% de la valeur de la cible, en particulier lorsque le risque antitrust est élevé[2].

Ces montants sont tels qu'évidemment le conseil d'administration de la société concernée ne doit accepter de les consentir qu'après analyse de leur conformité à l'intérêt social. Leur existence et leur montant doivent également être pris en compte avec attention dans le cadre de l'analyse de l'intérêt potentiel d'une offre concurrente. A cet égard, on note qu'au titre des arguments avancés par le conseil d'administration de WBD pour rejeter l'offre concurrente de Paramount Skydance et refuser qu'elle soit considérée comme « superior proposal » deux éléments relatifs à l'existence des *termination fees* ont été mis en avant par WBD : (i) en cas d'échec de l'opération pour de raisons anti-trust Netflix « *has agreed to a record-setting termination fee of (5,8 billion USD, significantly higher than Paramount 5 billion USD break up fee* » et (ii) le fait qu'en cas d'acceptation de l'offre de Paramount, WBD devrait payer une indemnité de 2,8 milliards USD à Netflix que Paramount ne s'était pas proposée de compenser à WBD [3].

Pratique des break-up fees en France

En France, les break-up fees sont moins systématiques que sur le marché américain[4]. Ils sont minoritaires mais observables dans une proportion significative d'opérations privées[5] (de façon plus répandue dans les opérations « mid-to-large cap » impliquant des processus d'enchères avec investisseurs anglo-saxons ou fonds de private equity[6] ou avec une forte exposition au risque réglementaire ou concurrentiel que pour les opérations small-cap où l'on retrouve plutôt des mécanismes classiques d'exclusivité ou de remboursement de frais). Elles s'insèrent dans le cadre juridique de la rupture de pourparlers, structuré notamment par l'arrêt Manoukian qui limite l'indemnisation à la réparation de coûts exposés et exclut la perte de chance de conclure.

La question centrale en droit français est la qualification juridique du *break-up fee*.

Le juge a été amené à préciser cette qualification dans le cadre de l'analyse d'un engagement d'apport à une offre publique[7]. L'indemnité convenue a été analysé non comme une clause pénale, faute de caractère comminatoire et en l'absence d'exécution fautive de la part de leur débiteur, mais comme une clause de dédit (Cour d'appel de Versailles du 21 décembre 2006 (SA ACCOR Casinos / Der Kriorian).

La distinction est importante.

- Clause pénale : le juge peut en réduire ou en augmenter le montant s'il est manifestement excessif ou dérisoire (article 12315 code civil) ;
- Clause de dédit/ indemnité d'immobilisation : elle rémunère la faculté de ne pas conclure (droit de repentir) et échappe en principe à ce contrôle, sous réserve de requalification.

Le *break-up fee* doit donc être structuré de manière proportionné et conforme à l'intérêt social et constitue une contrepartie à l'immobilisation /à l'exclusivité et non une sanction d'une inexécution fautive et exprimer clairement qu'il rémunère une faculté de se retirer. Il n'a pas pour objet de « punir » la rupture mas d'organiser la répartition des coûts de la négociation. Un *break-up fee* mal construit peut être requalifié en clause pénale s'il apparaît comme visant à sanctionner une faute plutôt que la contrepartie d'un droit.



En pratique, au-delà de la question centrale de leur conformité à l'intérêt social, plusieurs spécificités viennent limiter l'usage des *break-up fees* en France :

- En matière de droit social : si ce *breakup fee* est contenu dans un engagement d'exclusivité ou une *put option letter* engageant le vendeur et le candidat cessionnaire, son montant ne doit pas être excessif au risque qu'il soit considéré comme empêchant le vendeur de ne pas conclure l'opération ce qui pourrait être considéré comme un délit d'entrave au sens du code du travail si le CSE de la cible ne s'est pas encore prononcé sur le projet d'opération. Le *breakup fee* ne doit donc dans ce cas être fixé à un niveau tel qu'il assimile l'engagement préparatoire à une cession ferme.
- En matière de droit boursier : concernant les sociétés cotées faisant l'objet d'une offre publique, l'AMF n'interdit pas les *breakup fees*, mais veille à ce qu'ils ne créent pas un effet dissuasif excessif sur de potentielles offres concurrentes.

Dans le cas d'un *break-up fee* à la charge d'une société cotée cible prévu dans le cadre d'un accord de rapprochement avec l'initiateur du projet d'offre ou d'un *break-up fee* à la charge d'actionnaires de la cible prévu dans le cadre d'engagements d'apports, le montant doit être fixé à un niveau tel qu'il n'empêche pas le dépôt d'une offre concurrente (principe du libre jeu des offres, article 231-3 du règlement général de l'AMF). Une offre concurrente ne pouvant être déclarée conforme qu'en cas de relèvement minimal du prix de l'offre initiale de 2%, ce seuil est généralement admis comme étant le niveau maximal d'indemnité permis pour une société cible.

Concernant des indemnités devant éventuellement être dues par la société cible, la pratique offre plusieurs exemples[8], même si de façon générale leur occurrence reste limitée. L'AMF doit évidemment les prendre en compte dans le cadre de son analyse de la conformité du projet d'offre publique. Il n'existe pas, à ce jour, de décision de conformité « de principe » de l'AMF commentant ou encadrant expressément une clause de *break-up fee* dans une offre publique. On note cependant, que dans le cadre de l'offre CapGemini visant Altran de 2019, l'AMF a pris soin dans sa décision de conformité[9] de relever « l'existence d'une indemnité de rupture (« *break-up fee* ») due par la société visée à l'initiateur en cas notamment d'un avis favorable sur une offre concurrente, d'un montant de 75 millions d'euros (...) qu'elle représente 2% de la valeur des fonds propres de la cible au prix de l'offre publique, et qu'ainsi elle ne fait pas obstacle au libre jeu des offres et de leurs surenchères visé aux articles 231-3 et 232-7 du règlement général »

Ces indemnités peuvent aussi être prévues dans le cadre d'engagements d'apport à une offre publique. Ces engagements, qui doivent être révocables en cas de dépôt d'une offre concurrente peuvent en effet être couplés avec l'obligation de paiement d'une indemnité en cas de non-apport. Là encore le montant doit être proportionné et raisonnable, étant précisé que dans le cas d'engagements portant sur des niveaux de participations n'empêchant pas en pratique le succès d'une offre concurrente, il semble que l'AMF ne pose pas de difficulté à ce que le pourcentage d'indemnité soit plus élevé (cf affaire Accor Casinos de 2006).

[1] Pour un exemple, cf le Merger Agreement LVMH/Tiffany prévoyant que Tiffany pouvait, sous certaines conditions, préférer une offre supérieure contre paiement d'un *termination fee* de 575 millions USD (valeur de l'opération de l'ordre de 16 milliards USD)

[2] D'autres mega deals présentant un risque réglementaire élevé font également ressortir des niveaux de *reverse break-up fee* élevé. Par exemple, (i) 6,6% de la valeur de l'opération dans le cas du projet de fusion entre Broadcom et Qualcomm de 2018, (ii) près de 10% (4,2 milliards de dollars) dans le cadre du projet de rachat en 2011 de T-Mobile USA par ATT, ATT ayant finalement dû payer cette indemnité à la suite du blocage de l'opération par le Department of Justice), (iii) *antitrust reverse break-up fee* de 3,5 milliards, soit environ 5% de la valeur de l'opération pour l'opération Microsoft/ Activision Blizzard de 2023, (iv) dans le cadre de le l'opération Disney/21st Century Fox, *antitrust reverse break-up fee* de 2,5 milliards USD (environ 3% de la valeur de la cible) couplé avec un *break-up fee* classique de 1,52 milliards USD si Fox abandonnait l'offre de Disney au profit d'une offre concurrente, (v) *termination fee* de 3,2 milliards de dollars, soit 10% de valeur de l'opération pour le projet d'acquisition par Alphabet de Wiz annoncé en mars 2025.

[3] Communiqué de WBD du 17 décembre 2025

[4] En Europe de façon générale, la pratique est également beaucoup moins établie qu'aux USA. Au Royaume-Uni, le Takeover Panel a certainement adopté une des positions les plus restrictives. Depuis 2011 il est interdit à une société cible cotée de prendre des mesures susceptibles de frustrer une offre publique, ce qui inclut, toute action créant un coût ou une pénalité susceptible de décourager un acquéreur potentiel, et ce sauf accord expressément donné par le



Panel dans des circonstances exceptionnelles (accord visant uniquement à rembourser des coûts raisonnables et justifiés ; accord ne réduisant pas la capacité du conseil de la cible à recommander une offre concurrente (Rules 21.1 et 1.2 du Takeover Panel)).

[5] Cf, par exemple dans le cadre du projet de rapprochement entre BPCE et Generali de leurs filiales de de gestion d'actifs il était initialement prévu des break-up fees bilatéraux de 50 millions d'euros (cf. communiqué de presse de Generali du 25 septembre 2025).

[6] . Les opérations mid-market françaises impliquant uniquement des sociétés non cotées donnent rarement lieu à une publicité détaillée des clauses contractuelles.

[7] Dans le cadre de l'offre publique de Accor Casinos visant la Compagnie Européenne des Casinos (CEP), un actionnaire qui détenait environ 17% du capital de la cible s'était engagé à apporter sa participation à Accor Casinos, cet engagement étant révoquant en cas d'offre concurrente avec obligation de paiement d'une indemnité à Accor Casinos en cas d'apport à l'offre concurrente.

[8] A titre d'exemples, on peut relever : OPA de Worldline sur Ingenico (2020) prévoyant notamment une indemnité de 100 millions d'euros due par Ingenico en cas de recommandation d'une offre concurrente ou de non délivrance d'un avis motivé favorable sur l'offre (valeur de la transaction de l'ordre de 7,8 milliards d'euros) ; OPE de Nokia visant Alcatel (2015) prévoyant notamment une indemnité de 300 millions d'euros due par Alcatel en cas d'acceptation d'une offre alternative (valorisation de l'opération d'environ 15,6 milliards Eur) et indemnité de 400 millions d'euros en cas de résiliation résultant de la non-autorisation réglementaires ou antitrust ; OPE de Holcim visant Lafarge (2014) ; OPA de Green Mobility visant Europcar (2021).

[9] Décision de conformité AMF du 14 octobre 2019.
