

Fusion transfrontalière de sociétés cotées : quand l'Europe des entreprises devient une réalité

La naissance d'un nouvel acteur dans le domaine du traitement des cancers dits «orphelins», Onxeo, est le résultat de la première fusion transfrontalière de sociétés cotées soumise à la directive de 2005 sur les fusions transfrontalières. Cette opération démontre que l'Europe est bel et bien une réalité dans le monde des regroupements d'entreprises, favorisant les rapprochements et la mobilité des sociétés du continent.

Onxeo résulte de la fusion par voie d'absorption de la société danoise Topotarget par la société française BioAlliance Pharma. Onxeo est désormais cotée à la fois à Paris sur le marché Euronext (comme l'était BioAlliance Pharma

La complexité de ce type d'opérations ne doit pas être négligée : les règles nationales viennent compléter les règles européennes et il faut naturellement tenir compte des règles nationales du droit des sociétés, du droit boursier, du droit de la concurrence, du droit social et de la fiscalité.

avant la fusion) ainsi que sur le Nasdaq OMX de Copenhague (tout comme Topotarget avant la fusion). Les deux sociétés ont ainsi rassemblé leurs 16 000 actionnaires (soit environ 8 000 de chaque côté) au sein d'une seule et même entité combinée, pour former un leader dans le domaine de la biotechnologie. Cette opération, à notre connaissance la première fusion transfrontalière de sociétés cotées soumise à la directive de 2005 sur les fusions transfrontalières, démontre que l'Europe est bel et bien une réalité dans le monde des regroupements d'entreprises, favorisant les rapprochements et la mobilité des sociétés du continent.

Certes, la complexité de ce type d'opérations ne doit pas être négligée : les règles nationales viennent compléter les règles européennes et il faut naturellement tenir compte des règles nationales du droit des sociétés, du droit bour-



Par Jean Nicolas Soret, associé,



et Fabien Pouchot, avocat, collaborateur senior, Altana

sier, du droit de la concurrence, du droit social et de la fiscalité.

Pour autant, la fusion transfrontalière doit sans aucun doute être ajoutée à la boîte à outils permettant la création de champions européens. Elle s'inscrit dans la logique de la libre circulation des capitaux, puisque le transfert du siège social d'un pays à l'autre est rendu possible sans qu'un vote unanime des actionnaires ne soit requis.

1. La fusion, une alternative efficace aux offres publiques

La fusion transfrontalière permet d'atteindre certains objectifs que les opérations classiques de droit boursier sont bien souvent incapables de remplir.

Une OPA ou une OPE, par exemple, ne permettront quasiment jamais d'acquérir 100 % du capital et des droits de vote de la cible. A l'inverse et par définition, la fusion aura pour conséquence l'absorption totale de la société cible par la société absorbante.

La fusion constitue donc une véritable combinaison avec maintien d'une seule entité juridique, tandis qu'une offre publique a pour conséquence, si elle est un succès, la prise de contrôle de la cible par l'initiateur, avec maintien de la cible en tant que filiale de l'initiateur.

En outre, dans un schéma d'offre publique, la cible devenue filiale devra comme sa mère rester cotée, sauf à ce que le seuil de l'offre publique de retrait avec retrait obligatoire soit atteint (ce qui suppose en droit français la détention d'au moins 95 % du capital et des droits de vote de la cible), ce qui est rarement gagné d'avance, notam-

ment lorsque l'actionnariat flottant est important. Il est vrai que la fusion requiert un vote favorable de l'assemblée générale des actionnaires de chacune des deux sociétés parties à l'opération, statuant l'une et l'autre à la majorité qualifiée requise pour les assemblées extraordinaires. Mais en pratique, le soutien des principaux actionnaires des entités fusionnantes au travers notam-

Le vote des actionnaires est favorisé par un ensemble de règles strictes destinées à protéger leurs intérêts. Les travaux de valorisation des sociétés sont ainsi validés par un ou plusieurs commissaires à la fusion indépendants. Par ailleurs, s'agissant de sociétés cotées, l'information du public est assurée au travers d'un prospectus, qui contient des informations normées et très détaillées.

ment d'un engagement de vote en faveur de la fusion, assorti d'une information du public, constitue un facteur important de la réalisation et de la réussite de la fusion.

Les conseils d'administration des deux sociétés devront s'assurer lors de la préparation de l'opération, que les termes et conditions proposés à leurs actionnaires respectifs sont équilibrés. Dès lors que le «prix» proposé dans une fusion n'est autre qu'un rapport de valeur entre l'une et l'autre sociétés (au travers de la parité d'échange), un équilibre naturel doit donc être trouvé pour qu'aucun des deux groupes d'actionnaires ne se sente lésé.

Le vote des actionnaires est en tout état de cause favorisé par un ensemble de règles strictes destinées à protéger leurs inté-

rêts. Les travaux de valorisation des sociétés sont ainsi validés par un ou plusieurs commissaires à la fusion indépendants. Par ailleurs, s'agissant de sociétés cotées, l'information du public est assurée au travers d'un prospectus (appelé en France «Document E»), qui contient des informations normées et très détaillées, et en particulier des comptes pro forma de l'entité combinée, qui font l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes.

En outre, la possibilité d'organiser une double cotation de l'entité fusionnée, à Paris et sur la place d'origine de la société absorbée, est évidemment un argument supplémentaire permettant de rassurer les actionnaires quant à la liquidité de leurs titres.

En termes de communication, la fusion présente l'avantage indéniable d'être le résultat d'une décision commune et mûrement réfléchie, qui aura pour effet la création d'une entité combinée. Alors qu'à l'inverse, l'offre publique sera communément perçue comme la conséquence d'une décision unilatérale destinée à acquérir une «cible».

2. Une opération à préparer soigneusement

Dans l'hypothèse d'une fusion transfrontalière, l'établissement du prospectus est particulièrement délicat, puisqu'il convient de respecter les dispositions de la «directive prospectus», les règles définies par le règle-

ment général de l'AMF et son instruction 2005-11, mais également les normes équivalentes applicables dans le pays de l'autre société concernée, dès lors qu'elle est également cotée.

Naturellement, la question de la langue de rédaction des documents est cruciale. Si l'anglais est la langue de travail usuelle, le prospectus doit être traduit en français afin de pouvoir être enregistré par l'AMF. C'est également la version française qui donne lieu à la procédure du passeport, permettant d'«exporter» ce même document dans un autre pays européen. Pour autant, le prospectus n'est acceptable par les autorités de l'autre Etat que s'il est rédigé soit dans la langue locale soit, comme cela a été le cas au Danemark, s'il est rédigé dans une langue dite usuelle en matière financière, c'est-à-dire en anglais.

Le traité de fusion, établi en amont de l'opération et définissant les principaux termes et conditions de l'opération, doit également être rédigé en plusieurs langues. Ainsi pour l'opération Onxeo, il a fait l'objet d'une version de base en anglais, avant d'être traduit en français et en danois, comme requis par les réglementations nationales.

3. Un travail de valorisation particulier pour les sociétés cotées

Il va de soi que les travaux de valorisation sont fondamentaux pour convaincre les actionnaires de part et d'autre du bien-fondé et de l'équilibre de l'opération. S'agissant de sociétés cotées, les cours de bourse et les comparables boursiers peuvent servir d'indicateurs, parmi les diverses méthodes de valorisation préconisées par l'AMF.

La variabilité naturelle des cours de bourse et la volatilité de certains cours peuvent toutefois rendre les évaluations faites à un instant T obsolètes en T + 1. En effet, le calendrier d'une opération de fusion, strictement encadré par la loi, est tel qu'une variation du cours de l'une ou de l'autre des sociétés peut nécessiter un ajustement de la parité d'échange prédéfinie.

4. Un possible impact «cash» à ne pas négliger

La fusion permet en principe de «payer en papier», en rémunérant les actionnaires de la société absorbée avec des actions nouvelles émises par la société absorbante. Il n'y a donc en principe pas d'«acquisition» à proprement parler, et donc pas de paiement en numéraire.

Pour autant et comme la directive fusions de 2005 en a ouvert la possibilité aux Etats membres, certaines réglementations nationales permettent aux actionnaires qui seraient défavorables à la fusion de ne pas y participer et d'obtenir le remboursement de leurs actions en numéraire.

Il existe donc un risque pour l'entité combinée de devoir désintéresser les minoritaires en numéraire. Pour autant, les conditions pour pouvoir bénéficier d'un tel remboursement sont en général beaucoup plus restrictives que dans le cas d'une offre publique de retrait. A tel point que dans le cas d'Onxeo, aucun des 8 000 actionnaires de

Topotarget n'a demandé un tel remboursement. L'impact «cash» de ce type de procédure doit toutefois être pris en compte, afin de s'assurer que l'entité combinée sera en toute hypothèse en mesure de satisfaire à cette obligation.

5. Le risque d'une surenchère

Au chapitre des inconvénients, on citera les délais de réalisation de la fusion, longs par nature et imposés par les textes en vigueur : en particulier, s'agissant de sociétés cotées, le règlement général de l'AMF prévoit un délai minimum de deux mois entre la date du dépôt du projet de Document E et la date de son enregistrement. De même, lorsqu'il faudra constituer un «groupe spécial de négociation» pour déterminer les modalités sociales de la participation des salariés aux organes de direction de l'entité combinée, soumettre l'opération aux autorités de contrôle des concentrations,

ou obtenir des rescrits fiscaux, les délais de réalisation pourront s'en trouver allongés.

Il faut donc compter plusieurs mois entre l'annonce de l'opération et sa réalisation effective. Or, les conditions de la fusion, et notamment la parité de fusion, doivent être annoncées dès la signature du traité de fusion, soit très en amont. Ce qui, dans l'hypothèse de sociétés cotées, laisse un certain temps aux compétiteurs pour préparer des offres concurrentes et déposer un projet d'offre publique sur la cible, à un prix plus élevé.

En conclusion, l'opération Onxeo démontre que ce type d'opération est non seulement possible mais qu'il constitue une réelle alternative à des schémas d'acquisition plus classiques, tout en répondant à l'objectif premier : former des acteurs européens de premier plan dans une perspective de création de valeur pour leurs actionnaires. ■