



RAPPROCHEMENTS TRANSFRONTALIERS DE SOCIÉTÉS COTÉES EN EUROPE : LE CRITÈRE DE CHOIX DU MARCHÉ DE RÉFÉRENCE

BERTRAND CARADET
JÉRÔME HERBET*

Manifestation tangible de la construction européenne et, plus généralement, du phénomène de mondialisation, les opérations de rapprochement, par voie de fusion notamment, d'entreprises européennes cotées se sont multipliées au cours des derniers mois et il est permis de penser que, dans un certain nombre de secteurs économiques, ce type d'opération est appelé à se développer. A titre d'exemple d'opérations récentes, on peut citer la naissance d'Aventis, née du rapprochement entre Rhône-Poulenc et Hoechst, ou encore celle d'Altadis, issue de la fusion entre la Seita et Tabacalera.

Le rapprochement d'entreprises ayant leur siège social dans différents Etats membres de l'Union européenne, communément qualifié de fusion transfrontalière, traduction fidèle du concept anglo-saxon de *cross-border merger*, alimente depuis longtemps la réflexion et le débat des juristes, tant en France qu'ailleurs en Europe¹. Les fusions transfrontalières européennes illustrent en effet assez bien les paradoxes et difficultés de la construction matérielle de l'Union, puisqu'elles s'inscrivent dans le prolongement direct du traité de Rome. Mais force est de constater que, quarante ans plus tard, leur réalité juridique n'est pas affirmée².

Quoiqu'il en soit, et en dépit d'une harmonisation juridique imparfaite, les opérations de rapprochement d'entreprises européennes ont lieu et entraînent pour conséquence, lorsqu'elles impliquent des sociétés cotées, la migration du marché de référence de chacune des entités vers un nouveau marché de référence, celui de l'entité nouvelle.

L'objet du présent article est, au moyen d'exemples concrets, d'esquisser les contours d'une réflexion autour du critère du marché de référence, comme critère accessoire lors de la création de la nouvelle

* Respectivement Associé et Avocat à la Cour, Winston & Strawn, Paris

structure juridique d'accueil des entités fusionnées (fusion par création d'une société nouvelle) ou lors de la détermination de l'entité « survivante » (fusion par voie d'absorption).

En effet, l'absence d'uniformisation réelle au sein de l'Europe, que ce soit en matière sociale, fiscale ou encore sociétaire, conduit généralement à une réflexion stratégique d'importance à l'heure du choix des modalités du rapprochement, réflexion au sein de laquelle le critère du futur marché de référence ne devrait pas être absent.

Enfin, nous tenterons d'examiner en quoi le choix de Paris comme Place boursière de référence peut être pertinent, et les défis d'un tel choix.

*IMPERFECTION DU CADRE JURIDIQUE EUROPÉEN
ET DÉTERMINATION EMPIRIQUE DE LA NATIONALITÉ
DE L'ENTITÉ RÉSULTANT D'UNE FUSION
TRANSFRONTALIÈRE*

Rapide aperçu du cadre européen

Les fusions transfrontalières entre sociétés, au sein de l'Union européenne, sont inscrites depuis plus de quarante ans dans le cadre juridique européen fondateur. Ainsi, l'article 220 du Traité de Rome du 25 mars 1957 prévoit que « Les Etats membres engageront entre eux, en tant que de besoin, des négociations en vue d'assurer, en faveur de leurs ressortissants [...] la possibilité de fusion de sociétés relevant de législations nationales différentes ».

Si certains éléments d'harmonisation ont bel et bien été mis en œuvre, notamment sous l'angle du droit des sociétés par l'effet de la troisième directive n° 78/855/CEE (JOCE n° L 295, 20 oct. 1978)³, ou encore dans le domaine de la fiscalité applicable aux opérations de fusion⁴ impliquant des sociétés relevant de législations différentes au sein de l'Union européenne, il convient de souligner qu'à ce jour, le projet de dixième directive qui aurait pour effet de reconnaître dans chacun des Etats membres, les fusions transfrontalières n'a pas été adopté, pas plus d'ailleurs que n'a abouti le projet de société européenne.

S'ils sont différents, ces deux projets n'en sont pas moins liés, dès lors que la société européenne peut être constituée par voie de fusion entre deux ou plusieurs sociétés ayant leur siège dans différents pays de l'Union européenne.

En réalité, la lenteur observée sur ces deux projets connexes résulte en grande partie, non pas tant de la volonté de chaque Etat membre de voir la société européenne façonnée à l'image de son modèle national de société par actions, mais bien plutôt des débats non aboutis liés à la question de la représentation des salariés. A ce dernier titre, le modèle de

société avec participation obligatoire des salariés et représentation paritaire ou quasi paritaire de ces derniers dans les grandes entreprises défendu par l'Allemagne s'oppose à un modèle de société dans lequel ce type de représentation et de participation seraient absents, soutenu par le Royaume-Uni⁵.

Les critères traditionnels de choix

Ainsi qu'on l'a vu, en l'absence de société européenne, les fusions transfrontalières aboutissent à un exercice de réflexion et de choix : choix de l'entité absorbante ou de l'entité nouvelle d'accueil, qui déterminera non seulement la forme, mais aussi les modalités juridiques du transfert du patrimoine de « l'absorbée » vers « l'absorbante », le régime fiscal et social futur de l'entité ainsi constituée, mais aussi, lorsqu'il s'agit de sociétés cotées, choix du futur marché de référence des titres de l'entité subsistante.

Dans le cadre du présent article, on s'essayera à démontrer que ce dernier choix, à l'heure des réflexions stratégiques, n'est pas innocent. En effet, la société résultant d'une fusion transfrontalière est généralement cotée sur les marchés de référence des sociétés ayant fusionné. Mais alors que les anciennes structures concentraient leur liquidité sur leur marché domestique, la question se pose de savoir sur quel marché de référence se fera la négociation des titres de la société résultant de la fusion.

Lorsqu'elles impliquent des sociétés cotées, les opérations de fusions transfrontalières doivent en effet être envisagées dans tous leurs aspects opérationnels, mais aussi sous l'angle de la particularité que constitue la cotation. Or, l'importance stratégique, financière, et en termes de communication de la cotation, ne doit pas souffrir des opérations de rapprochement, d'où l'importance de la réflexion sur le futur marché directeur des titres de la société absorbante ou nouvelle, c'est-à-dire du marché sur lequel se concentreront les opérations et, partant, la liquidité du titre.

A l'heure de cette réflexion et du choix qu'elle implique, un ensemble de paramètres devront être pris en compte.

Or, quand bien même l'Union européenne offre un socle d'harmonisation indiscutable à de nombreux égards, les spécificités propres à chaque Etat membre n'en rendent pas moins nécessaire l'étude de la situation particulière des actionnaires de chacune des entités vouées à fusionner. Il en est ainsi, en particulier, de la situation fiscale des actionnaires de chacune des entités, au moment de la fusion elle-même comme pour l'avenir. Par exemple, dans le cas d'une fusion entre une société allemande et une société française, la situation des actionnaires allemands d'une entité de droit français devra être comparée avec celle des actionnaires

français d'une entité allemande. Si les premiers peuvent facilement récupérer l'avoir fiscal, il n'en va pas de même pour les seconds.

Parallèlement, d'autres paramètres plus objectifs devront également être pris en compte, sur la base d'une comparaison des différents marchés financiers en présence, mais aussi, pourquoi pas, des réglementations nationales applicables en matière d'information et de transparence du marché ou encore d'égalité entre actionnaires.

Dans ce dernier cadre, l'imparfaite harmonisation européenne (un socle commun des règles applicables aux offres publiques n'est, par exemple, pas encore d'actualité⁶, tandis qu'il en existe un pour ce qui concerne les documents d'information) conduit à réaliser une étude du mieux-disant. La comparaison objective des différentes places financières européennes devrait alors, alliée aux autres paramètres, entrer dans les critères à retenir pour la structure générale de l'opération.

Les principaux éléments d'une telle comparaison ont d'ailleurs récemment fait l'objet d'une étude réalisée notamment pour les marchés français, allemand, anglais, italien et espagnol (cf. G. Bernheim et V. de Beaufort, « Technical comparison of the main European and American stock exchanges », Groupe Constantin-La Tribune, 1999). Dans cette étude, non seulement les structures réglementaires sont mises en lumière, entre autres, mais également les obligations d'information à la charge des émetteurs, le rôle des intermédiaires, les conditions d'admission aux différents marchés et les coûts induits par une cotation sur l'un des marchés nationaux.

L'importance du marché de référence, comme réalité des opérations de fusion transfrontalières entre sociétés européennes, ressort parfaitement des exemples récents que constituent la création d'Aventis, Dexia, Amadeus ou encore Altadis.

LE MARCHÉ DE RÉFÉRENCE : UNE RÉALITÉ PRAGMATIQUE

Quelques exemples

Si l'on cherche à vérifier l'importance du marché de référence dans les récentes opérations de rapprochement entre sociétés européennes, l'un des exemples les plus significatifs peut être fourni par Aventis, issue de la fusion entre Rhône-Poulenc et Hoechst en fin d'année 1999.

Si l'action Aventis demeure cotée sur les marchés qui accueillent précédemment Rhône-Poulenc et Hoechst, c'est-à-dire Paris et Francfort, l'observation de l'activité du titre Aventis sur chacune de ces places est éloquent. Ainsi, du 10 janvier au 11 février 2000, on observe que sur la base du volume hebdomadaire d'actions Aventis négociées, 83,92 à 88,77 % du volume des actions Aventis négociées est réalisé à Paris.

Le marché parisien est donc bien celui qui concentre la liquidité sur le



titre Aventis, Francfort ne conservant qu'une faible part des transactions (par exemple, 1 022 à Francfort dans la semaine du 31 janvier au 4 février 2000, contre 12 917 à Paris). Sur cette même période, l'écart moyen constaté ressortit à 0,10 pour Paris contre 0,17 pour Francfort⁷.

S'agissant d'Altadis, société de droit espagnol issue du rapprochement entre le français Seita et l'espagnol Tabacalera, la cotation à Paris du titre ne fait pas obstacle à ce que le marché de référence de l'action Altadis soit sans conteste Madrid. Du 10 janvier au 11 février 2000, la « part de marché » de la Bourse de Madrid, évaluée en volume hebdomadaire de titres Altadis échangés, s'est établie entre 88,8 et 95,01 %⁸.

Il demeure, néanmoins, des exemples moins évidents où la répartition des volumes entre places de cotation semble à peu près équilibrée. Il en va ainsi de Dexia, société belge, pour laquelle les volumes sont sensiblement identiques à Paris et Bruxelles.

Le marché de référence, marché de la liquidité, est également susceptible de conditionner l'intégration du titre de la société absorbante ou nouvelle dans un indice de référence, à l'image d'Aventis et de Dexia qui font partie, à Paris, de l'indice CAC 40.

Hormis pour Dexia, qui conserve une bonne liquidité à Paris, on observe que le marché de référence ou directeur est le plus souvent celui du pays du siège de la société absorbante ou de la société nouvelle, même si rien ne s'oppose juridiquement à ce que le marché directeur soit déconnecté de la nationalité de l'émetteur. Ainsi que le souligne récemment un auteur⁹, la cotation de sociétés étrangères sur la Place de Paris n'est pas nouvelle et le compartiment des sociétés étrangères du Premier Marché de la Bourse de Paris compte plus de 160 sociétés.

Dans ces conditions, la question se pose de savoir en quoi Paris peut présenter une alternative intéressante à l'occasion de rapprochements transfrontaliers afin de constituer le marché de référence des titres de la société absorbante ou nouvelle.

Atouts et défis de la Place de Paris

Ainsi que le souligne le rapport précité (cf. G. Bernheim et V. de Beaufort, « Technical comparison of the main European and American stock exchanges », Groupe Constantin-La Tribune, 1999), à l'heure de la comparaison des coûts d'ensemble des négociations¹⁰, la Place de Paris arrive en tête des autres places européennes avec des coûts estimés à 26,7 points de base, contre 33,3 pour Francfort, 52,7 pour Londres et 29,7 pour Milan.

Mais ainsi que nous l'avons vu, le choix d'un marché de référence n'est pas indépendant des autres critères de choix qui doivent être envisagés au moment de la mise en œuvre d'un projet de rapprochement transfrontalier.

L'organisation générale du marché, les exigences imposées par les autorités de tutelle sur les émetteurs, la situation propre aux actionnaires de chacune des entités concernées par le rapprochement, mais aussi le régime fiscal du pays d'accueil de la nouvelle entité ou de « l'absorbante », sont autant de paramètres qui entrent en considération.

S'agissant de la France, il est un chapitre bien connu, celui de la fiscalité, qui se pose souvent en élément déterminant à l'heure de ce choix.

Ceci est d'autant plus le cas lorsque l'aspect fiscal est envisagé concurremment avec l'aspect boursier, du fait même de la place de la bourse dans la constitution de l'épargne. A cet effet, il n'est pas inutile de se reporter aux récents travaux de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI) sur la taxation de l'épargne et les risques de délocalisation¹¹.

Le rapport de l'AFECEI souligne la particularité du régime fiscal français, notamment pour ce qui concerne la fiscalité des dividendes, par rapport à ses voisins européens, la France étant le seul Etat qui n'applique qu'à ses résidents un système d'imposition des dividendes au barème progressif, tout en soulignant cependant le fait que seules l'Italie et la France octroient l'avoir fiscal à certains non-résidents.

De la même façon, en ce qui concerne l'imposition des plus-values, le rapport de l'AFECEI met en évidence la situation d'isolement de la France, où, bien que le taux d'imposition ne soit pas aussi élevé que celui qui existe de manière formelle dans certains Etats, l'absence d'exonérations spécifiques ou d'hypothèses pour lesquelles un taux réduit d'imposition pourrait s'appliquer, cumulé avec un seuil de déclenchement de l'imposition faible, rend le régime « particulièrement mal toléré des épargnants ».

Cependant, les difficultés d'ordre fiscal existantes ne doivent pas obérer le caractère international de la Place de Paris. La structure de détention des actions montre en effet, à fin 1998, que 35,7 % des actions de la Place de Paris étaient détenues par des non-résidents, contre 27,8 % au Royaume-Uni et 11,8 % en Allemagne¹².

Or, si une part importante des capitaux disponibles sur le marché français provient d'investisseurs non-résidents, un corollaire indispensable au caractère international de la Place de Paris doit être de permettre, par un cadre réglementaire adapté, aux émetteurs de répondre aux attentes de leurs actionnaires, notamment en matière d'informations disponibles ou encore de format de présentation des comptes et des documents.

Cette internationalisation est indissociable de l'assouplissement du cadre réglementaire français, assouplissement récemment entrepris, puisque le règlement n° 98-01 de la Commission des opérations de bourse¹³

offre désormais aux émetteurs étrangers une certaine souplesse en leur permettant, en cas de cotations multiples au sein de l'Union européenne ou lorsque l'émetteur a son siège social hors de France, de préparer un prospectus rédigé dans une langue « usuelle en matière financière » (sous réserve de l'existence d'un résumé en français).

En définitive, à l'heure des réflexions stratégiques sur la structure et les modalités d'une opération de fusion transfrontalière entre sociétés cotées, le choix de la place financière devant devenir le marché de référence de l'entité absorbante ou nouvelle ne doit pas être anodin. Il s'intègre dans l'ensemble des éléments juridiques à prendre en compte afin de déterminer la structure optimale à mettre en œuvre. Or, le choix du marché directeur dépend lui-même d'un ensemble de paramètres, au rang desquels figurent la typologie de l'actionnariat actuel ou recherché ou encore l'environnement général de la place financière à retenir. A cet exercice, la Place de Paris apparaît parfaitement à même de devenir, pour de nombreuses valeurs, le marché de référence.

NOTES

1. Par exemple : *Fusions transfrontalières*, J-J. Caussain, JCP E, n° 21, 27/05/1999, p. 897, *Fusions transfrontalières dans l'Union européenne*, J-J Caussain, Mélanges AEDBF France II, Banque Editeur, p. 113 et l'abondante bibliographie citée, ainsi que, plus récemment, *Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse*, F. Peltier, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 1, janvier- février 2000, p. 40.
2. L'article 220 du « Traité de Rome » du 25 mars 1957 prévoit, notamment, que « *Les Etats membres engageront entre eux, en tant que de besoin, des négociations en vue d'assurer, en faveur de leurs ressortissants [...] la possibilité de fusion de sociétés relevant de législations nationales différentes* ». A ce jour, soit plus de quarante ans après la signature du « Traité de Rome, » la proposition de Directive arrêtée par le Conseil le 14 janvier 1985 (JOCE n° C23 du 25/01/1985) relative aux fusions de sociétés relevant de législations d'Etats membres différents n'a toujours pas été adoptée.
3. L'objet de la troisième directive était la coordination du droit des sociétés des différents Etats membres, sur le fondement de l'article 54 du « Traité de Rome ». Elle vise essentiellement à assurer la protection des actionnaires et des tiers à l'occasion de fusions internes de sociétés anonymes et à introduire, le cas échéant, le concept de la fusion dans tous les Etats membres. On rappellera que, pour ce qui concerne la France, le principe de la fusion et ses conséquences (transfert universel de patrimoine, rémunération des actionnaires de la société absorbée dissoute en actions de la société absorbante) résulte des articles 1844-4 du Code civil et 371 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.
4. L'un des principaux intérêts des fusions est qu'elles permettent d'éviter l'imposition immédiate des plus-values dégagées à l'occasion de l'opération, qui est au surplus soumise à des droits d'enregistrement très faibles. Ce régime fiscal de faveur demeure, en application de la directive 90/434/CEE en date du 23 juillet 1990, applicable au cas où la fusion intervient entre deux sociétés ayant leur siège établi dans des Etats membres différents.
5. Cf. Mario Celaya, « *Fusions de sociétés en Europe : un premier bilan* », *Les Echos* 10 mars 1998, p. 61.
6. Il existe cependant un projet de XIIIème directive européenne relative aux offres publiques.
7. Statistiques : ParisBourse^{SBF} SA.

8. Statistiques : ParisBourse^{SBF} SA.

9. « Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse », F. Peltier, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 1, janvier-fevrier 2000, p. 40.

10. Ce coût inclut les commissions et frais et l'impact de marché calculé comme étant la différence entre le prix d'exécution et la moyenne de quatre prix affichés (ouverture, plus haut, plus bas et clôture).

11. Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, « *Taxation de l'épargne et risques de délocalisation* », rapport réalisé sous la présidence de Pierre Bollon, novembre 1999.

12. Rapport AFECEI précité, p. 15.

13. Règlement n° 98-01 de la Commission des opérations de bourse, relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée.