

# LES FUSIONS TRANSFRONTALIÈRES

**Michel MENJUCQ**

*Professeur à l'Université Paris I (Panthéon-Sorbonne)*

Les fusions transfrontalières connaissent enfin une évolution favorable qui s'est produite sous l'aiguillon du droit communautaire, en quatre étapes principales :

– la directive fiscale n° 90/434/ CEE du 23 juillet 1990 (modifiée par la directive du 17 février 2005) assurant la neutralité des opérations de fusions, apports partiels d'actifs et de scission, transposée en droit français par la loi de finances 1992 ;

– le règlement 2157/2001 et la directive associée 2001/86/CE du 8 septembre 2001 (applicable le 8 octobre 2004) sur la SE, « transposés » en droit français par la loi « Breton » du 26 juillet 2005 et le décret du 14 avril 2006 ;

– la directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 relative aux fusions transfrontalières des sociétés de capitaux qui devait être transposée avant le 15 décembre 2007 ;

– la décision de la CJCE du 13 décembre 2005 intégrant les fusions transfrontalières parmi les modalités du libre établissement secondaire.

Bien qu'elle ne soit pas la dernière pierre, l'adoption, le 26 octobre 2005, de la directive du Parlement européen et du Conseil n° 2005/56/CE constitue donc une étape fondamentale de la libre circulation des sociétés de capitaux. Ce texte était attendu car il lève les obstacles de technique juridique à la réalisation d'opérations transfrontalières (1).

La directive sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux n'a pu en réalité aboutir qu'en se plaçant dans le sillage de la société européenne tant du point de vue du régime de participation des salariés que de celui purement technique de l'opération de fusion. En effet, comme précédemment les propositions sur la SE, la directive sur les fusions transfrontalières butait sur la question de la cogestion à l'allemande (*Mitbestimmung*), consistant dans la participation de représentants des salariés dans les organes sociaux. Les textes relatifs à la SE ont ainsi inspiré les rédacteurs de la directive fusion sur les modalités techniques de l'opération. Compte tenu de l'inspiration constituée par la SE, il n'est guère surprenant que la directive du 26 octobre 2005 ne comporte que 21 articles. La directive CE n° 2005/56 devait faire l'objet d'une transposition par les États membres avant le 15 décembre 2007. Si une dizaine d'États membres ont respecté ce délai (2), la France a pris quelque retard, puisque la loi de transposition n'a été adoptée qu'en juillet 2008 et qu'il a fallu même attendre

(1) Voir M. Menjucq, Les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux, *Rev. Lamy droit des affaires*, mai 2006, p. 10. Du même auteur, voir aussi plus généralement sur les fusions transfrontalières avant et après la directive n° 2005/56/CE et sa transposition en droit français, *Droit international et européen des sociétés*, précis Domat, éd. Montchrestien, 2<sup>e</sup> éd. 2008, n° 310 sq.

(2) Notamment, l'Autriche, l'Allemagne, le Danemark et le Royaume-Uni.

2009 et la publication du dernier décret d'application pour pouvoir réaliser en France des fusions transfrontalières selon le régime de la directive (3).

## **I – Les entreprises bénéficiaires du régime de la directive 2005/56/CE**

Peuvent participer aux opérations de fusions transfrontalières, les sociétés de capitaux définies à l'article 2 de la directive 2005/56/CE par renvoi à l'article 1<sup>er</sup> de la directive n° 68/151/CEE du 9 mars 1968 modifié en 2003 et à son annexe énumérant pour chaque État membre les formes sociales visées. Pour la France, il s'agit de la société anonyme, de la société en commandite par actions, de la société par actions simplifiée et de la société à responsabilité limitée. La loi française de transposition de la directive ajoute aussi expressément les sociétés européennes immatriculées en France (4), ce qui résout une difficulté d'interprétation du règlement n° 2157/2001, puisque certains praticiens considéraient que la SE ne pouvait pas participer avec des sociétés de forme nationale à des opérations de fusions transfrontalières.

L'article 2, b de la directive 2005/56/CE ajoute que, de façon plus générale, on entend par société de capitaux, toute société dotée de la personnalité juridique, ayant un capital social et un patrimoine séparé, qui est soumise par sa législation nationale aux conditions de garantie des intérêts des associés et des tiers prévues par la directive 68/151/CEE. Ce dernier critère permet d'intégrer de nouvelles formes de sociétés de capitaux.

Pour participer à une fusion transfrontalière, les sociétés de capitaux ainsi définies doivent seulement remplir les conditions de l'article 48 du Traité CE et donc être constituées en conformité avec la législation d'un État membre et avoir leur siège statutaire, leur administration centrale ou leur principal établissement dans un État membre de la Communauté. On ne retrouve donc pas, dans ce texte, la volonté de réserver les fusions aux seules sociétés ayant un rattachement fort avec la Communauté européenne comme c'est le cas à l'égard des entités fondatrices d'une SE. Simplement, pour qu'existe une dimension transfrontalière, deux sociétés au moins doivent relever d'États membres différents.

## **II – Les apports de la directive à la mobilité des entreprises**

Les apports principaux de la directive n° 2005/56/CE sont au nombre de trois : la définition des opérations de fusion (A), le dépassement de l'obstacle du conflit de lois (B) et la résolution de la question de la participation des salariés qui reçoit un traitement original inspiré du principe « avant-après » utilisé dans le cadre de la SE (C).

(3) Elle a été adoptée le 3 juillet 2008 (loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant adaptation du droit des sociétés au droit communautaire). Trois décrets sont venus compléter ce dispositif : les décrets n° 2008-1116 et n° 2008-117 du 31 octobre 2008 relatifs à la participation des salariés dans les sociétés issues de fusion transfrontalière et le décret n° 2009-11 du 5 janvier 2009 relatif aux aspects de droit des sociétés. Sur la transposition, voir H. Le Nabasque, Les fusions transfrontalières après la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008, *Rev. soc.* 2008, p. 493 sq.

(4) Nouvel article L. 236-25 du Code de commerce.

### **A) La définition des opérations de fusions transfrontalières**

Les opérations de fusion envisagées par la directive 2005/56/CE se réalisent par la transmission universelle du patrimoine de sociétés dissoutes sans liquidation à une société préexistante (fusion-absorption) (5), ou à une société nouvelle (fusion avec création d'une société nouvelle) (6), avec un échange de titres représentatifs du capital en faveur des associés des sociétés dissoutes. Éventuellement, une soulte en espèces ne dépassant pas 10 % de la valeur nominale ou, à défaut, du pair comptable de ces titres peut être versée sans disqualifier l'opération. La directive s'applique aussi lorsque le droit d'un État membre concerné permet le paiement d'une soulte en espèces supérieure à 10 % de la valeur nominale ou, à défaut, du pair comptable. La loi française de transposition a institué dans le Code de commerce cette dernière modalité jusque là inconnue du droit français au motif qu'une société immatriculée en France pouvant être absorbée selon cette modalité, il était nécessaire de l'inscrire dans le Code de commerce (7). En revanche, n'est pas modifié l'article 210-O A du Code général des impôts pour y inclure cette modalité nouvelle, ce qui implique que la fusion avec soulte supérieure à 10% ne bénéficie pas de la neutralité fiscale instituée pour les opérations de fusions. La directive s'applique enfin lorsque la société absorbante détient 100 % des titres représentatifs du capital de la société absorbée ; son régime est en ce cas simplifié conformément à l'article 15 de la directive 2005/56/CE (8). En ce sens, la loi de transposition en droit français modifie l'article L. 226-11 du Code de commerce afin de supprimer l'exigence d'un rapport du commissaire aux apports en l'absence d'augmentation du capital, cette suppression concernant aussi bien les fusions internes que les fusions transfrontalières.

### **B) Le dépassement du conflit de lois**

Tirant partie de la discussion doctrinale, la directive n° 2005/56/CE réalise une combinaison de règles de conflit de lois et de règles matérielles. Ainsi, est faite une application distributive des lois nationales en présence pour toutes les modalités qui peuvent être réalisées distinctement par chaque société concernée. En ce sens, chaque société participant à une fusion transfrontalière se conforme aux dispositions et formalités de la législation de l'État membre dont elle relève et « qui serait applicable à une fusion nationale » (9). Il s'agit d'une extension partielle du régime des fusions internes aux fusions transfrontalières (1). En revanche, pour tout

(5) Article 2, 2, a de la directive 2005/56/CE.

(6) Article 2, 2, b de la directive 2005/56/CE.

(7) Ainsi, le nouvel article L. 236-26 du Code de commerce prévoit que par dérogation à l'article L. 236-1 et lorsque la législation d'au moins un des États membres concernés par la fusion le permet le traité de fusion peut prévoir « le versement en espèces d'une soulte supérieure à 10 % de la valeur nominale ou, à défaut du pair comptable, des titres, parts ou actions attribués. Le pair comptable est défini comme la quote-part du capital social représentée par une action ou une part sociale ».

(8) Si l'absorbante détient au moins 90 % mais pas la totalité des titres de capital de l'absorbée, l'article 15, 2 prévoit que les rapports d'experts indépendants et les documents nécessaires au contrôle ne sont requis que s'ils sont exigés par le droit national de l'absorbante ou de l'absorbée.

(9) Considérant 3 de la directive n° 2005/56/CE.

ce qui « doit être élaboré dans les mêmes termes par chacune des sociétés » et qui appellerait donc un cumul des lois des États membres, la directive prévoit des règles matérielles (2).

### *1) Application de principe du régime des fusions nationales aux fusions transfrontalières*

Les règles et formalités des fusions nationales, harmonisées par la directive 78/855 du 9 octobre 1978, vont trouver largement à s'appliquer à l'égard des fusions transfrontalières. Tout d'abord, seules les formes de sociétés pouvant fusionner en vertu de la législation des États peuvent participer à une fusion transfrontalière. Ensuite, les dispositions relatives aux fusions nationales régissent notamment le processus décisionnel se rapportant à la fusion, la protection des créanciers, des obligataires, des porteurs de titres ou de parts et des droits des salariés autres que ceux relatifs à leur participation dans les organes de la société issue de la fusion (10). En ce sens, le nouvel article L. 236-25 du Code de commerce dispose que les sociétés de capitaux immatriculées en France participent aux fusions transfrontalières dans les conditions prévues aux dispositions particulières aux fusions transfrontalières des articles L. 236-25 à L. 236-32 du même code ainsi qu'à celles non contraires des sections 1 et 2 du chapitre sur les fusions nationales. Le premier avantage que l'on trouve à cette application des règles gouvernant les fusions nationales réside dans le fait qu'elles dispensent d'obtenir l'unanimité, la fusion transfrontalière étant ainsi décidée dans les conditions des fusions internes, à savoir, pour les sociétés de droit français, à la majorité requise pour modifier les statuts. L'unanimité des associés pour décider de la fusion qui a constitué jusqu'à présent l'obstacle principal à la réalisation des fusions transfrontalières est donc écartée par la directive.

C'est aussi dans cette logique qu'un droit d'opposition pour des motifs d'intérêt public au profit d'une autorité nationale ne peut exister à l'égard d'une fusion transfrontalière que s'il existe à l'encontre d'une fusion nationale (11). Ce principe de l'extension du régime des fusions internes concerne aussi la protection des associés minoritaires que le législateur français n'a pas institué dans le cadre des fusions transfrontalières à défaut de l'avoir fait pour les fusions internes. Toutefois, le nouvel article L. 236-28 du Code de commerce dispose que les associés se « prononcent par une résolution spéciale, sur la possibilité de mise en œuvre de procédures d'analyse et de modification du rapport d'échange des titres ou d'indemnisation des associés minoritaires, lorsque celle-ci est offerte aux associés de l'une des sociétés participant à la fusion par la législation qui lui est applicable ».

### *2) Dispositions matérielles communautaires applicables aux fusions transfrontalières*

Le projet commun de fusion transfrontalière et plus généralement la procédure de fusion qui auraient nécessité une application cumulative des lois en présence font l'objet de dispositions matérielles. En ce sens, l'article 5 de la directive 2005/56/CE, largement inspiré de

(10) Article 4, 2 de la directive n° 2005/56/CE.

(11) Article 4, 1, b de la directive n° 2005/56/CE). Aucun droit d'opposition n'est donc prévu par la loi française de transposition de la directive.

l'article 20 du règlement 2157/2001 sur la SE, prévoit les mentions que le projet commun doit au moins comporter.

Le déroulement de la procédure de fusion est aussi le décalque des dispositions du règlement 2157/2001 sur la SE. En ce sens, le projet commun fait l'objet d'une publicité selon les modalités prévues par chaque État membre au moins un mois avant la date de l'assemblée générale appelée à se prononcer sur la fusion (12). Par ailleurs, dans le même délai d'un mois avant l'assemblée générale, les organes d'administration ou de direction doivent établir un rapport à destination des associés et des représentants des salariés ou à défaut des salariés eux-mêmes (13), sur les aspects juridiques, économiques et sociaux de la fusion. En outre, en complément de l'article L. 226-105 du Code de commerce, le comité d'entreprise peut désormais annexer son avis au rapport du conseil d'administration ou du directoire afin qu'ils soient présentés conjointement à l'assemblée générale des associés.

De plus, des experts soit indépendants, soit agissant pour le compte de chaque société qui fusionne examinent le projet et établissent un rapport destiné à l'ensemble des associés (14). Il s'agit pour les sociétés de siège français d'un ou plusieurs commissaires à la fusion en application de l'article L. 236-10 du Code de commerce. Cependant, à l'unanimité, les associés de toutes les sociétés participantes peuvent décider d'écarter l'examen et le rapport des experts, ce qui en droit français a conduit à compléter l'article L. 236-10 (15), cette possibilité est ouverte non seulement pour les fusions transfrontalières mais aussi pour les fusions internes depuis la récente modification par la directive 2007/63 du 13 novembre 2007 de la troisième directive 78/855/CEE sur les fusions (internes) et de la sixième directive 82/891/CEE sur les scissions (internes).

Enfin, de manière là encore similaire au règlement 2157/2001 sur la SE, sont organisés un contrôle préalable de la fusion par une autorité compétente pour la partie de la procédure relative à chacune des sociétés participantes et un contrôle de la légalité pour la réalisation de la fusion. La transposition de la directive en droit français s'est donc traduite par l'attribution du contrôle préalable des sociétés participantes ayant leur siège en France aux greffiers des tribunaux de commerce, le contrôle de la légalité de la fusion dans son ensemble revenant, chaque fois que la société issue de la fusion a son siège en France, soit au greffier du tribunal dans le ressort duquel se situe le siège de ladite société, soit à un notaire. Ce choix concernant l'autorité chargée du contrôle de la légalité est laissé aux sociétés participantes, ce qui

(12) Article 6 de la directive 2005/56/CE. La directive prévoit cependant que les États membres ont la faculté de dispenser la société absorbante de l'approbation de la fusion en assemblée générale si tous les associés des sociétés participantes en ont décidé ainsi (article 9, 3

(13) Voir sur la mise à disposition du rapport aux représentants des salariés, voir le nouvel article L. 236-27 du Code de commerce.

(14) Article 8 de la directive 2005/56/CE.

(15) L'article L. 236-10 qui précise désormais qu'à « cette fin, les associés sont consultés au moins un mois avant l'assemblée générale appelée à se prononcer sur le projet de fusion ».

constitue une différence par rapport au contrôle de la légalité de la fusion constitutive d'une SE immatriculée en France pour lequel les notaires ont un monopole.

À l'issue de ces contrôles, un certificat est délivré attestant de la régularité de la procédure, la fusion transfrontalière ne pouvant prendre effet qu'après ces contrôles, à une date déterminée par la législation de l'État membre dont relève la société issue de la fusion (16). Après la prise d'effet de la fusion, la nullité de l'opération ne peut pas être prononcée (17). Les effets de la fusion sont ceux prévus par la directive 78/855/CEE : transfert universel du patrimoine, dissolution sans liquidation des sociétés absorbées, acquisition par les associés de l'absorbée de la qualité d'associés de l'absorbante. La publicité de la fusion et l'immatriculation de la société issue de la fusion sont réalisées conformément aux législations nationales harmonisées par la directive 68/151/CEE. La radiation de l'ancienne immatriculation n'a lieu qu'à réception de la notification de la nouvelle immatriculation.

### **C) La participation des salariés**

Le principe est que la société issue de la fusion est « soumise aux règles éventuelles relatives à la participation des travailleurs » de l'État membre où se situe son siège. Il n'y a donc pas, contrairement à la société européenne, un objectif social à atteindre. L'implication des salariés n'a pas à être obligatoirement instituée dans la société issue de la fusion transfrontalière. Il résulte qu'il n'est pas nécessaire d'ouvrir des négociations avec les représentants des salariés sur ce point.

Toutefois, l'existence dans certains États membres, particulièrement l'Allemagne, de régimes de participation des salariés dans les organes de la société a nécessité de prendre en compte les craintes de ces États de voir leurs sociétés utiliser les fusions transfrontalières pour évincer ces régimes de participation. En conséquence le principe « avant-après » instituée pour la société européenne a été transposé à l'article 16 de la directive 2005/56/CE (18). Ainsi, lorsque des salariés ont bénéficié d'un régime de participation avant la fusion transfrontalière, ils doivent pouvoir continuer à en bénéficier après, au moins lorsque leur nombre dépasse certains seuils.

Ainsi, les règles éventuelles relatives à la participation de l'État du siège statutaire de la société absorbante ne s'appliquent pas :

– si au moins une des sociétés qui participent à la fusion emploie pendant la période de six mois précédant la publication du projet de fusion transfrontalière un nombre moyen de

(16) Le nouvel article L. 236-31 du Code de commerce énonce que la prise d'effet ne peut être antérieure au contrôle de la légalité.

(17) Article L. 236-31 du Code de commerce

(18) Voir A.-S. Cornette de Saint Cyr et O. Rault, Aspects juridiques et sociaux des opérations de fusions au sein de l'Union européenne, *JCP éd. E* 2008, 1477. Voir aussi, M.-D. Fichelson, L'implication des salariés dans les différentes structures européennes, *Bull. Joly* p. 818 sq.

travailleurs supérieur à 500 et qu'elle est gérée selon un régime de participation des travailleurs,

– ou si la législation nationale applicable à la société issue de la fusion :

- ne prévoit pas au moins le même niveau de participation que celui qui s'applique aux sociétés qui fusionnent, ce niveau étant mesuré par la proportion des représentants des salariés dans les organes d'administration ou de surveillance ou dans le groupe de direction gérant les unités chargées d'atteindre les objectifs en termes de profit dans ces sociétés, à condition qu'il existe dans ce cas une représentation des salariés ;
- ou ne prévoit pas que les travailleurs des établissements de la société issue de la fusion transfrontalière situés dans d'autres États membres peuvent exercer les mêmes droits de participation que ceux dont bénéficient les travailleurs employés dans l'État membre où le siège statutaire de la société issue de la fusion transfrontalière est établi.

Dans ces cas, est donnée application à la directive 2001/86/CE sur l'implication des travailleurs dans la société européenne, ce qui conduit, parallèlement à la procédure de fusion, à ouvrir des négociations, d'une durée de six mois renouvelable, avec un groupe spécial de négociation afin de conclure un accord d'implication des salariés. À défaut d'accord, s'appliqueront les dispositions de référence prévues en annexe de la directive 2001/86/CE, le seuil d'application de ces dispositions étant toutefois relevé pour être porté au tiers du nombre total de travailleurs de toutes les sociétés participant à la fusion.

En application des principes énoncés par la directive, le nouveau Code du travail français prévoit aux articles L. 2371-1 à L. 2373-10 des dispositions similaires à celles applicables à la SE immatriculée en France auxquelles il est fait renvoi, notamment s'agissant du groupe spécial de négociation, du contenu de l'accord de participation ou, à défaut d'accord, de la participation des salariés dans les organes de la société issue de la fusion (19) ou du « comité de la société issue de la fusion transfrontalière » pour lequel, concernant ses attributions, sa composition et son fonctionnement, les articles L. 2353-3 à L. 2353-27 relatifs au comité de la SE sont déclarés applicables (20). Il existe cependant une différence importante puisque l'article L. 2371-2 du Code du travail déduit fort opportunément du principe « avant-après » énoncé par la directive que « la société issue d'une fusion transfrontalière n'est pas tenue d'instituer des règles relatives à la participation des salariés si, à la date de son immatriculation, aucune société participant à la fusion n'est régie par ces règles ». Dans ce cas, la fusion transfrontalière pourra éviter toutes les contraintes liées à la mise en œuvre d'un régime de participation, y compris la négociation. Ces dispositions du nouveau Code du travail (21)

(19) Articles L. 2374-1 à L. 2374-4 du nouveau Code du travail.

(20) Article L. 2373-3 du nouveau Code du travail.

(21) Voir aussi les articles L. 2374-1 à 2374-4 du nouveau Code du travail pour les dispositions applicables après l'immatriculation de la société issue de la fusion, notamment en cas de fusions nationales ultérieures.



s'appliquent aux sociétés immatriculées en France qui sont issues d'une fusion transfrontalière au sens de l'article L. 236-25 du Code de commerce, aux sociétés participant à une telle opération et ayant leur siège en France et aux filiales et établissements situés en France d'une société issue d'une fusion transfrontalière dont le siège est situé dans un autre État membre (22).

Enfin, pour que les dispositions communautaires sur la participation des salariés puissent être mises en œuvre, la loi française de transposition prévoit dans un nouvel article L. 236-32 du Code de commerce que lorsque la société issue de la fusion doit adopter un régime de participation des salariés, « elle adopte une forme juridique permettant l'exercice de cette participation ». Dans ce cas, par exemple, si la société absorbante était une SARL, comme cette forme ne peut accueillir la participation des salariés, elle devrait se transformer. Cependant pour que les associés des sociétés fusionnantes ne se voient pas imposer une participation qu'ils n'auraient pas prévue, l'article L. 236-28 nouveau du Code de commerce énonce que « les associés qui décident de la fusion peuvent subordonner la réalisation de celle-ci à leur approbation des modalités qui seront décidées pour la participation des salariés ».

### **III – La directive n° 2005/56/CE complétée par la jurisprudence communautaire : vers la généralisation des fusions transfrontalières à toutes formes de sociétés**

Par la décision du 13 décembre 2005 (23), la Cour de justice des communautés européennes pose de manière volontariste, en « s'attachant à une logique strictement communautaire », le principe, inédit jusque là, selon lequel « les opérations de fusions transfrontalières constituent des modalités particulières d'exercice de la liberté d'établissement » consacrée par les articles 43 et 48 CE dans la mesure où, « à l'instar des autres opérations de transformation, elles répondent aux nécessités de coopération et de regroupement entre sociétés établies dans des États membres différents ».

Dans cette affaire, l'autorité chargée du registre allemand du commerce avait rejeté la demande d'inscription d'une fusion-absorption d'une société établie au Luxembourg (*Security vision Concept SA*) par une société de droit allemand (*Sevic System AG*) au motif que la loi allemande ne régissait que les fusions entre des entités ayant leur siège en Allemagne. Sur recours préjudiciel, la CJCE considère qu'une « telle différence de traitement constitue une restriction au sens des articles 43 CE et 48 CE, laquelle est contraire au droit d'établissement » qui ne saurait être admise que si elle est justifiée par des raisons impérieuses d'intérêt général telles que la protection des intérêts des créanciers, des associés minoritaires, des salariés ou encore l'efficacité des contrôles fiscaux et de la loyauté transactionnelle. Encore faut-il que ces raisons impérieuses soient proportionnées à l'objectif poursuivi. Or, selon la CJCE, le refus général par les autorités d'un État membre de procéder à l'inscription d'une fusion au registre

(22) Article L. 2371-1 du Code du travail.

(23) CJCE 13 déc. 2005, *Sevic*, aff. C-411/03.



du commerce entre deux sociétés dont le siège est situé dans des États membres différents, alors même qu'aucun intérêt général ne serait menacé, va au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs de protection des intérêts précités.

Il est aussi très intéressant de noter que la CJCE ne fait pas de la directive 2005/56/CE, dont elle reconnaît l'utilité pour faciliter les fusions transfrontalières, une condition préalable à la mise en œuvre de la liberté d'établissement au moyen de fusions transfrontalières (24). Cet arrêt constitue la dernière étape de l'admission des fusions transfrontalières en droit positif car il permet à toutes les sociétés relevant des États membres au sens de l'article 48 du traité CE, même si elles ne sont pas visées par la directive n° 2005/56/CE, de participer, sans qu'un État membre ne puisse s'y opposer, à de telles opérations.

### **François MARSHALL**

*Avocat à la Cour, Vice-Président du Cercle Montesquieu*

À l'occasion de la transposition, en droit français, de la directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières de sociétés de capitaux, j'ai souhaité vous présenter un panorama de la pratique des fusions, en dresser une typologie afin qu'on en comprenne mieux les problématiques avant d'examiner si la directive permet de résoudre certaines des difficultés rencontrées. Les exemples que j'ai choisi de vous présenter pour illustrer mon propos, montrent qu'il existe une grande diversité dans les solutions adoptées pour les rapprochements d'entreprises.

## **I – Les différents types de fusions**

Comme l'a indiqué le Professeur Michel Menjuq dans son rapport introductif, la directive envisage les opérations de fusion comme des opérations qui se réalisent par la transmission universelle du patrimoine des sociétés dissoutes à une société préexistante (la société absorbante), donc par fusion-absorption. Mais elle envisage également les fusions réalisées par constitution d'une société nouvelle, l'ensemble du patrimoine, actif et passif, des sociétés qui fusionnent étant alors transféré à la nouvelle société.

Dans les deux cas, les associés des sociétés qui fusionnent deviennent associés de la nouvelle entité absorbante. Les sociétés absorbées cessent d'exister.

Le droit français connaît déjà cette notion de transmission universelle du patrimoine pour les fusions et scissions de personnes morales ainsi que pour la dissolution-confusion prévue à l'article 1844-5 du Code civil.

Dans un même ordre d'idée, à l'instar des scissions, un apport partiel d'actif est une transmission à titre universel d'une fraction du patrimoine.

(24) Considérant n° 26.

À la lecture des journaux financiers, il semble qu'un bon nombre de fusions transfrontalières aient été réalisées au cours de ces dix dernières années. Mais à y regarder de plus près, la plupart d'entre elles ne correspondent pas à la définition des fusions donnée par la directive ; elles sont d'un autre type.

### **A) Les fusions dites synthétiques**

L'objectif stratégique est de créer un intérêt économique commun pour les actionnaires des deux groupes, un mode de gouvernance commun, une identité dans la composition des organes de direction et des conseils d'administration.

Il n'y a pas de transmission universelle du patrimoine mais la mise en place d'un schéma de participations croisées (schéma papillon) : les deux sociétés vont subsister. En général, il s'agit de groupes cotés qui conservent les mêmes actionnaires détenteurs des actions de leur société respective et qui continuent à en percevoir des dividendes. Il pourra également y avoir création de valeurs mobilières qui seront détenues par les deux groupes d'actionnaires des sociétés respectives concernées, dites « *staple shares* » (comme une agrafe), qui réunissent en quelque sorte les actions des deux sociétés en créant un droit économique commun.

Tout en permettant une intégration économique de deux groupes, ces opérations vont le plus souvent être mises en place pour répondre à des impératifs nationaux dits stratégiques, dans des secteurs comme le transport aérien, la banque, l'énergie (par exemple, *Dexia, Royal Dutch Shell*).

Ces schémas d'intégration peuvent avoir d'autres motivations et surtout permettent de pallier des contraintes d'ordre technique ; cela a été le cas pour *Unilever* ou *ABB (Asea Brown Boveri)*.

Le dispositif contractuel anticipe un certain nombre d'hypothèses susceptibles de remettre en cause le rapprochement ainsi projeté :

- Une convention de partenariat très détaillée organise les règles de gouvernance, tel que le mode de prise de décision (liste des décisions stratégiques), le changement de contrôle, l'augmentation de capital, les offres publiques, les distributions de dividendes, ainsi que des mécanismes de résolution des blocages ou des conflits, ou encore la protection de certains intérêts nationaux (ex : conserver un aéroport national) ;

- Une convention prévoit la péréquation (*Equalisation Agreement*) des intérêts économiques et fiscaux des deux entités, qui se concrétisera par l'émission d'une valeur mobilière hybride *ad hoc* ;

- Une société nouvelle pourra dans certains cas être créée, qui jouira d'une délégation de pouvoir étendue au titre d'un accord de gestion (par exemple, les accords de partenariat conclus entre *Renault* et *Nissan*) ; ou encore, des organes *ad hoc* sans personnalité morale

permettront cette gestion commune (par exemple, par la mise en place d'un *Strategic Management Committee*).

Ces fusions économiques permettent d'atteindre, comme nous l'avons vu, un degré d'intégration qui peut être très important. Cependant, elles sont d'une grande lourdeur de gestion et ne sont parfois qu'une étape vers un autre mode d'intégration.

### ***B) Les restructurations internes et transmissions universelles du patrimoine (TUP)***

Pour les restructurations internes, il est souvent plus simple d'avoir recours à la transmission universelle du patrimoine (article 1844-5 du Code civil).

Lorsque la société de tête détient 100 % du capital de sa filiale, le recours à la TUP est plus aisé que la fusion, même simplifiée, et ne nécessite pas l'élaboration d'un traité de fusion.

À l'instar de la restructuration de la *Barclays Bank* en France, les établissements financiers cherchent à optimiser leurs obligations au titre de capitaux réglementés, ou certains de leurs ratios financiers (*SCOR* en est une illustration). Dans notre exemple, la banque anglaise va absorber sa filiale française qui deviendra une succursale, établissement stable de la banque anglaise en France. Les ratios prudentiels et les garanties sont donc appréciés au seul niveau britannique alors que la filiale française devait auparavant présenter ses propres garanties à ses autorités de tutelle françaises (un autre exemple : *Commerzbank*).

### ***C) Les fusions au sens strict***

Les fusions proprement dites restent assez rares et concernent des sociétés non cotées qui utilisent cette procédure pour réaliser des restructurations internes.

Pour ce faire, il est nécessaire que le droit de l'État où chacune des sociétés concernées a son siège social soit compatible avec une fusion et, de surcroît, que les règles des États régissant cette fusion soient compatibles entre elles.

Ainsi, une fusion est possible entre une société française et italienne ou luxembourgeoise. Cela semble plus difficile pour une société belge ou allemande.

Cette fusion va nécessiter la préparation de deux traités de fusion conformes pour l'un, au droit de la société absorbée et, pour l'autre, au droit de l'absorbante.

En outre, les règles de valorisation, d'approbation, de publicité, d'opposition des créanciers sont différentes dans chacun des États.

Comment traite-t-on les minoritaires ?

Le code civil italien prévoit une disposition sur le droit des minoritaires afin de leur permettre de sortir en recevant un paiement en espèces (s'ils n'ont pas voté ou voté contre, le quantum correspond à la moyenne de la valeur de l'action des 6 mois précédents la date de convocation à l'assemblée générale). En France le sort des minoritaires est plus obscur, comme nous le verrons tout à l'heure.

La constitution d'EADS est en soi un cas particulier pour lequel la volonté stratégique des États a permis de dépasser des difficultés d'ordre fiscal ou propres aux règles de majorité des assemblées générales au profit de l'intérêt bien compris des États.

#### **D) Les fausses fusions synthétiques**

La presse se fait parfois l'écho de rapprochements d'entreprises qu'elle qualifie de fusion bien que techniquement ils n'en soient pas. Ces opérations ne sont pas non plus des fusions synthétiques proprement dites. Ce sont en général des opérations de marché, des offres publiques réussies, suivies de restructurations permettant de constituer une holding commune.

Ainsi en est-il, par exemple, du rapprochement entre Air France et KLM : après une offre publique réussie à 98 % par Air France sur KLM aux Pays-Bas, une procédure de « *delisting* » (retrait de la cote aux Pays-Bas) s'en est suivie, et, troisième étape, l'apport partiel d'actif de toute l'activité d'Air France à une société nouvelle a été réalisé de sorte que l'ancienne société Air France devienne la holding détenant à la fois les titres d'Air France et les titres de KLM.

Préalablement au choix de lancer une offre publique, il est légitime de s'interroger sur ses chances de succès et d'examiner d'autres alternatives comme la fusion. Va-t-on atteindre les seuils prévus pour contrôler la cible et mettre en œuvre les restructurations prévues ? La fusion est-elle réalisable ? La fusion est-elle rendue impossible pour des raisons de valorisation ?

Les critères de valorisation dans les législations des États concernés peuvent être différents et rendre l'opération impossible parce que les valeurs alors obtenues sont inconciliables. Ainsi, il existe, par exemple, une approche multicritères en France, alors qu'en Allemagne on considère seulement l'actif net réévalué (comme on a pu le voir lors du rapprochement *Allianz/AGF*).

## **II – La Directive au crible de la pratique**

Outre le fait qu'elle a laissé de côté les opérations d'apports partiels d'actif – pourtant fréquentes – la Directive ne prévoit de règles matérielles communautaires que pour les aspects contractuels de la fusion, et renvoie abondamment aux législations nationales pour régler les aspects institutionnels. Sauf exception prévue par la Directive, chaque société participant à une fusion transfrontalière se conforme, en effet, aux dispositions et aux formalités de la législation de l'État membre dont elle relève.

Une fusion transfrontalière appelle une application des législations nationales tantôt distributive – chaque société concernée par la fusion appliquant son propre droit (notamment pour les procédures internes aux sociétés concernées) –, tantôt cumulative – les droits nationaux étant alors combinés, notamment pour le traité de fusion et les contrats postérieurs.

La Directive détaille peu les aspects comptables de la fusion, et ne prévoit rien en cas de différences, d'un État à un autre, entre les modalités de valorisation des titres, des actifs et des passifs transférés.

Ensuite, si l'une des législations en cause prévoit qu'une autorité nationale dispose d'un droit d'opposition pour des motifs d'intérêt public à l'encontre d'une fusion au niveau national, ce droit d'opposition pourra s'appliquer à une fusion transfrontalière.

À ce droit d'opposition s'ajoute un éventuel droit de retrait des associés/actionnaires minoritaires, dont la Directive ne dit rien. Elle laisse le soin aux États membres d'adopter des dispositions spécifiques concernant la protection des membres minoritaires d'une société qui se sont prononcés contre la fusion transfrontalière.

Enfin, elle reste silencieuse sur la possibilité d'un blocage de la fusion par les créanciers. En effet, deux systèmes de protection des créanciers coexistent dans la Communauté :

– un système de protection *a priori* (des droits espagnol, néerlandais ou danois) qui subordonne la réalisation de la fusion au paiement des créanciers ou à l'obtention par ces derniers de garanties ;

– un système de protection *a posteriori* (des droits français, allemand ou luxembourgeois) qui permet aux créanciers de faire opposition à la fusion une fois qu'elle est réalisée, afin qu'elle leur soit inopposable.

Si la fusion implique des sociétés relevant de deux systèmes différents, le risque de blocage de la fusion ne doit pas être exclu.

**Michel MENJUCQ.** – L'aspect fiscal de la fusion va maintenant être traité par Maître Denis Van Den Bulke.

**Denis VAN DEN BULKE**

*Avocat aux Barreaux de Luxembourg et de Bruxelles*

Sans différences, il n'y a pas d'harmonie. Les avatars jalonnant la genèse d'une fiscalité européenne aspirant à l'unification semblent faire mentir cette évidence. Comme si trop de différences aboutissaient à étouffer tout espoir d'harmonisation des politiques nationales farouchement accrochées à leurs féodalités fiscales. Les préceptes économiques du XIX<sup>ème</sup> siècle, en particulier ceux de l'économiste Ricardo encourageant la mobilité des capitaux et du travail, ou la recherche de l'efficacité marginale maximale du modèle parétien continuent

pourtant d'inspirer les comportements des acteurs économiques européens. Dans un espace économique en perpétuelle extension, les frictions fiscales jettent le trouble sur le jeu de la concurrence et sont jugées nuisibles pour certains, stimulantes par d'autres. Alors que la Commission européenne voit dans la concurrence fiscale un obstacle au déploiement d'un marché intérieur et un coût inutile pour les entreprises, d'autres y voient un garde-fou contre les fiscalités excessives applicables aux sociétés voire un rempart contre la croissance des dépenses gouvernementales et l'inefficacité du secteur public. Si le débat est largement ouvert et controversé, force est de constater que la libre circulation du capital au sein de l'Union européenne est un enjeu fondamental pour les agents économiques en recherche de nouveaux marchés à conquérir. De plus, la biodynamique des entreprises, en recherche constante de la taille optimale, incite à adopter la morphologie économique et financière la plus adaptée à leur milieu. Les entreprises aspirent donc à se regrouper au-delà des frontières, consolider leur position et adopter un organigramme simplifié via des prises de participation voire à coups d'opérations de fusions et d'absorptions. Jusqu'à ce jour, les outils de la fusion ou de la scission sont restés souvent négligés tant leur utilisation s'est avérée délicate lorsqu'il s'agissait de croiser les frontières. Les derniers développements législatifs européens en la matière devraient leur redonner du lustre et leur permettre de donner davantage d'impulsion aux réorganisations transfrontières.

## **Le triptyque fiscal européen**

Jusqu'à ce jour, l'harmonisation et la coordination de la fiscalité directe de l'Europe ont essentiellement visé à faciliter les mouvements d'actifs en réduisant les frictions fiscales dans les échanges de flux de capitaux et de leurs revenus entre des entités statiquement isolées dans leur État d'origine. Les directives visant à établir un régime commun applicable aux fusions dite « directive fusions » (25), aux sociétés mère et aux filiales dite « directive Mère-Fille » (26), ainsi qu'au paiement de redevances et intérêts (27) (la « directive Intérêts-Redevances ») constituent le triptyque fondateur de la maigre harmonisation fiscale actuelle. L'objectif premier avoué fut d'éviter que les politiques fiscales nationales ne nuisent à l'optimisation de l'allocation économique des ressources financières au sein d'un groupe de sociétés européennes. À titre subsidiaire, il s'agissait d'éviter que la discordance des régimes fiscaux entraîne une double imposition des revenus dits passifs. Désormais, les dividendes, intérêts et redevances peuvent transiter librement sans subir de retenue à la source entre des sociétés entre lesquelles il existe un lien d'affiliation. Originellement fixé à 25 %, le seuil de

(25) Directive 90/434/CEE du Conseil du 23 juillet 1990 pour un régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, apports d'actifs et échanges d'actions intéressant des sociétés d'États membres différents, telle que modifiée par la directive 2005/19 du 17 février 2005.

(26) Directive 90/435 du Conseil du 23 juillet 1990 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et aux filiales d'États membres différents, telle que modifiée par la directive 2003/123.

(27) Directive 2003/49 du Conseil du 3 juin 2003 sur un système commun de taxation applicable aux paiements de redevances et intérêts entre entreprises associées de différents États membres, telle que modifiée par la directive 2004/76.

participation nécessaire et suffisant pour qu'une société européenne assujettie à l'impôt puisse bénéficier de ces exonérations est aujourd'hui réduit à 10 %. En vue de renforcer leur attractivité fiscale, nombre de pays ont aligné le régime de l'exemption des plus-values de cession de titres sur les conditions de l'exemption des dividendes. Des différences restent marquées cependant quant au niveau de participation et à la durée de détention nécessaires pour bénéficier de ce type d'exemption.

## **Les avancées de la Directive Fusions**

L'adoption de la Directive Fusions a quelque peu malmené le postulat selon lequel le droit fiscal serait subsidiaire au droit des sociétés. Alors même que cette directive traitait des conséquences fiscales de la fusion de sociétés d'États membres différents, le principe même d'une telle fusion n'était pas reconnu, voire banni, dans de nombreux États, leur droit national s'opposant à fusionner des entités soumises à des juridictions différentes (28). Longtemps, cet argument doctrinal a servi d'alibi pour que certains États refusent de la mettre en œuvre. La nécessité de prévoir un régime d'allègement de l'imposition des fusions transnationales se révélait toutefois impérieuse tant le coût fiscal d'une fusion transeuropéenne s'avérait prohibitif dès lors que la fusion emportait la disparition de l'entité absorbée, sa liquidation fiscale et, dans la foulée, l'exigibilité des impôts afférents à cette liquidation. Pour éviter toute charge fiscale dissuasive, la Directive Fusions a donc consacré le principe d'une fusion transfrontalière sans liquidation et opérant une transmission universelle du patrimoine de la société absorbée à la société absorbante.

## **Le régime fiscal des fusions – Principes généraux**

Si l'exemption de taxation des flux financiers versés et reçus d'entités du même groupe de sociétés est relativement commode à mettre en œuvre dans ses principes, la neutralité fiscale recherchée dans les opérations d'apport et cession l'est nettement moins. Une opération de fusion par absorption fait disparaître l'entité absorbée et déclenche des conséquences fiscales multiples tant au sein de l'entité vouée à disparaître que pour ses actionnaires. Les plus-values qui se découvrent à l'occasion de l'opération de liquidation fiscale, et les réserves jusque là immunisées ou exemptées selon des conditions d'intangibilité qui cessent d'être satisfaites dès lors que l'entreprise vient à cesser ses activités, s'exposent désormais à la taxation. Les pertes accumulées par la société absorbée ne pouvant plus être reportées et compensables avec des profits futurs génèrent un coût d'opportunité également non négligeable. L'actionnaire qui, quant à lui, réalise une plus-value cristallisée dans l'opération d'absorption s'expose à une taxation s'il réside dans un pays taxant les gains en capital. Toutes ces charges fiscales qu'engendre une opération de fusion, lorsqu'elles sont immédiatement exigibles, deviennent souvent économiquement réductrices. Si l'opération d'échange d'actions ou d'apport n'est pas

(28) On pense ici à l'Allemagne ou à la Belgique mais aussi aux Pays-Bas, à la Suède, à l'Italie, à la Grèce, à la Finlande, au Danemark ou à l'Autriche.



rémunérée par l'acquéreur, les entreprises et leurs actionnaires sont rarement à même de financer la trésorerie requise pour s'acquitter de ces dettes fiscales alors que l'opération ne dégage aucun profit immédiat.

Lorsque l'opération de fusion est réalisée au sein d'une seule juridiction, le pouvoir taxateur peut aisément accorder une neutralité fiscale en s'abstenant d'en taxer les effets immédiats. Ses droits de trésor ne sont pas mis en péril puisqu'il reporte aisément son imposition sur l'entité absorbante. À l'évidence, la fusion transfrontalière n'offre pas ces garanties puisque l'État de la société absorbée ne peut exercer sa souveraineté fiscale dans le pays de l'absorbante. Pour assurer la sauvegarde de ses droits et limiter toute perte de matière imposable, il taxe donc l'opération lors de la disparition de l'entité absorbée à l'occasion de sa liquidation fiscale.

En dehors des règles de fusions nationales et en l'absence du recours à une réglementation européenne idoine, les règles de liquidation fiscale nationales s'appliquent donc dans la plupart des États. Les actifs détenus par la société absorbée sont taxés lors de leur transfert à leur valeur liquidative qui consiste généralement dans leur valeur d'exploitation. Les réserves non taxées voire occultes deviennent taxables au régime normal de taxation et le profit de liquidation distribué fait généralement l'objet d'une retenue à la source. S'il répond à la qualification de dividendes, il peut toutefois bénéficier des effets de la Directive Mère-Fille. La société absorbante quant à elle peut bénéficier d'une réévaluation des actifs nouvellement acquis et pratiquer des amortissements sur une base nouvelle correspondant à leur valeur de marché (*step-up*). Les caractéristiques et avantages fiscaux des biens transférés tels que le bénéfice de certains régimes d'immunisation et le report des pertes accumulées au niveau de la société absorbée deviennent caducs et ne sont généralement pas acquis aux actifs transférés.

### **Le sacre du principe de la neutralité fiscale**

Le principe de l'application de la neutralité fiscale à une opération de fusion exige que la valeur comptable et fiscale des biens acquis dans la fusion soit identique à celle préexistante à la fusion et que la société les acquérant soit exposée à taxation dans les mêmes conditions que la société absorbée. En d'autres termes, l'opération de fusion, pour être neutre, ne peut donner lieu à une réévaluation d'actifs. Si tel est le cas, l'État de la société absorbée peut reprendre le dessus pour combler le déficit fiscal qu'il subit et taxer l'opération. La neutralité n'est toutefois pas toujours la solution optimale. Dans certains cas, les entités fusionnées ont parfois intérêt à ne pas opter pour son application. Tel serait le cas si la société souhaite bénéficier à la fois d'un amortissement de ses actifs sur une base réévaluée et du différentiel de taux d'imposition significatif pouvant exister entre l'État de la société absorbée et celui de la société absorbante. Pour être complet, la neutralité fiscale de l'opération requiert également que les actionnaires puissent éviter l'imposition de la plus-value découverte à l'occasion de l'échange de leur participation dans la société absorbée contre des actions de l'absorbante et que les

caractéristiques fiscales connexes aux actifs transférés (réserves taxées et immunisées, capital libéré par exemple) restent acquises et passent du cédant au cessionnaire.

La Directive Fusions poursuit cet « idéal » de neutralité fiscale en requérant de l'État de la société absorbée qu'il s'abstienne de taxer l'opération dès lors qu'elle est rémunérée par un paiement monétaire d'un montant n'excédant pas 10 % de la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, du pair comptable des titres apportés dans l'opération de fusion. Afin de conserver la garantie que les latences fiscales seront effectivement imposées lors d'une réalisation subséquente des actifs, la Directive Fusions impose comme condition essentielle l'exigence du maintien d'un établissement stable, ou le rattachement d'actifs à un tel établissement stable, dans le pays de la société absorbée (29). En théorie, cette condition a pour objectif de maintenir une assiette d'actifs sur laquelle le pouvoir taxateur pourra donc s'exercer. Les actionnaires de la société absorbée qui bénéficient d'actions en substitution échappent à toute imposition à la condition qu'ils n'attribuent pas aux titres reçus en échange une valeur fiscale supérieure à celle que les titres échangés avaient immédiatement avant l'échange d'actions (30).

## Le territoire de la Directive Fusions

La Directive Fusions datant de 1990 a connu une légère opération de *lifting* en 2005 (31) qui vise essentiellement à élargir son champ d'application, à l'adapter aux évolutions législatives récentes et remédier à certaines lacunes constatées dans sa rédaction initiale.

La Directive Fusions ainsi élargie vise désormais les opérations de scission partielle (32) mais également les opérations de transfert de siège d'une Société Européenne et/ou d'une Société coopérative européenne. Le nombre de sociétés nationales qui en bénéficient et que la directive énumère limitativement a été accru. La directive étend également le bénéfice de la neutralité fiscale à la *filialisation* d'une succursale, dans la mesure où elle réunit des éléments d'extranéité.

En toute logique, la Directive Fusions ne traite pas d'opérations qui par leur localisation, leur qualification juridique voire leur nature se placent en dehors de son champ d'application. À l'évidence en sont donc exclus les transferts de branches d'activité détenues par une société

(29) On peut s'interroger quant à la rationalité de l'exigence de maintien d'un établissement stable dans un État membre de la société absorbée pour assurer la neutralité fiscale de l'opération, lorsque celle-ci est une société de détention de participations (société holding). On voit difficilement sur quels critères le maintien de l'établissement stable peut reposer.

(30) Article 8, paragraphe 4 de la Directive Fusions.

(31) Directive 2005/19/CE du Conseil du 17 février 2005 modifiant la directive 90/434/CEE concernant le régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, apports d'actifs et échanges d'actions intéressant des sociétés d'États membres différents.

(32) La scission partielle consiste en la cession par une entité, et sans dissolution, d'une ou plusieurs branches d'activité en échange de titres en capital. Contrairement à la scission totale qui voit disparaître l'entité scindée, l'entité qui fait l'objet de la scission partielle continue à subsister après l'opération de scission.

européenne en dehors de l'Union ou, à l'inverse, les transferts de branches d'activité européennes détenues par des sociétés étrangères. Les transferts d'une branche d'activité effectuée d'une société d'un État membre à une société du même État membre ne sont pas davantage *captés* par la législation européenne. Ainsi en serait-il d'une succursale détenue par une société belge sur le territoire français qui ferait l'objet d'un transfert à une autre entité de droit belge. Les fusions triangulaires impliquant deux sociétés européennes mais une troisième établie en dehors de l'Union Européenne ne sont pas davantage visées par la Directive Fusions. Enfin, il en est de même pour les opérations de fusion purement nationales. La jurisprudence de la Cour de Justice des Communautés Européennes (CJCE) a toutefois clairement indiqué que les dispositions européennes ont vocation à s'appliquer dans des situations de fusions internes de manière à assurer à ces opérations un régime non moins favorable que celui qu'elles prévoient (33).

La Directive Fusions ne s'applique pas aux opérations qui ne rencontrent pas ses qualifications juridiques, tels que des transferts physiques d'actifs et déplacements d'outils de production effectués en dehors de tout cadre juridique, des apports d'actifs ne formant pas une branche d'activité ou encore des opérations de restructuration rémunérées par une soulte excédant 10 % de la valeur nominale ou du pair comptable des titres de capital de la société issue de la fusion. Enfin, les opérations particulières telle que l'absorption de la maison-mère par sa filiale (« *Reverse* ou *upstream Mergers* ») ou celles où les titres émis lors de la fusion ne sont pas ceux de la société absorbante mais ceux d'une entité tierce échappent techniquement à l'emprise de la directive.

L'ingénierie financière connaît des évolutions constantes et les opérations de restructurations de groupe ne se réduisent généralement guère à une simple opération de fusion ou d'échange d'actions. Elles s'accompagnent en principe de modes de rémunération plus créatifs et de l'émission concomitante de titres de dettes, d'options, droits ou bons de souscription, voire d'autres valeurs mobilières hybrides. Ces nouvelles formes de restructurations complexes ne sont guère appréhendées par la Directive Fusions qui se limite à traiter des opérations dont la rémunération consiste dans des actions et des parts représentatives de capital. Enfin, les opérations de fusion et d'apport non loin d'engendrer des plus-values et des primes de fusion, peuvent cristalliser des moins-values et générer des pertes fiscales. L'absence de principes généraux pour la déductibilité ou le report de ces pertes en capital peut alors constituer un obstacle immédiat à la mise en œuvre des opérations de structuration qui pourraient pourtant se révéler bénéficiaires dans le moyen ou long terme.

(33) Voir à cet égard l'arrêt de la CJCE du 17 juillet 1997 dans l'affaire *Leur-Bloem contre Inspecteur der Belastingdienst/Ondernemingen Amsterdam 2* (C-28/95) et celui du 15 janvier 2002 dans l'affaire *Andersen og Jensen APS contre Skatteministeriet* (C-43/00).

## Des méfaits ou bienfaits des divergences nationales

Parfois devenues l'otage d'administrations fiscales nationales par essence soucieuses de conserver leurs ressources fiscales ou plus laconiquement aspirant à conserver leurs prérogatives, les règles européennes font souvent l'objet de distorsions dans leurs transpositions nationales qui en réduisent d'autant l'impact. On peut craindre que la crise financière de 2008 ne soit de nature à crispier davantage encore les pouvoirs taxateurs nationaux, qui seront moins enclins à laisser se dérober une portion de leur assiette fiscale. On doit reconnaître que la politique volontariste de la CJCE joue désormais un rôle directif fondamental dans l'application effective des directives et la mise au pas des législateurs nationaux indociles.

En des matières aussi diversifiées et complexes de la fiscalité, la Directive Fusions n'échappe pas aux pièges de ces distorsions. La technique juridique de la directive requérant une transposition en droit interne repose sur une compréhension commune des concepts juridiques auxquels elle fait appel. Son empreinte sur les législations locales reste parfois limitée. L'espace de manœuvre qui s'offre naturellement aux États membres peut discrètement saper les buts que visent à atteindre les directives voire offrir des opportunités de *shopping fiscal* inattendues. Ainsi, la Directive Fusions prévoit de bénéficier aux entités dites transparentes (34). La définition de la transparence relève toutefois de l'appréciation des États membres dont on ne peut pas douter qu'elle diverge inmanquablement entre eux. La détermination des contours de la définition de l'établissement stable appartient en dernier ressort aux autorités nationales. Ainsi, la définition d'un établissement stable en droit interne peut-elle s'avérer plus généreuse que celle prévue dans les conventions préventives de la double imposition et ouvrir corrélativement des opportunités d'optimisation fiscale.

## Les imperfections de la Directive Fusions - Morceaux choisis

Lorsque la société absorbante détient déjà une participation dans la société absorbée, l'opération de fusion a pour effet d'annuler celle-ci par un effet de confusion de patrimoines. La différence entre la valeur des éléments d'actif et de passif reçus par la maison mère et la valeur de la participation originelle peut générer une plus-value qui est toutefois exemptée. En effet, à défaut d'exemption, la société peut procéder à une distribution exonérée en vertu de la Directive Mère-Fille. Logiquement, la Directive Fusions exempte donc ce gain et aligne les conditions d'exemption sur celles applicables dans la Directive Mère-Fille. Toutefois, cet alignement est imparfait puisqu'alors que la Directive Mère-Fille impose des délais de détention minimum pour bénéficier de l'exemption, la Directive Fusions n'en exige aucun. Elle ne prévoit pas davantage l'option de substituer le pourcentage de détention de la participation dans le capital par un pourcentage des droits de vote.

(34) Article 10 *bis* de la Directive 2005/19/CE.

Dans le cadre des opérations impliquant des échanges ou des émissions d'actions nouvelles, la Directive Fusions reste muette sur les méthodes de comptabilisation et de valorisation des participations respectivement acquises par les parties à la transaction. La discordance des législations nationales en la matière peut créer des situations de double voire d'absence de taxation. Si une opération d'apport de branche d'activité est rémunérée par des actions de l'acquéreur et que ces dernières sont évaluées dans le bilan du bénéficiaire de l'apport sur base de la valeur des actifs sous-jacents, la plus-value future peut être taxable à deux reprises : au niveau de l'établissement stable de la société bénéficiaire du transfert et au niveau du cédant lors de la cession ultérieure des actions obtenues en contrepartie.

La CJCE rappelle utilement dans un arrêt récent du 11 décembre 2008 (35) que la Directive Fusions n'exige pas que la participation acquise dans une société en échange d'émission d'actions soit comptabilisée aux mêmes valeurs dans le bilan de la société ayant cédé la participation et de celle l'ayant acquise. Dans l'arrêt concerné, une société allemande avait cédé les actions d'une de ses filiales allemandes à une société française en échange d'actions dans le capital de cette dernière. La société française avait valorisé la participation ainsi acquise à sa valeur vénale alors que la société allemande cédante avait valorisé les actions acquises dans cette même société française à la valeur historique de la société allemande cédée. L'État allemand fit notamment valoir que l'absence de parallélisme dans les valeurs comptabilisées pouvait avoir pour effet d'aboutir à une absence d'imposition. La CJCE n'a pas donné d'écho favorable à cette position. Elle établit non seulement que la Directive Fusions n'exige pas que la société acquéreuse reporte la valeur comptable historique des parts dans son bilan fiscal mais que le principe de la neutralité fiscale et de l'élimination des obstacles fiscaux aux restructurations doit prévaloir sur toute autre considération.

### **La directive fusions ou les vertus de la persévérance**

La Directive Fusions a de louables objectifs. Elle a fait preuve d'innovation, sans doute trop précoce, en assurant la neutralité fiscale des opérations de fusion transfrontalières alors même que les conceptions juridiques nationales n'étaient pas encore disposées à envisager ne fût-ce même le principe et l'éventualité d'une telle fusion. La méthode Coué (36) a montré ses limites puisque c'est seulement plus de dix-huit ans après son adoption que l'État belge l'a effectivement transposée dans sa législation (37). Il est vrai que l'arrêt SEVIC (38) avait annihilé toute tentative d'opposition nationale à la réalisation d'une fusion transnationale. Il ne pouvait donc plus subsister pour les États récalcitrants comme l'Allemagne ou la Belgique de raison objective à imposer un traitement fiscal distinct aux fusions domestiques et transfrontalières.

(35) Affaire A.T. contre Finanzamt Stuttgart-Körperschaften, (C-285/07).

(36) La méthode d'Emile Coué (1857-1926), pharmacien de son état, et père de la théorie de l'autosuggestion positive.

(37) Transposition de la Directive 90/434 par la loi belge du 11 décembre 2008, entrée en vigueur le 12 janvier 2009.

(38) Arrêt CJCE du 13 décembre 2005 (C-411/03).

On ne peut que se réjouir de voir le champ d'action de la Directive Fusions étendu par la Directive 2005/17/CE, pour assurer une meilleure mobilité des entreprises au sein de l'Union européenne. Cependant, les écuries d'Augias sont encore loin d'être nettoyées... La mobilité des entreprises dépend d'autres facteurs tel qu'une approche commune de l'allocation des profits des entreprises (*prix de transfert*), la mise en place d'un système homogène de compensation de pertes transfrontalières, l'alignement des traitements fiscaux des régimes de crédit et d'imputation d'impôt des entités domestiques et d'autres États membres de l'Union Européenne, voire encore la limitation des effets négatifs de la TVA sur les entreprises qui intègrent leurs activités opérationnelles et de gestion. La volonté politique de faire grandir l'Europe à tout prix a négligé les principes mathématiques élémentaires du calcul des probabilités et de l'analyse combinatoire. Avec une Europe à vingt-sept, la probabilité de combinaisons réalisables est *diaboliquement* plus grande qu'à six... Les efforts d'harmonisation sont ainsi sollicités de manière exponentielle. Une décision récente de la CJCE (39) fait ainsi l'aveu que, dans l'état actuel de la législation européenne, rien ne permet de contraindre un État membre à accepter le transfert d'une société nationale vers un autre État membre si cette société n'adopte pas le régime juridique de son État d'accueil. Ce constat démontre qu'il faudra donc bien à l'Europe toute la force herculéenne de ses convictions pour créer les conditions juridiques et fiscales d'une réelle mobilité des entreprises. Certains voient dans l'avènement attendu d'une assiette consolidée d'imposition des sociétés (ACCIS), le cheval de Troie qui épargnera les efforts d'une bataille d'harmonisation fiscale quasi perdue d'avance (40). Il reste donc à l'Europe fiscale de continuer d'« *entreprendre pour espérer et de persévérer pour réussir* » (41).

**Michael BUTCHER**

*General Counsel and Company Secretary, Veolia Environment UK*

C'est un grand plaisir et un honneur d'être invité à participer à cette rencontre. Je parlerai en mon nom personnel et aucun de mes propos ou opinions ne seront à attribuer à mon employeur, *Veolia Environment*. Je veux exprimer mes remerciements à Marion Deneuille qui m'a beaucoup aidé dans la préparation de ces propos.

Ceci dit, et dans le plus pur esprit britannique, je dirai quelques mots « non engageants » au nom de *Veolia Environment* sur la directive fusions transfrontalières ainsi que sur l'expérience du groupe en Europe ; en ce domaine, elle est nulle. Il faut dire que la philosophie de notre groupe est de rester « local », ou de suivre les règles locales. Nous ne nous tournons pas vers les solutions transnationales : nous utilisons une société locale pour acheter une société locale.

(39) Arrêt de la CJCE du 16 décembre 2008, *Affaire Cartesio*, (C-210/06).

(40) *EU Taxation and the Societas Europea, Harmless creature or Trojan Horse ?*, Malcom Gammie, January 2004, European Taxation, IBFD, Amsterdam.

(41) Formule empruntée à l'écrivain Gilbert Cesbron.

Étant donné l'introduction très complète du professeur Menjucq, je vous exposerai seulement les grandes lignes de la directive sur les fusions transfrontalières du point de vue britannique.

Comme le professeur Menjucq l'a lui-même souligné, la France n'a marqué aucun point en transposant cette directive tardivement ; alors que nous, les Britanniques nous nous sommes, à cette occasion, payés le luxe de l'emporter sur nos cousins français puisque nous avons transposé la directive dans le temps imparti. Cependant, et avant de tomber dans un excès d'autosatisfaction, il faut noter que les fusions sont plutôt rares au Royaume-Uni ; le mode normal de rapprochement de deux sociétés consiste plutôt en des offres publiques d'achat destructrices et démesurées, avec de grosses primes d'émission reflétant la valeur du marché. Ainsi, il est peu probable que ce nouveau cadre sur les fusions transfrontalières soit utilisé, du moins dans un avenir proche. C'est donc une victoire relativement facile des « rosbifs ».

## **I – Les entreprises spécialement concernées**

Au Royaume-Uni, la directive couvre les *Public companies* et les *Private companies*, sociétés pour lesquelles la responsabilité des associés est limitée à leurs apports (une société au sens du *Companies Act 2006*). Mais le gouvernement a également décidé d'étendre son champ d'application aux « *limited liability partnerships* » (société en participation) à compter du 1<sup>er</sup> Octobre 2008.

Au Royaume-Uni, la directive a été transposée par le biais du *Companies Regulation 2007* qui est entré en vigueur le 15 décembre 2007. Cependant, ses dispositions ne couvrent pas certains changements concomitants du droit fiscal qui ont eux été opérés par *the Corporation tax (implementation of the Merger Directive) Regulations 2007* entré en vigueur le 29 novembre 2007.

Par ailleurs, les sociétés cotées à la bourse de Londres doivent également se conformer au *Takeover Code*. *The Takeover Panel Executive (the Executive)* a publié un guide pratique sur l'application du *Takeover Code (the Code)* aux fusions qui seraient effectuées sous la nouvelle législation relative aux fusions transfrontalières (*the Companies (Cross-Border mergers) Regulations 2007*). Ce guide pratique énonce les cas dans lesquels les fusions transfrontalières doivent être soumises au Code.

Ainsi, dans le cas d'une fusion absorption soumise au Code, la société absorbée sera considérée comme le destinataire de l'offre de fusion au sens du Code et la société absorbante comme l'émetteur de l'offre. Cependant, une fusion par absorption n'est pas soumise à l'application du Code lorsque la société absorbante est soumise au Code mais pas la société absorbée.



Ensuite, le Code ne trouve pas application en cas de fusion par absorption d'une société dont les titres ou parts du capital social sont détenus par la société absorbante et ce, même si techniquement la société absorbante est soumise au Code.

Enfin une fusion avec création d'une nouvelle société sera normalement soumise au Code si une ou plusieurs des sociétés absorbées sont soumises au Code. Dans ce cas, la société absorbée sera considérée comme le destinataire de l'offre au sens du Code alors que la nouvelle société sera considérée comme l'émetteur de l'offre. Cependant, si l'objet de l'opération est l'acquisition par une société soumise au Code d'une société qui ne l'est pas, alors l'*Executive* peut décider que l'opération ne sera pas soumise au Code (42).

## II – Problèmes spécifiques soulevés par la directive

L'article 7 de la directive impose à l'organe de direction ou d'administration de chacune des sociétés qui fusionnent d'établir un rapport à l'intention des associés et représentants des salariés expliquant et justifiant les aspects juridiques et économiques de la fusion transfrontalière ainsi que les conséquences de cette fusion pour les associés, les créanciers et les salariés au moins un mois avant la date de l'assemblée générale. Au Royaume-Uni, ce rapport doit être rendu et mis à la disposition des personnes concernées au moins deux mois avant la date de l'assemblée générale.

L'article 10 dispose que chaque État membre doit désigner l'autorité compétente (un tribunal ou un notaire) pour vérifier la légalité de la fusion transfrontalière et doit délivrer, à la société concernée qui fusionne, un certificat attestant de façon incontestable l'accomplissement correct des actes et des formalités préalables à la fusion au regard du droit national applicable. Au Royaume-Uni, l'autorité compétente est la *High Court*, sauf en Écosse où il s'agit de la *Court of Session*.

L'article 11 dispose que chaque État membre doit désigner l'autorité compétente (un tribunal ou un notaire) pour vérifier la légalité de la fusion transfrontalière s'agissant de la réalisation de la procédure propre à la fusion transfrontalière. Au Royaume-Uni, l'autorité compétente est la *High Court* sauf en Écosse où il s'agit de la *Court of Session*. En France il s'agit du notaire qui, au Royaume-Uni, n'a pas un statut juridique aussi élevé.

Le point le plus délicat de la directive est la participation des salariés régie par l'article 16. La directive impose que chaque opération de fusion transfrontalière prenne en compte la participation des salariés lorsque celle-ci existe dans une ou plusieurs des sociétés participant à la fusion.

Du fait de la préférence innée des Britanniques pour Adam Smith plutôt que pour Karl Marx, la loi britannique ne reconnaît pas aux salariés le droit de participer et d'être représentés au

(42) *Takeover Panel Practice Statement n° 18, cross-border mergers, 24 october 2007*

niveau du conseil d'administration ou de surveillance d'une société. Ainsi, la réglementation au Royaume-Uni ne fait qu'une transposition *a minima* de la directive relativement à la participation des salariés dans la société résultant de la fusion sauf s'il existe un système de participation des salariés dans l'une au moins des sociétés qui fusionnent.

En transposant la directive, et même en en influençant la rédaction, le gouvernement britannique a considéré qu'il appartenait aux sociétés qui fusionnent de décider, sans négociation préalable avec les salariés affectés, de la forme de participation salariale devant être adoptée par la nouvelle société lorsque celle-ci décide d'être soumise aux règles standards.

Ceci est contraire aux règles gouvernant la participation des salariés dans la société européenne puisque le comité spécial de négociation y est obligatoire en toutes circonstances. L'absence de ce droit d'écarter toute négociation avec le comité spécial de négociation a conduit à des critiques (43). Ainsi, il est soutenu que le nombre de créations de sociétés européennes est limité du fait de cette règle restrictive sur la participation des salariés, et que l'article 16.4 – qui autorise l'organe de direction à écarter le processus du comité spécial de négociation – est un grand pas en avant vers la mobilité des entreprises sans pour autant nuire à la protection essentielle des salariés.

Lorsqu'il existe plus d'une forme de participation des salariés et qu'un comité spécial de négociation a été établi, il est possible que le comité soit incapable de décider de la forme de participation à adopter. Là encore le gouvernement britannique a décidé d'autoriser les sociétés qui fusionnent à choisir elles-mêmes le système à adopter.

On peut dire que la directive sur les fusions transfrontalières est probablement un outil utile à la compétitivité des sociétés européennes et à l'achèvement du marché unique. Cependant les dispositions relatives à la participation des salariés peuvent dissuader certaines sociétés qui préféreront alors se baser sur la directive relative aux offres publiques d'achat.

Au Royaume-Uni, la nouvelle réglementation va augmenter les options disponibles pour les groupes de l'Espace Economique Européen quand ils envisageront une restructuration. Cependant, il est probable que les structures déjà existantes et éprouvées pour effectuer une fusion transfrontalière, telles que les offres publiques d'achat ou les restructurations, prévaudront. Ainsi, par exemple, le calendrier de la fusion prévu par la nouvelle réglementation allonge significativement le délai de réalisation de la fusion comparé à celui qui prévaut pour les fusions par offre publique d'achat, ce qui conduit, nécessairement, à une augmentation des risques transactionnels et de marché.

Ensuite, lorsque des sociétés auront le choix entre une fusion régie par les nouvelles règles (*2007 Regulations*) qui impose de mettre en place une procédure relative à la participation des

(43) V. notamment G. Blanluet, *Fusions transfrontalières, quel avenir ? Les Échos*, 30 novembre 2007, p. 12

salariés d'un côté, et une fusion réalisée par une structure alternative de l'autre, il est quasiment certain qu'elles opteront pour cette dernière solution.

Cependant, la nouvelle réglementation peut présenter un intérêt pour les sociétés dans lesquelles il existe déjà une participation salariale en ce qu'elle peut permettre de diluer l'influence ou la proportion de cette participation.

Pour conclure, l'objectif de la directive est de faciliter les fusions transfrontalières entre plusieurs types de sociétés en permettant à la législation des États membres d'autoriser une société nationale à fusionner avec une société d'un autre État membre. Il reste maintenant à attendre et à voir ce que les marchés eux-mêmes vont faire de cette nouvelle possibilité. Les premières opérations auront sûrement lieu sur le vieux continent. Me vient alors à l'esprit cette « Une » d'une vieille édition du *Daily Mail* des années 30 : « *Fog in Channel – Continent cut off* ».

**Michel MENJUCQ.**– Dernier éclairage de cette table ronde, avec Madame Colette Neuville, sur le sort des minoritaires volontairement oubliés du législateur tant dans le règlement sur la Société européenne que dans le projet de transposition de la directive sur les fusions transfrontalières.

**Colette NEUVILLE**

*Présidente de l'Association de défense des minoritaires (ADAM)*

Comme l'a exposé le Professeur Menjucq, la Directive ne régit pas l'ensemble de la procédure de fusion. Elle prévoit l'application de principe du régime des fusions nationales aux fusions transfrontalières, notamment quant au processus décisionnel et quant à la protection des salariés, des créanciers et des porteurs de titres ou de parts.

Pourquoi la question de la protection des minoritaires se pose-t-elle (I) ? Et plus spécialement dans quels cas particuliers (II), et quelles sont les réponses du droit français comparativement aux pays voisins (III) ? Tels sont les trois points que je vais brièvement examiner avant de conclure.

## **I – La problématique de la protection des minoritaires dans les fusions**

À la différence des offres publiques, qui présentent un caractère facultatif pour chacun des actionnaires à qui elles s'adressent et qui dépendent donc de décisions individuelles, les fusions relèvent de décisions collectives ; d'abord de l'accord des conseils d'administration des deux sociétés concernées sur le traité de fusion ; ensuite de l'approbation des modalités de la fusion par leurs assemblées générales se prononçant à la majorité qualifiée requise (les deux tiers pour la France).

Ainsi, la décision de la majorité s'impose-t-elle à la minorité, exposant les minoritaires à subir une parité d'échange qu'ils n'ont pas acceptée. Les fusions transfrontalières ajoutent à ce risque celui d'une atteinte à leurs droits : en devenant actionnaire d'une société étrangère, le minoritaire « absorbé » se trouve dans le même cas que l'actionnaire d'une société ayant transféré son siège social et par voie de conséquence, ayant changé de nationalité : il se trouve soumis à un droit différent qu'il ne pourra faire valoir que devant les tribunaux ou les instances d'un pays étranger.

Comme l'a dit le Professeur Michel Menjuq « *Ce double changement de nationalité et de loi applicable fonde l'exigence d'une décision des associés à l'unanimité, ceux-ci ayant un droit individuel au maintien de la loi ayant présidé à la conclusion de leur engagement avec la société* ».

En pratique, cette exigence a limité jusqu'à maintenant les fusions transfrontalières aux filiales détenues à 100 %, rendant par là même inutile la protection des minoritaires.

Il en ira désormais différemment : comme en droit interne, les fusions transfrontalières pourront être décidées (s'agissant des sociétés françaises) à la majorité des deux tiers. C'est pourquoi la question se pose maintenant de la protection des minoritaires. À cet égard, le projet de loi adopté le 6 mai 2008 (devenu la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant adaptation du droit des sociétés au droit communautaire), qui comporte de nombreuses mesures de protection des salariés, est quasiment muet en ce qui concerne les minoritaires. Il ne prévoit pas, comme dans le cas du transfert du siège d'une SE sise en France vers l'étranger, le droit, pour les minoritaires, d'obtenir le rachat de leurs titres (article L. 229-2 du Code de commerce).

## **II – Le cas particulier des fusions entre mère et filiale**

Et pourtant, autant on peut supposer, s'agissant de deux sociétés n'ayant pas de lien capitalistique, que les modalités de la fusion seront arrêtées au terme d'une véritable négociation prenant en compte de manière équilibrée les intérêts respectifs des actionnaires de l'absorbante et de l'absorbée, autant, dans une fusion mère/filiale, où l'initiateur de l'offre est en même temps majoritaire de la cible, les minoritaires de cette dernière sont exposés au risque d'un abus de majorité. L'approbation de la fusion par l'assemblée générale de la société absorbée se réduit, en effet, à une simple formalité dans la mesure où la société absorbante y détient la majorité. Le respect de l'équité est certes, en principe, assuré par la nécessité de soumettre les modalités de la fusion à l'examen d'experts indépendants, en l'occurrence les commissaires à la fusion et aux apports. Mais ceux-ci ont pour mission de vérifier le caractère équitable de la parité d'échange entre absorbante et absorbée. Il ne leur est pas demandé de vérifier l'égalité de traitement entre actionnaires de la cible dont les uns (les majoritaires) vont recevoir les actifs de l'absorbée (plus exactement l'intégralité de son patrimoine), alors que les autres (les minoritaires) vont recevoir des actions de l'absorbante. Rien ne prouve qu'ils soient

équivalents. C'est même bien souvent lorsque les actions de leurs filiales sont sous-évaluées par rapport à la valeur de leur patrimoine que les sociétés-mères décident de les absorber.

### III – La réponse du droit français

#### **A) Article 236-6 du Règlement général de l'AMF**

C'est la mise en lumière de cette situation lors de la fusion Pinault-Printemps-Redoute qui a conduit la COB, l'autorité de marché de l'époque, sur proposition du rapport Le Petit, à recommander qu'une sortie soit offerte aux minoritaires en préalable à une fusion. Désormais, en cas de fusion absorption d'une société par celle qui la contrôle, comme en cas de projet de modifications significatives des dispositions statutaires et des droits des actionnaires, c'est à l'AMF d'apprécier « *les conséquences de l'opération au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote et de décider s'il y a lieu à une offre publique de retrait* » (article 236-6 du Règlement général de l'AMF).

En pratique, cette disposition du droit boursier n'a pas, jusqu'à maintenant, été d'un grand secours pour les minoritaires lors de fusions entre sociétés françaises, l'AMF accordant généralement des dérogations à cette obligation. Elle peut, par contre, se révéler très utile en cas de fusion transfrontalière, ainsi que cela s'est passé lors de l'offre d'*Allianz* sur les minoritaires de sa filiale *AGF*.

Rappel des faits :

Le 22 février 2007, *Allianz* déposait un projet d'offre simplifiée sur les titres de sa filiale *AGF*. L'offre prévoyait diverses modalités dont un échange de titres selon une parité de 0,81. Dans sa note d'information, *Allianz* indiquait qu'au cas où elle recueillerait 95 % du capital et des droits de vote – ce qui lui permettrait de pratiquer un retrait obligatoire – elle procéderait à une fusion dont, prévenait-elle, la parité serait moins favorable aux minoritaires, car calculée selon la méthode germanique IDWS1. La note d'information définitive précisait que la parité se situerait dans une fourchette entre 0,60 et 0,69. Outre les multiples difficultés d'ordre juridique que soulevait ce projet de fusion, se trouvait ainsi posé le problème de la protection des minoritaires. Après intervention de l'ADAM (Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires) auprès de l'AMF, faisant notamment valoir que la méthode d'évaluation allemande portait atteinte aux intérêts des actionnaires, il a été convenu qu'*Allianz* serait tenue de se conformer aux dispositions de l'article 236-6 au cas où elle déciderait de procéder à une fusion. Pratiquement, cela signifiait qu'*Allianz* serait tenue de mettre en œuvre une offre publique de retrait (OPR) en préalable à la fusion, OPR dont la conformité serait bien entendu appréciée au regard de la méthode d'évaluation multicritères incluant au premier chef les modalités de l'offre précédente. Ainsi les minoritaires se trouvaient-ils pratiquement protégés d'une fusion « au rabais ».

Mais si l'utilisation de l'OPR de l'article 236-6 constitue incontestablement une protection des minoritaires en cas de fusion, particulièrement adaptée au cas des fusions transfrontalières dans la mesure où elles peuvent porter atteinte à la fois aux droits et aux intérêts des minoritaires, il faut remarquer qu'elle n'est pas un droit, mais une simple possibilité dont l'utilisation est laissée à l'appréciation de l'AMF.

### **B) Le nouvel article L.236-28 du Code de commerce**

Le nouvel article L. 236-28 du Code de commerce prévoit l'approbation des procédures de réexamen du rapport d'échange ou d'indemnisation des actionnaires minoritaires. Bien que ces procédures ne soient pas connues du droit français, la directive permet leur application lors d'une fusion transfrontalière, à la condition que les associés de la société ignorant la procédure approuvent par une résolution spéciale leur mise en œuvre. Il convient de remarquer que cette possibilité sera de peu d'efficacité dans tous les cas où l'initiateur de l'opération est majoritaire dans l'assemblée de la cible.

\*  
\* \*

Relativement aux pays voisins, la protection des actionnaires français en cas de fusion est inférieure à celle dont bénéficient les actionnaires des sociétés britanniques, allemandes ou encore italiennes. Elle est en revanche meilleure qu'au Luxembourg.

En Grande-Bretagne, les minoritaires ont une protection *a priori* : lors de l'assemblée générale appelée à approuver l'opération, ils ont la possibilité de s'y opposer dans la mesure où le majoritaire initiateur de l'opération ne prend pas part au vote.

En Allemagne, les actionnaires peuvent contester la parité de fusion *a posteriori*, ce qu'ils font, et obtiennent gain de cause dans la grande majorité des cas.

En Italie les minoritaires ont droit à une sortie en *cash* en cas de fusion transfrontalière (comme ont pu en bénéficier les actionnaires de RAS, filiale d'*Allianz* absorbée en 2006).

Au Luxembourg, par contre, les minoritaires n'ont aucune de ces possibilités. Ils ne peuvent compter non plus sur l'intervention de la CSSF (Commission de surveillance du secteur financier, l'équivalent de l'AMF), le droit boursier luxembourgeois n'offrant pas l'équivalent de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF. C'est ainsi qu'en 2007, la fusion *Arcelor/Mittal* a pu être réalisée sur la base d'une parité de 7 *Arcelor* pour 8 *Mittal*, alors que la parité offerte l'année précédente dans le cadre de l'offre publique était de 7 pour 11, soit de 30 % supérieure. Dans l'un et l'autre cas, des experts « indépendants » ont attesté de l'équité de l'opération ! Ce n'est donc pas en multipliant les expertises que l'on protégera les minoritaires.

Alors, que conclure ?

La disparité des législations nationales en la matière laisse à craindre que le développement des sociétés européennes dont la mobilité constitue une des qualités essentielles, soit utilisé aux fins de réaliser les fusions dans les pays les moins disants en matière de protection des minoritaires. Il faut trouver un juste équilibre entre la liberté nécessaire des sociétés et la sécurité juridique des investisseurs. Aussi conviendrait-il, parallèlement à la promotion des sociétés européennes et au développement des fusions transfrontalières, de prévoir des règles de protection communes, comme l'élévation de la majorité qualifiée dans les assemblées générales de fusion. On pourrait aussi – c'est une proposition de Noëlle Lenoir – décider d'appliquer à l'opération la législation la plus favorable aux créanciers et aux actionnaires, ce qui conduirait à modifier l'article 18 du Règlement de 2001.

**Michel MENJUCQ.**– Merci, Madame Neuville de ces commentaires, critiques, mais constructifs, comme toujours. Je crois comprendre, dans les propos qui ont été tenus ici, qu'il y a, certes, un progrès grâce à cette directive sur les fusions transfrontalières mais il demeure tout de même quelques interrogations. Premièrement, pourquoi parler uniquement des fusions et pas des autres opérations ? Est-ce à dire qu'il n'y a pas de problème pour les autres opérations telles les apports de passif ? Pourtant, on en rencontre dans la pratique. Deuxièmement, concernant la protection des intérêts des minoritaires, j'ai cru comprendre que les réglementations européennes étaient très différentes : sorties en *cash* en Italie, non participation au vote des majoritaires au Royaume-Uni, secours apporté en France par le droit boursier au travers du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Est-ce à dire qu'il y a encore un petit travail à faire pour aller au-delà de la seule directive qui existe aujourd'hui si on veut atteindre ce schéma de convergence ?

On s'en tiendra très prudemment à ces interrogations. Je remercie chacun des intervenants à cette table ronde.